



הוועדה לבחינת דרישות הגילוי בדוחות עיתיים ומיידיים

דוח סופי | יוני 2026

א' בתמוז תשפ"ו
16 ביוני 2026

לכבוד
עו"ד ספי זינגר
יושב ראש רשות ניירות ערך

אדון נכבד,

הנדון: דוח סופי של הוועדה לבחינת דרישות הגילוי בדוחות עייתיים ומיידיים

אנו מתכבדים להגיש לך את הדוח הסופי של הוועדה לבחינת דרישות הגילוי בדוחות עייתיים ומיידיים (להלן: "הוועדה").

הוועדה מונתה בחודש פברואר 2025 כדי לבחון את הגילוי הנדרש כיום במסגרת הדוחות העייתיים, ובפרט בדוח הדירקטוריון ובפרק תיאור עסקי התאגיד, וכן את הוראות הגילוי המתייחסות לפרסום דיווחים מיידיים. הוועדה בחנה את מבנה הדיווחים והצורך לעדכן את הוראות הגילוי הקיימות במטרה ליצור משטר דיווח שיעמיד לרשות ציבור המשקיעים מידע שיאפשר להם לקבל החלטות השקעה מושכלות, תוך התחשבות בהשלכות משטר הדיווח על התאגידים והמשקיעים, באופן צריכת המידע, ובמתכונת הגילוי בשוקי הון מפותחים בעולם.

הוועדה קיימה עשרות דיונים, לרבות באמצעות ארבעה צוותים ייעודיים אשר המלצותיהם אושרו בידי הוועדה בהרכבה המלא. בנוסף, לאחר שפרסמה קול קורא ביום 7 באפריל 2025 (להלן: "הקול הקורא"), קיימה הוועדה דיוני "שולחן עגול" עם נציגי תאגידים מדווחים, גופים מוסדיים ואנשי אקדמיה, לצד נציגי איגוד החברות הציבוריות, פורום היועצים המשפטיים בחברות הציבוריות, משרדי עורכי דין, מומחי דיגיטציה ו-AI, וקיבלה סקירה מקיפה לגבי הדיון המשווה החל בארה"ב ובבריטניה. הוועדה בחנה, בין היתר, את הנושאים הבאים:

- הצורך בעדכון הוראות הגילוי בפרק תיאור עסקי התאגיד אשר בדוח התקופתי;
- הצורך בעדכון הוראות הגילוי בפרק דוח הדירקטוריון אשר נכלל בדוחות העייתיים;
- הצורך בעדכון הוראות הגילוי בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970, לגבי הפרטים הנוספים הנכללים במסגרת הדוח התקופתי (תקנות 10א-29 לסט התקנות האמורות);
- הצורך בשינוי הוראות הגילוי, לרבות לעניין העיתוי, של דיווח מידי אודות אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים;
- הצורך בהקלות בנוגע לתדירות פרסום דיווחים מיידיים שעניינם שינוי החזקות בעלי עניין ו/או שינויים במספר המניות / אגרות חוב הרשומים למסחר בבורסה.
- משטר האחריות האזרחית להפרות דיווח לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.

ביום 29 בדצמבר 2025 פרסמה הוועדה את דוח הביניים שלה (להלן: "דוח הביניים") להערות הציבור.

המלצות הוועדה נועדו למקד את חובת הדיווח במידע מהותי, אשר יובא בפני המשקיעים במתכונת סדורה ומובנית באופן שישפר את איכות הניתוח של התוצאות העסקיות על ידי הנהלת התאגיד.

לאור המורכבות של חלק מהמלצות הוועדה, והצורך בהשלמת הליכי חקיקה, אנו ממליצים על הקמת צוות מעקב, ברשות ניירות ערך, אשר מתפקידו יהא לבחון את אופן יישום המלצות הוועדה ויעילותן ולהמליץ על הצורך בביצוע התאמות.

בראשות הוועדה עמד פרופ' אסף חמדני והשתתפו בה עו"ד ניצן סנדור, רו"ח נבו ברנר, רו"ח יעל ג'רסי, ד"ר רות רוז, רו"ח הדר וינר-שוורץ, עו"ד רוני טלמור, עו"ד אמיר וסרמן, עו"ד אמיר הלמר ועו"ד אלי דניאל אשר ריכז את עבודת הוועדה.

אנו מבקשים להודות לכל אלה אשר הגישו חומר לוועדה והופיעו בפניה. הוועדה מודה גם לחברי סגל רשות ניירות ערך אשר תרמו רבות לעבודתה ולגיבוש המלצותיה, תוך הפגנת מקצועיות ומסירות: רו"ח אדוה מדליון, רו"ח גיא אלמאסי, עו"ד (רו"ח) עדן פרג'ון, עו"ד יובל בן אברהם, עו"ד יואב שלף, עו"ד אור שטרנברג, גב' ליזה טפר וגב' דניאלה אמויב, כמו גם לעו"ד עידית מועלם ממשד המשפטים.

בכבוד רב,

<p>עו"ד ניצן סנדור חברת הוועדה</p>	<p>פרופ' אסף חמדני יו"ר הוועדה</p>
<p>רו"ח יעל ג'רסי חברת הוועדה</p>	<p>רו"ח נבו ברנר חבר הוועדה</p>
<p>רו"ח הדר וינר-שוורץ חברת הוועדה</p>	<p>ד"ר רות רוז, רו"ח חברת הוועדה</p>
<p>עו"ד אמיר וסרמן חבר הוועדה</p>	<p>עו"ד רוני טלמור חברת הוועדה</p>
<p>עו"ד אלי דניאל חבר הוועדה</p>	<p>עו"ד אמיר הלמר חבר הוועדה</p>

תוכן עניינים

חלק א' | הוועדה והרקע להקמתה | [5](#)

חלק ב' | ממצאים והמלצות עיקריות | [10](#)

חלק ג' | פרק תיאור עסקי התאגיד | [17](#)

חלק ד' | פרק ממשל תאגידי | [29](#)

חלק ה' | דוח ההנהלה | [41](#)

חלק ו' | פרק המימון וסוגיות חשבונאיות | [54](#)

חלק ז' | דיווחים מיידיים | [72](#)

נספח א' | כתבי המינוי של הוועדה | [92](#)

נספח ב' | קול קורא שפורסם על ידי הוועדה | [95](#)

נספח ג' | רשימת המוזמנים שהציגו בפני הוועדה | [98](#)

נספח ד' | בחינה השוואתית של אורך הדוחות שהוצגה בפני הוועדה | [99](#)

נספח ה' | הבהרות סגל הרשות אשר פורסמו במהלך עבודת הוועדה | [108](#)

נספח ו' | עיקרי הערות הציבור לדוח הביניים | [118](#)

נספח ז' | משטר האחריות האזרחית | [121](#)

חלק א' | הוועדה והרקע להקמתה

1. הוועדה לבחינת דרישות הגילוי בדוחות עיתיים ומיידיים (להלן: "הוועדה") מונתה ביום 26 בפברואר 2025 על ידי עו"ד ספי זינגר, יו"ר רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות"), וחבריה בעלי ניסיון ורקע בתחום, במסגרת עבודתם בהווה ובעבר בתאגידים מדווחים, משרדי רואי חשבון ועריכת דין, האקדמיה, גופים מוסדיים, וחברי סגל רשות ניירות ערך (להלן: "סגל הרשות"). כתבי המינוי של הוועדה מצ"ב כנספח א' לדוח זה.
2. הוועדה מונתה כדי לבחון את הצורך בשינוי דרישות הגילוי בדוחות עיתיים ומיידיים המתפרסמים על ידי תאגידים מדווחים, וזאת, בשים לב לזמן הרב שחלף מאז בוצעה לאחרונה רפורמה מקיפה בדרישות הגילוי האמורות, בהתאם להמלצות ועדת ברנע¹ אשר פורסמו במארכ 2001 (להלן: "ועדת ברנע"), ועל רקע השינויים המהותיים שחלו במהלך השנים בשוק ההון המקומי, לרבות במספר התאגידים המדווחים הנסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב (להלן: "הבורסה"), הגידול והגיוון בהיקף המשקיעים בשוק ההון המקומי, ההתפתחות הטכנולוגית והשימוש בכלי AI.
3. במסגרת דיוני הוועדה, הוצגו בפניה התייחסויות של מגוון גורמים, לרבות תאגידים מדווחים, גופים מוסדיים, נציגי אקדמיה, עורכי דין וגורמים המתמחים במתודולוגיות דיווח דיגיטליות. רשימת הגופים שהופיעו בפני הוועדה מצ"ב כנספח ג' לדוח זה.
4. הוועדה בחנה, בין היתר, את הנושאים הבאים:
 - א. הוראות הגילוי בפרק תיאור עסקי התאגיד בדוח התקופתי;
 - ב. הוראות הגילוי בפרק דוח הדירקטוריון בדוחות העיתיים;
 - ג. הוראות הגילוי בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970, לגבי הפרטים הנוספים הנכללים במסגרת הדוח התקופתי (תקנות 10א-29 לתקנות האמורות);
 - ד. הוראות הגילוי, לרבות לעניין העיתוי, של דיווח מידי אודות אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים;
 - ה. דיווחים מידיים שעניינם שינוי החזקות בעלי עניין ו/או שינויים במספר המניות / אגרות חוב הרשומים למסחר בבורסה.
5. במהלך עבודת הוועדה, נבחנו פניות שהתקבלו במסגרת הערות הציבור לקול הקורא בקשר עם טפסי דיווח ספציפיים במסגרת מערכת המגנ"א, אשר נטען שהשימוש בהם הוא מסורבל ואינו ידידותי, הן לתאגידים המדווחים והן למשקיעים. בהתאם לכך, המליצה הוועדה לסגל הרשות לבחון הקלות אפשריות, אשר אינן מחייבות הליך חקיקה. בהתאם לכך, בתקופת עבודת הוועדה, פעל סגל הרשות לביצוע עדכונים במספר טפסי דיווח, ובמקביל, פורסמו על ידי סגל הרשות שתי עמדות סגל - עמדת סגל מס' 20-104 בנוגע לטופס דיווח ת-125 (דיווח על דוח דירוג) ועמדת סגל מס' 21-104 בנוגע לטופס דיווח מס' ת-077 (דיווח על מצבת החזקות בעלי עניין), ולצד זאת, פורסמו הודעות לתאגידים המדווחים בנוגע לשימוש בטופס ת-077 ובטופס ת-460 (דוח זימון אסיפה). פירוט הבהרות סגל הרשות אשר פורסמו במהלך עבודת הוועדה, כאמור לעיל, מצ"ב כנספח ה' לדוח זה.

¹ https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_lobby/al_lobby-637f2c2bb1c37/IsaFile_54.pdf

ביחס לחלק מהסוגיות שהובאו בפניה, הוועדה החליטה, במסגרת דוח הביניים, לבקש התייחסויות נוספות מהציבור. סיכום התייחסויות אלה מצ"ב **כנספח ו'** לדוח זה.²

6. המלצותיה של הוועדה מפורטות בדוח סופי זה.

7. לאור המורכבות של חלק מהמלצות הוועדה, הוועדה ממליצה כי סגל הרשות יקים צוות מעקב אשר מתפקידו יהא לבחון את אופן יישום המלצות הוועדה ויעילותן ולהמליץ במידת הצורך על ביצוע התאמות.

רקע היסטורי

8. **חובת הדיווח כוללת דיווחים עיתיים ודיווחים מידיים** - הדיווחים העיתיים מתפרסמים פעמיים עד ארבע פעמים בשנה, וזאת כנגזרת של שווי השוק של התאגיד המדווח וכתלות בשאלה האם התאגיד אימץ את ההקלה שניתנה לתאגיד קטן פטור בהתאם לתקנה 5ד לתקנות הדוחות, כמו גם של סוג ניירות הערך אשר הונפקו על ידו לציבור (תאגיד מדווח אשר הנפיק לציבור תעודות התחייבות, אינו יכול לדווח במתכונת חצי שנתית). כיום, הדוח העיתי השנתי, קרי, הדוח התקופתי, כולל ארבעה חלקים - פרק תיאור עסקי התאגיד, דוח דירקטוריון, דוחות כספיים ופרק הפרטים הנוספים.

9. הרפורמה המקיפה האחרונה אותה יזמה הרשות בנוגע לדרישות הגילוי מתאגידים מדווחים בוצעה לפני למעלה מ-20 שנה. רפורמה חקיקתית זו התבססה על דוח ועדת ברנע, אשר התפרסם בשנת 2001.³ עיגון המלצות ועדה זו בחקיקה הושלם בשנים שלאחר מכן, כך שהחל מהדוח התקופתי בגין שנת 2004, תאגידים מדווחים החלו ליישם את הוראות הגילוי אשר על יישומן המליצה ועדת ברנע.

10. עד יישום המלצות ועדת ברנע, תשקיף הנפקה של חברה ציבורית הכיל מידע רב אודות פעילות החברה, בעוד היקף המידע שהובא בדוח התקופתי היה מצומצם יותר. זאת ועוד, דרישות הגילוי באותה העת לא היו מפורטות בדיון, והתפתחה מעין תורה שבעל פה בנוגע להיקף המידע אשר נכלל בתשקיף ובדוח התקופתי. מצב דברים זה היה בעייתי ופגע באחידות ובאיכות הגילוי עבור ציבור המשקיעים וכן בוודאות עבור התאגידים המדווחים.

11. **המלצות ועדת ברנע כללו כמה עקרונות** - הומלץ לבסס את מתכונת הגילוי על אז הקיימת בדיון האמריקאי; הומלץ על השוואת הגילוי בין התשקיף לדוח התקופתי, כך שפרק תיאור עסקי התאגיד שנכלל בתשקיף יכלול מידע דומה בהיקפו לזה שייכלל בדוח התקופתי; הומלץ כי בסיס הדיווח יהיה לפי תחומי הפעילות של החברה; הומלץ על השוואת משטר האחריות האזרחית בשוק הראשוני ובשוק המשני, וכן הומלץ לעודד פרסום מידע צופה פני עתיד (להלן: **"מצפ"ע"**).

12. בעקבות המלצות ועדת ברנע תוקן חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: **"החוק"** או **"חוק ניירות ערך"**) וכן תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת התשקיף - מבנה וצורה), התשכ"ט-1969 (להלן: **"תקנות פרטי תשקיף"**), ותקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 (להלן: **"תקנות הדוחות"**).

² להרחבה ראו ריכוז הערות הציבור לדוח הביניים המפורסם באתר הרשות:

https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_lobby/al_lobby-6253f4f00241c/PublicComments.pdf

³ ראו ה"ש 1 לעיל.

13. לאחר יישום המלצות ועדת ברנע, הדוח התקופתי כולל ארבעה חלקים - החלק שבו התמקדה ועדת ברנע הוא "פרק תיאור עסקי התאגיד". מלבד חלק זה, כולל הדוח התקופתי את דוח הדירקטוריון (שבו לא עסקה ועדת ברנע), הדוחות הכספיים, ופרק הפרטים הנוספים.

14. מאז ועדת ברנע, חלו מספר התפתחויות במשטר הדיווח בישראל בהיקף ובאופי הגילוי אשר ניתן לציבור המשקיעים, על ידי התאגידים המדווחים.

15. גילוי ייעודי למחזיקי אג"ח - במהלך השנים 2009-2012 הוביל סגל הרשות שורה של עדכונים בנוגע לגילוי ייעודי למחזיקי אגרות חוב של תאגידים מדווחים אשר הונפקו לציבור, וזאת, בין היתר, בשל המשבר הפיננסי הגלובלי שחל בשנים 2007-2008 והזינוק שהתרחש במהלך השנים שקדמו לו בהיקף גיוסי החוב באמצעות הנפקת אגרות חוב לציבור. בין היתר, נוספה חובת הגילוי בדבר תזרים מזומנים חזוי, אותו נדרשים לפרסם תאגידים מדווחים אשר הנפיקו לציבור אגרות חוב, ואשר בדוחות הכספיים שלהם קיימים סימני אזהרה. הגילוי בדבר תזרים מזומנים חזוי, כמו גם גילוי ייעודי למחזיקי אגרות החוב, עוגנו בתקנות הדוחות במהלך פברואר 2009.⁴

16. גילוי ענפי - פרק תיאור עסקי התאגיד, במתכונתו הנוכחית, עונה בעיקר על צרכי הגילוי של המשקיעים בתאגידים מתחומי התעשייה או השירותים. ועדת ברנע ציינה במפורש כי⁵ - "דוח הוועדה אינו נותן בהכרח מענה למתכונת הגילוי הראויה של חברות הפועלות בענפים מסוימים, כגון: השקעות, חברות אחזקה, קרנות הון סיכון, פיננסים, קבלנים, נפט וגז. ייתכן, כי עבור מספר חברות הפועלות בענפים כגון אלה דרישות הגילוי בדוח הוועדה מספקות, אך באותה מידה - ייתכן כי יש מקום לקבוע דרישות גילוי ענפיות ספציפיות, המותאמות לאופי הכלכלי, מימוני ומשפטי של הפעילות בכל ענף".

17. בשנים 2010-2016 קידם סגל הרשות את מדיניות הגילוי הענפי, במסגרתה עוגנו בתקנות פרטי תשקיף דרישות גילוי ייעודיות לתחום הנפט והגז, כאשר לצד זאת, פורסמו על ידי סגל הרשות מספר סטים של גילויים ענפיים בתחומי הנדל"ן המניב, מדעי החיים⁶ ועוד. הצורך בגילוי ענפי קיבל ביטוי כאמור בדוח ועדת ברנע, ועלה גם כחלק מלקחי גל ההנפקות בבורסה אשר התרחש במהלך השנים 2005-2007 ומתשקיפי ודיווחי חברות בשנים אחריו.

18. תכנית ההקלות - במהלך השנים 2012-2017, יושמה על ידי הרשות תכנית ההקלות לתאגידים מדווחים, במסגרתה ניתנו גם הקלות בגילוי לתאגידים אשר הנפיקו לציבור, לראשונה, ניירות ערך. לצד תכנית זו, נקבעה תכנית הקלות שנועדה לסייע לחברות מחקר ופיתוח למצוא את דרכן אל השוק הציבורי, ובמסגרת זו אף הוכן מתווה גילוי ספציפי לתאגידים אשר נכללו במדד הטק-עילית⁷ של הבורסה לניירות ערך בתל אביב (להלן: "הבורסה").

⁴ ראו קובץ התקנות מס' 6755, מיום 18 בפברואר 2009, עמוד 511.

⁵ ראו ה"ש 1 לעיל, בעמוד 4 של דוח ועדת ברנע.

⁶ ראו למשל, הצעת חקיקה לתיקון תקנות ניירות ערך בנוגע לפעילות בתחום מדעי החיים אשר פורסמה במהלך חודש יולי 2014: https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_legislation_asset_library/tax_legislation_tree-62eba74d8a6cf/isa130714.pdf

⁷ תקנות ניירות ערך (דוחות תאגיד שמניותיו כלולות במדד ת"א טק-עילית), התשע"ו-2016: https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_legislation_asset_library/legislation_pdf_pages-62eba7ccd3dc4/30.6.2016.pdf

19. הקלות לתאגידים קטנים - במהלך שנת 2014 נכנסו לתוקף ארבע הקלות אותן קידמה הרשות, בנוגע לתאגידים קטנים⁸ - תאגידים אשר שווי השוק הממוצע של המניות או יחידות ההשתתפות אותן הם הנפיקו לציבור, בבורסה, במועד הקובע, היה נמוך מ-300 מיליון ש"ח, וכן תאגידים אשר יתרת תעודות ההתחייבות אותן הן הנפיקו לציבור, במועד הקובע, הייתה נמוכה מ-200 מיליון ש"ח. ההקלות שניתנו לתאגידים אלה כללו, בין היתר, ביטול החובה לפרסם דוח על הבקרה הפנימית, העלאת סף המהותיות ביחס לצירוף הערכות שווי ל-20%, העלאת סף הצירוף של דוחות כספיים של חברות כלולות ל-40% ומתן פטור מיישום הוראות התוספת השנייה לתקנות הדוחות. כמו כן, במהלך שנת 2017 נכנסה לתוקף ההקלה לתאגידים קטנים פטורים - תאגידים קטנים אשר לא הנפיקו לציבור תעודות התחייבות, בכל הנוגע לאפשרות לפרסם דוחות כספיים במתכונת חצי שנתית, חלק פרסום במתכונת רבעונית.

20. דרישות גילוי נוספות - סגל הרשות יזם במהלך השנים מספר הוראות גילוי ספציפיות, כאשר הגילוי בגין הוראות אלה, אשר חלקן עוגן בחקיקה, ניתן בעיקר במסגרת דוח הדירקטוריון. בין היתר, פורסמו הוראות גילוי הנוגעות לסיכוני השוק, לדירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית, להערכות שווי מהותיות, לאומדנים חשבונאיים קריטיים, ועוד.

21. רכישת נכסים מהותיים - תיקון משמעותי נוסף עסק בדיווחים המידיים בנוגע לרכישתם של נכסים מהותיים. לפי התוספת החמישית לתקנות הדוחות⁹, תאגיד מדווח הרוכש נכס מהותי נדרש לתת גילוי לשורה של פריטים ספציפיים, דוגמת מאפייני הנכס המהותי, אופן מימון רכישתו וכיו"ב.

22. התפתחויות נוספות - חלק מההתפתחויות הרלבנטיות לא נוגעות במישורן לדרישות הגילוי. כך למשל, בשנת 2011 אושר התיקון לחוק מכוחו הוסמכה הרשות לנקוט בהליכי אכיפה מנהלית, ובאותה תקופה הוקמה גם המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב, מהלך שהביא לעלייה בהיקף האכיפה האזרחית. התפתחויות אלה, על אף שלא יצרו דרישות גילוי חדשות, הגבירו את רמת האכיפה וחידדו את הצורך של התאגידים המדווחים לפעול בשיקול דעת ובזהירות בעת פרסום דיווחים עיתיים ומידיים.

23. התפתחות רלבנטית נוספת הייתה אימוץ התקינה החשבונאית הבינלאומית, והמעבר לפרסום דוחות¹⁰ כספיים על בסיס ה-IFRS. גם במשטר הדיווח בארה"ב, אשר שימש כמקור השראה לוועדת ברנע, חלו התפתחויות עליהן נעמוד בהמשך.

24. קיצור הדוחות - על רקע הרחבת דרישות הגילוי כמפורט לעיל, עלו בעבר טענות להתארכות יתר של הדוח התקופתי. בצד ההכבדה על התאגידים המדווחים, התעורר החשש כי המשקיעים יתקשו לנווט בדוחות התקופתיים ולאחר את פריטי המידע החשובים להם ביותר לצורך קבלת החלטות השקעה מושכלות. על רקע זה, במהלך שנת 2012 פורסמה על ידי סגל הרשות עמדה משפטית מס' 25-105 שעניינה קיצור הדוחות¹¹ ("עמדת הסגל בנוגע לקיצור הדוחות").

⁸ https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_corporations_asset_library/corporations_pdf_pages-62eb8e1dbe486/A%20message%20corporations.pdf

⁹ https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_legislation_asset_library/legislation_pdf_pages-62eba7ccd3dc4/1970.pdf

¹⁰ https://www.nevo.co.il/Law_word/law06/tak-6560.pdf

¹¹ <https://www.new.isa.gov.il/nav-index/supervised-corporations/105-Shortening-Improving-Reports>

25. במסגרת עמדת הסגל בנוגע לקיצור הדוחות, הוצגו צעדים אותם יכולים תאגידיים מדווחים ליישם כדי לקצר את הדוח התקופתי. בין היתר, המליץ סגל הרשות על יישום מיטבי של עיקרון המהותיות באופן שבו הנהלת התאגיד המדווח תבחן את המידע אותו היא מוסרת בדיווחיה, גם מנקודת המבט של ציבור המשקיעים, באופן שהדיווחים השוטפים יכללו רק מידע אשר עשוי להיות חשוב למשקיע סביר. בנוסף, המליץ סגל הרשות על ביטול כפילויות בין חלקי הדוח התקופתי, וזאת על דרך של שימוש בהפניות. עמדת הסגל בנוגע לקיצור הדוחות גם קראה להימנעות מ"שכבות גיאולוגיות" – אותם פריטי מידע אשר נכללים בפרק תיאור עסקי התאגיד, משנה לשנה, מבלי שתאגידיים מדווחים יטרחו לבחון את עדכניותם ו/או הרלבנטיות שלהם.

26. עם זאת, על ציר הזמן, האפקטיביות של יישום עמדת הסגל בנוגע לקיצור הדוחות, הייתה מועטה ביותר. בהקשר זה, בחינה אותה ערכה המחלקה הכלכלית ברשות ניירות ערך במהלך שנת 2025¹², בנוגע לשינויים אשר חלו באורך הדוחות בישראל, ארה"ב ובריטניה בין השנים 2005-2024, הראתה כי משנת 2005 ועד שנת 2024 חל גידול של כ-60% באורך הדוח התקופתי בישראל (היקפו הממוצע של דוח תקופתי בבורסה עומד כיום על כ-227 עמודים, לעומת כ-144 עמודים בשנת 2005). בעוד שאורכו של פרק תיאור עסקי התאגיד גדל בתקופה הרלבנטית בכ-45%, דרישות גילוי ספציפיות אשר קיבלו ביטוי, כאמור לעיל, בעיקר בדוח הדירקטוריון, הביאו לכך שאורכו של דוח זה תפח בכ-85%. באשר לדוחות הכספיים, הרי שלמרות אימוץ התקינה החשבונאית הבינלאומית, אורך הדוחות הכספיים צמח משנת 2005 לשנת 2024, בכ-25% בלבד.

27. ממצאי הבחינה הראו כי המצב בישראל לא היה חריג, בהשוואה למצב במדינות אחרות בעולם. כך למשל, בארה"ב נרשם גידול של כ-75% באורך של הדוחות הכספיים בין השנים 2005 ו-2015, בעוד שחלקי הדוח השנתי אשר אינם כוללים מידע פיננסי, זינקו באותה התקופה בשיעור של כ-125%. בדומה למגמה בישראל ובארה"ב, גם בבריטניה חלה במהלך אותה תקופה עלייה מהותית באורכם של הדוחות הכספיים. המחקר המשווה על אורך הדוחות אשר הוצג בפני הוועדה מצ"ב **כנספח ד'** לדוח זה.

28. כשלעצמה, התארכות הדוחות אינה מעידה בהכרח על צורך בשינוי דרישות הגילוי. אולם, כפי שיובהר בהמשך, הוועדה התרשמה כי במקרים רבים הדוחות העיתיים כוללים גילוי עודף של מידע לא מהותי, אשר מקשה על משתמשי הדוחות ואינו תורם לציבור המשקיעים¹³.

¹² במסגרת הבחינה, נבדקו ההתפתחויות אשר חלו באורך הדוחות התקופתיים של חברות אשר נסחרו בבורסה לכל אורך התקופה שבין שנת 2005 עד שנת 2024. המדגם של החברות אשר נכללו בבחינה כולל 142 חברות אשר מהוות כרבע מסך החברות הנסחרות בבורסה (וכרבע מסך שווי שוק המניות). יחד עם זאת, חשוב להדגיש כי קיימים הבדלים משמעותיים בייצוג החברות לפי פילוח ענפי.

¹³ בהקשר זה, ניתן לציין כי בעבר קידם סגל הרשות את פרויקט שיפור הדוחות, אשר תכליתו הייתה התאמה של פרקי הדוח התקופתי וה לוי הנדרש במסגרתם, לשינויים שחלו בדרישות הגילוי לאורך השנים. במסגרת הפרויקט, פורסם במאסר 2014 מסמך "הצעות חקיקה בעניין שיפור הדוחות – נוסח מעודכן לאור הערות הציבור":

https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_legislation_asset_library/tax_legislation_tree-62eba753ee2dc/Simplifying_Reports.pdf

חלק ב' | ממצאים והמלצות עיקריות

1. לאחר בחינת פרקטיקות הדיווח בשוק ההון, התייחסויות הציבור לדוח הביניים והתייחסות הגורמים אשר הופיעו בפניה, הוועדה הגיעה לממצאים העיקריים הבאים.

2. **עודף מידע פחות רלבנטי ו/או לא מהותי** - הדוחות העיתיים, בדגש על פרק תיאור עסקי התאגיד ודוח הדירקטוריון, כוללים פריטי מידע אשר ערכם לציבור המשקיעים נמוך יחסית. כך למשל, בפרק תיאור עסקי התאגיד מובא פירוט נרחב לגבי הסביבה הכלכלית בה פועל התאגיד, לרבות סקירות מאקרו כלכליות המתייחסות לטריטוריות בהן פועל התאגיד. מידע זה הינו על פי רוב נחלת הכלל, והמשקיע הסביר עשוי לבחור להשיגו ממקורות חיצוניים. בנוסף, קיים גילוי של מידע שאינו ייחודי עבור התאגיד המדווח הספציפי. תקנות הדיווח כוללות גם דרישות גילוי היוצרות כפילות עם המידע הנדרש בדוחות הכספיים.¹⁴ דיווחים עודפים אלו מכבידים על התאגידים המדווחים ללא תרומה מספקת לציבור המשקיעים.

3. **דיווח איכותי** - בקרב המשקיעים, לרבות גופים מוסדיים, קיים רושם כי הדוחות העיתיים לא תמיד כוללים ניתוח "איכותי" של הדוחות הכספיים והתוצאות העסקיות של התאגיד המדווח, באופן המשקף את גישת ההנהלה (ראו בהמשך). בצד התאגידים המדווחים, לעומת זאת, עולה הטענה כי ההתייחסות לדוחות הינה כחובה משפטית, אשר היישום שלה נקבע משיקולי ציות גרידא, ולא כפלטפורמה להעברת הערכות וניתוחים של ההנהלה למשקיעים.

4. **מידע כמותי השוואתי ומצגות**¹⁵ - מנקודת המבט של המשקיעים, יש ביקוש לגילוי אודות מדדים כמותיים פיננסיים ותפעוליים המעידים על מצבו הפיננסי ותוצאותיו העסקיות של התאגיד (KPI's), וזאת בפירוט מגזרי, מנקודת המבט של ההנהלה, ובאופן שיאפשר השוואה בין תאגידים הפועלים בסקטור דומה. שיעור משמעותי מהתאגידים המדווחים מספקים לציבור המשקיעים מידע, לרבות מדדים כמותיים כאמור, באמצעות שימוש במצגות (המדווחות לציבור באמצעות דיווחים מיידיים). פרקטיקה זו מהווה ביטוי למשמעת שוק, שבמסגרתה תאגידים נענים גם לציפיות המשקיעים מהם (בדגש על הגופים המוסדיים). עם זאת, בין אם הם כוללים מדדים כמותיים בדוחות העיתיים ובין אם הם כוללים אותם רק במצגות, תאגידים מדווחים לא תמיד מקפידים על שקיפות בנוגע למתודולוגיית החישוב ולפרמטרים הנכללים בהם. לדוגמא, תאגידים מדווחים מספקים לציבור מדדי KPI מקובלים אשר בוצעו בהם התאמות שונות, מבלי שציבור המשקיעים יידע על כך.

הפרקטיקה שתוארה לעיל, פוגעת ביכולת של המשקיעים להסיק מסקנות רלבנטיות מהמידע ולהשוות בין מדדי KPI של תאגידים מדווחים הפועלים באותו ענף.

5. **מבנה הדוחות העיתיים** - המבנה של הדוחות העיתיים נעדר היגיון פנימי, ובמידה רבה מעודד חזרתיות (בתוך פרק תיאור עסקי התאגיד ובמסגרת פרקי השונים של הדוח התקופתי). היעדר

¹⁴ כך למשל, סעיף 32(א) לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף קובע כי במסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד יש לתאר בקצרה "כל הליך משפטי תלוי מהותי, אשר התאגיד הוא צד לו". במקביל, תקני החשבונאות הבינלאומיים (הכוונה ל-37IAS) קובעים כי במסגרת ביאור תלויות בדוחות הכספיים יש צורך להתייחס להליכים משפטיים מהותיים אשר עודם תלויים ועומדים.

¹⁵ ראוי לציין, כי במהלך עבודת הוועדה, נבחנו פניות שהתקבלו במסגרת הערות הציבור לקול הקורא, בקשר עם מאפייני המידע אשר ניתן לכלול במסגרת מצגת המתפרסמת לציבור, על ידי תאגיד מדווח. בעקבות הערות אלה, ובהתאם להמלצת הוועדה, פרסם סגל הרשות, ביום 13 באוגוסט 2025, הבהרה למכתב מנהל מחלקת תאגידים לשנת 2025, בנוגע למידע אותו יכול תאגיד מדווח לכלול במסגרת מצגת המתפרסמת לציבור המשקיעים:

https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_lobby/al_lobby-6253f4f00241c/Managers_letter1382511.pdf

מבנה לוגי מקשה על קוראי הדוחות העיתיים, לרבות אלו המסתמכים על אמצעים טכנולוגיים לעיבוד המידע.

6. דיווחים מיידיים - קיים עודף דיווחים מיידיים אודות אירועים לא מהותיים. בנוסף, כללי הדיווח בסוגיות מסוימות מקשים על ההתנהלות העסקית של תאגידים מדווחים, אף בהשוואה לדרישות החלות על חברות הרשומות למסחר מחוץ לישראל. כך, למשל, הדרישה לדיווח מיידי בכל אחד משלבי ההתקשרות לרכישת נכס מהותי.

7. טכנולוגיה - יש צורך בפלטפורמת גילוי שתהיה קריאה באמצעים טכנולוגיים, כגון: אלגוריתמים מסוגים שונים, כך שאופן הגילוי יהיה נגיש ויאפשר ניתוח דוחות בקלות ובמהירות. בהקשר זה, ניתן לציין כי פלטפורמת הדיווח הנוכחית, אשר מבוססת על קבצי PDF, אינה מספקת לצורך קריאה וניתוח על ידי אלגוריתמים של מערכות בינה מלאכותית, ומערכות אלה נתקלות לא אחת בקשיים בניתוח הדוחות. כמו כן, היעדר מבנה קוהרנטי לדוחות העיתיים מקשה על העיבוד שלהם באמצעים אלגוריתמיים.

עקרונות מנחים

8. דרישות הגילוי מהוות נדבך חשוב בפיתוח שוק ההון והגנה על ציבור המשקיעים. משטר הגילוי והאיסורים על ביצוע תרמית ועל שימוש במידע פנים מבטיחים את הגינות המסחר בשוק ההון ותמחור נאות של ניירות ערך.

9. תכלית הדיווחים העיתיים היא למסור לציבור המשקיעים, על בסיס קבוע, מידע מהותי אשר עשוי להשפיע על החלטת ההשקעה שלהם בניירות הערך של התאגיד המדווח. הדיווח העיתי נועד ליצור שקיפות אשר תאפשר הערכה נאותה של מצבו הכלכלי, התפעולי והעסקי של התאגיד המדווח ובכך תחזק את אמון הציבור בשוק ההון. הדוחות העיתיים כוללים את הדוחות הכספיים, והמידע אשר נכלל בדיווח העיתי נועד להוות כלי משלים לדיווח הכספי.

10. תאגידים מדווחים נדרשים לפרסם גם דיווחים מיידיים. תכלית הדיווחים המיידיים היא להביא לידיעת המשקיעים, בתקופה שבין הדיווחים העיתיים, מידע אודות אירועים והתפתחויות מהותיים. בין הדוחות העיתיים לדוח המיידי יש הבדל לא רק בעיתוי הפרסום, אלא גם בהיקף, במהות ובפירוט המידע שכל אחד מהם כולל. הדיווח המיידי מתבצע במהירות, הוא מצומצם מאוד ביחס לדוח העיתי, עוסק באירוע מהותי ספציפי, ומטרתו העיקרית היא לאפשר למשקיעים להתעדכן בזמן אמת על מצבו של התאגיד ולקבל החלטות השקעה ו/או הצבעה מושכלות בהתאם.

11. היקף המידע וטיב הגילוי אשר מדווחים במסגרת הדוחות העיתיים והמיידיים מושפעים מדרישות הדיווח הקבועות בחקיקה, משטר האכיפה האזרחית, המנהלית והפלילית, והערות סגל הרשות לטיטוטות הדוחות ולדוחות השוטפים שמגישים התאגידים המדווחים. בכתב המינוי שלה הוסמכה הוועדה לדון בהיבטים הנוגעים לדרישות הדיווח.¹⁶

¹⁶ ראו נספח א' לדוח זה.

12. הוועדה זיהתה מספר עקרונות מנחים לצורך קביעת הוראות הגילוי והדיווח:

א. תכלית הגילוי – מטרת עיקריות של דרישות הגילוי הן להעניק למשקיעים תשתית מידע לצורך קבלת החלטות השקעה בניירות הערך, להגביר את אמון הציבור בשוק ההון, ולהביא ליעילות השוק, וזאת באמצעות תמחור נאות של מחירי ניירות הערך של התאגיד המדווח. קיומו של שוק משוכלל מביא להקצאה יעילה של משאבים והוא נדבך חיוני בהגנה על ציבור המשקיעים. לצד זאת, לדרישות הגילוי יש מטרות נוספות ובהן מתן כלים למשקיעים להעריך את איכות הניהול ואת הממשל התאגידי של התאגידים המדווחים, והרתעת בעלי כוח בחברה מביצוע פעולות שיפגעו בציבור המשקיעים.¹⁷

ב. קוראי הדוחות – ציבור המחזיקים בניירות ערך של תאגידים מדווחים מורכב מסוגים שונים של משקיעים: גופים מוסדיים המנהלים חסכונות של הציבור באפיקי השקעה אקטיביים או פאסיביים, קרנות וגופי השקעה מסוגים שונים, ומשקיעים פרטיים (retail) ברמות שונות של תחכום. קביעת מתכונת חובת הגילוי צריכה להתחשב גם בשאלה מיהם "קוראי הדוחות" או מיהו "המשקיע הסביר" אותו נועד הגילוי לשרת. הוועדה סבורה, בקו אחד עם עמדת הפסיקה בנושא, שלצורך קביעת מתכונת הדיווח יש להניח כי קוראי הדוחות הם משקיעים מתוחכמים בעלי היכרות עם שוק ההון ויכולת לקרוא דוחות כספיים (בין אם מדובר בגופים מוסדיים או במשקיעים פרטיים). בשלב זה של התפתחות הטכנולוגיה, הנחה זו עומדת בעינה על אף העובדה שבמהלך השנים האחרונות, עם התפתחות טכנולוגיית ה-AI, ניכר כי גם צ'אט בוטים ומכונות "מנסים" לקרוא דוחות ולנתח את המידע המובא במסגרתם.

ג. מהותיות – עיקרון מרכזי נוסף הינו מיקוד דרישות הגילוי במידע מהותי עבור המשקיעים בניירות הערך של התאגיד המדווח. כידוע, עיקרון המהותיות עומד בבסיס דיני ניירות הערך בישראל ומחוצה לה, והיה אחד העקרונות אשר עמדו בבסיס המלצות ועדת ברנע. בתי המשפט בישראל דנו בהזדמנויות שונות בעיקרון המהותיות ובפרשנותו בהקשרים משפטיים שונים. הוועדה לא התיימרה לקבוע הגדרה רוחבית למונח מרכזי זה, המשמש למטרות שונות בדיני ניירות ערך (כגון האיסור על שימוש במידע פנים). לצורך דוח זה, ניתן לציין שמהותיותו של פריט מידע נבחנת בפריזמה כפולה – הן במישור הכמותי והן במישור האיכותי.

ד. השוואתיות ורלבנטיות – ככלל, דרישות הגילוי צריכות לתמוך בשיפור היכולת של משקיעים להשוות בין התוצאות העסקיות והמצב הפיננסי של תאגידים מדווחים שונים. כאשר משקיעים מקבלים מידע ביחס לתוצאות העסקיות של תאגיד מדווח, הם מעוניינים להשוות מידע זה לתאגידים אחרים הפועלים באותו ענף על מנת להפיק ממנו תועלת ומסקנות באשר לטיב ואיכות ביצועי התאגידים הללו. על כן, יש חשיבות לכך שהגילוי אותו כוללים התאגידים המדווחים יאפשר השוואה בין ביצועיהם, ככל שהדבר אפשרי (בהתחשב בשונות הקיימת בין תאגידים הפועלים בענפים ו/או תחומים שונים). בנוסף, דרישות הגילוי צריכות להיות ממוקדות במידע שהוא רלבנטי עבור השקעה בתאגיד המדווח, ולעניין זה, יש מקום, בין היתר, לכך שמידע אודות ניתוח התוצאות העסקיות של התאגיד המדווח ישקף את גישת ההנהלה.

¹⁷ ראו Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, The Essential Role of Securities Regulation, 55 DUKE L.J. 711 (2006). כמו כן, ראו ע"פ 2103/07 הורוביץ' נ' מדינת ישראל, דינים עליון 2008 (93) 1145, פסקאות 31-32; רע"פ 11476/04 מדינת ישראל נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ דינים עליון 2010 (29) 547, פסקאות 118-123.

ה. עלויות הציות - משטר הדיווח מטיל עלויות על התאגידים המדווחים. עלויות אלו כוללות עלויות ישירות (משאבים כספיים ותשומות כוח אדם המוקדשים לדיווח) ועלויות עקיפות (הסטת תשומות ניהוליות, פגיעה באינטרסים מסחריים לגיטימיים בשמירת סודיות של מידע). עלויות אלו מושתות בסופו של דבר גם על ציבור המשקיעים בתאגידים המדווחים. משטר דיווח אופטימלי שואף לאיזון נאות בין האינטרס של ציבור המשקיעים בקבלת מידע מהותי ועדכני ככל הניתן לבין עלויות הציות הישירות והעקיפות. שכן, השתת עלויות ציות גבוהות מדי עלולה לפגוע באינטרסים של התאגיד, וכפועל יוצא מכך, במשקיעים. שאיפה זו מושגת, בין היתר, באמצעות עיקרון המהותיות אשר הוזכר לעיל.

ו. משטר הדיווח האמריקאי - ועדת ברנע המליצה להתבסס על משטר הדיווח האמריקאי כהשראה למודל הדיווח בישראל. ככלל, הוועדה סבורה שיש להמשיך בקו זה לפיו משטר הדיווח האמריקאי מהווה בסיס להשראה עבור מודל הדיווח בישראל.

המלצות עיקריות

13. המלצותיה העיקריות של הוועדה הן אלה:

א. מבנה הדוחות העיתיים - יש צורך במבנה סדור וקוהרנטי של הדוחות העיתיים, שבו לכל פרק יש מטרה מובחנת וברורה. מבנה כזה ימנע חזרתיות ויסייע לקוראי הדוחות - לרבות באמצעים טכנולוגיים - להתמקד בפרק הרלבנטי בו הם מבקשים לאתר פריט מידע מסוים. קביעת מבנה סדור תביא למצב שבו כל אחד מפרקי הדוח התקופתי יכלול מידע ספציפי ומוגדר. כך למשל, ברי כי אם משקיע מבקש לחפש ניתוח של תוצאות הפעילות של התאגיד, הוא יפנה לאתר מידע זה במסגרת דוח ההנהלה. אם אותו משקיע מעוניין ללמוד דווקא על גורמי הסיכון של התאגיד, הוא יפנה לפרק תיאור עסקי התאגיד. הגדרה ברורה של מטרות כל פרק תסייע גם במעבר לרגולציה מבוססת עקרונות, כמפורט בהמשך.

ב. מיקוד דרישות הגילוי במידע מהותי ורלבנטי. ככלל, דרישות הדיווח והגילוי צריכות להתמקד במידע מהותי לציבור המשקיעים ורלבנטי עבור התאגיד המדווח. המיקוד במידע מהותי אמור לבוא לידי ביטוי גם בהנחיות הכלליות עבור כל פרק וגם בדרישות גילוי פרטניות, ככל שרלבנטי. הגשמת תכלית זו מצריכה שימוש במגוון אמצעים רגולטוריים, המותאמים לפרקים השונים בדוחות העיתיים ולדוחות המיידיים.

ג. מניעת חזרתיות - הפרקים השונים בדוחות העיתיים לא צריכים לחזור על מידע אשר ניתן על פי התקינה החשבונאית במסגרת הדוחות הכספיים, וכן אין צורך בחזרה על פריטי מידע ספציפיים במספר פרקים שונים בתוך הדוח התקופתי. אחת הסיבות לכך שהאורך של דוחות עיתיים הלך ותפח במהלך השנים, נובעת מכפילות במתן מידע מסוים. כך למשל, בהתאם להמלצות ועדת ברנע עוגן בתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף סעיף 32, אשר עוסק בגילוי אודות הליכים משפטיים מהותיים תלויים ועומדים. בה בעת, תקן חשבונאות בינלאומי (IAS 37) מחייב מתן גילוי על הליכים כאמור במסגרת הביאורים לדוחות הכספיים.

ד. דוח הנהלה, מידע איכותי ו-KPI's - פרק דוח הנהלה (כיום, דוח הדירקטוריון) צריך לשמש רק לצורך הערכות וניתוחים של הנהלה בנוגע למצב הפיננסי והתוצאות העסקיות של התאגיד המדווח. במסגרת זו, יש לשאוף להתבססות על מדדים כמותיים והסברים איכותיים, מנקודת המבט של הנהלה, תוך הקפדה על שקיפות בנוגע למתודולוגיה העומדת בבסיסם. כמו כן, דוח הנהלה הוא המסגרת המתאימה לפרסום מידע צופה פני עתיד בנוגע לתוכניותיה של הנהלת התאגיד ותחזיותיה העסקיות.

ה. דוחות מיידיים - בנוסף לצורך למנוע פרסום מידע עודף, נדרש גם איזון בין הצורך בפרסום מהיר של מידע מהותי, לבין הצורך להבטיח כי המידע המתפרסם יהיה מדויק, רלבנטי ובעל ערך אמיתי למשקיעים, שכן, פרסום של מידע חסר או מידע עודף, עלול לפגוע בקבלת החלטות של המשקיעים כמו גם באמון שלהם. נדרש גם איזון בין הצורך בפרסום מהיר של מידע מהותי לבין החשש מפגיעה של הפרסום באינטרסים מסחריים לגיטימיים של התאגיד.

ו. הנגשה טכנולוגית - הוועדה קיבלה התייחסויות ממומחים בתחום הדיגיטציה וה-AI, וזאת כדי לבחון את הצורך בביצוע שינויים באופן הדיווח, אשר כיום מתבצע באמצעות צירוף קבצי PDF לטפסי דיווח במתכונת HTML. בשים לב להתפתחויות הטכנולוגיות שחלו בשנים האחרונות בתחום הבינה המלאכותית, ועל רקע אימוץ חלקי של מתודולוגיית ה-XBRL בישראל (iXBRL), הוועדה ממליצה לרשות ניירות ערך לפעול לאימוץ פלטפורמות דיווח מתקדמות יותר (iXBRL, Excel, Html)¹⁸. כלי ה-AI אשר קיימים כיום יוכלו להתמודד ביתר קלות עם קריאה, ניתוח ועיבוד של מידע אשר יינתן באמצעות הפלטפורמות הללו.¹⁹

הוועדה התרשמה שההתפתחות הטכנולוגית המואצת, בדגש על יישומי בינה מלאכותית, תשפיע על האופן שבו דוחות מנותחים בידי המשקיעים ונכתבים בידי התאגידים המדווחים ועשויה להצריך בעתיד מחשבה מחודשת על משטר הדיווח. עם זאת, בשלב זה מוקדם מידי להעריך את ההשלכות הקונקרטיות של ההתפתחויות בתחום הבינה המלאכותית על משטר הדיווח.

ז. משטר האחריות - כאמור, ההחלטה של תאגיד מדווח לכלול מידע בדוחות נקבעת לא רק בהתאם לדרישות הדיווח הקבועות בחקיקה אלא גם כתוצאה של משטר האכיפה והאחריות. תכליתו של משטר הגילוי עליו ממליצה הוועדה היא למקד את הדיווחים במידע מהותי ולמנוע דיווחים עודפים שאינם בעלי ערך לציבור המשקיעים. לצורך הגשמת תכלית זו, יש חשיבות גם למשטר האחריות לכשלי דיווח. משטר האחריות לכשלי דיווח מושתת על אכיפה ציבורית ופרטית ואמור ליצור עבור התאגידים המדווחים ונושאי המשרה תמריצים לעמידה בדרישות הגילוי, לרבות אימוץ מנגנוני בקרה והליכי אכיפה פנימית, ולהעניק פיצוי למשקיעים שנפגעו מהפרות הדיווח. עם זאת, משטר אחריות מחמיר יתר על המידה, יוצר תמריץ מובנה לדיווח מידע עודף.

¹⁸ בהקשר זה, הוועדה מוצאת לנכון לציין לחיוב את הקול הקורא אותו פרסמה הרשות ביום 1 בדצמבר 2025, בעניין הצטרפות אפשרית של עשרות תאגידים מדווחים נוספים לדיווח במתכונת iXBRL בישראל, וזאת על דרך של סבסוד עלויות מעבר למתכונת דיווח כאמור, למשך תקופה של שנתיים. ראו לעניין זה:

https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_lobby/al_lobby-6253f4f00241c/iXBRLCall25.pdf

¹⁹ בהקשר זה, יש לציין כי הרשות מקדמת מאז שנת 2023 תיקון תקנות במסגרתו לא יהיה מחויב עוד דיווח באמצעות קובץ PDF, וייקבע כי יש לעשות שימוש במתכונת דיווח נוחות יותר לקריאה. הצעת התקנות אושרה על-ידי שר האוצר ומונחת על שולחן ועדת הכספים של הכנסת - טיוטת תקנות ניירות ערך (חתימה ודיווח אלקטרוני) (תיקון מס'...), התשפ"ג-2023 (להלן: "תקנות דיווח אלקטרוני") במסגרתה מוצע לתקן את תקנות דיווח אלקטרוני כך שלשונן תהיה ניטרלית מבחינה טכנולוגית, ובאופן זה ניתן יהיה לאפשר מעבר לדיווח בשיטה מתקדמת יותר וכן לאפשר יישום התפתחויות טכנולוגיות בעתיד.

בנוסף, הוועדה התרשמה כי לאופן הפעלת סמכויות הפיקוח והאכיפה של רשות ניירות ערך, בפועל, עשויה להיות השפעה משמעותית על תמריצי הדיווח של תאגידים מדווחים ונושאי משרה. בפרט, חשש מפני חשיפה להליכי אכיפה בגין טעויות בשיקול דעת ביחס למהותיות המידע עלול ליצור תמריץ לדיווחי יתר ולהכללת מידע שאינו מהותי. מנגד, צמצום הפיקוח והאכיפה עלולים ליצור תמריץ לדיווחי חסר ואובדן מידע מהותי.

במסגרת דוח הביניים ביקשה הוועדה לקבל את התייחסות הציבור למשטר האחריות האזרחית הראוי לכשלי דיווח.

לאחר בחינת התייחסות הציבור, נספח ז' מפרט את התייחסותה של הוועדה לדין הקיים ולבחנית הצורך בתיקוני חקיקה.

14. בנוסף, סגל הרשות מסר לוועדה כי לאחר יישום מכלול ההמלצות והשינויים המוצעים בדוח זה, ועל מנת לתמוך במטרות העומדות בבסיס ההמלצות, ובכלל זה צמצום תמריצים לדיווחי יתר והגברת הוודאות ביישום חובות הדיווח, בכוונתו לבחון את הצורך להתאים את מדיניות הפיקוח והאכיפה של הרשות בהקשר של חובות הגילוי ומידע פנים.

15. בהתייחסויות הציבור עלתה בקשה לקצר את המועד הקבוע לפרסום הדוחות העיתיים, וזאת על מנת להבטיח את הרלבנטיות של הדוחות הללו ולהתאים את המועד לזה הקבוע לפרסום דוחות כספיים בשוק האמריקאי.²⁰ בנוסף, עלתה בקשה לעודד תאגידים מדווחים לפרסם תמצית נתונים מהדוחות העיתיים עוד לפני פרסום הדוחות. הוועדה ממליצה לסגל הרשות לבחון צעדים להקדמת מועד פרסום הדוחות, לרבות הצורך בדיווח מקדים בשוק ההון הישראלי. **ככל שיימצא צורך בדיווח מקדים**, מומלץ כי הרשות תבחן התאמה ועדכון של עמדת סגל מס' 26-105 העוסקת בנושא, במטרה לעודד פרסום דיווח מקדים לדוחות הכספיים. לפירוט נוסף באשר לפרסום מוקדם של תמצית נתונים - ראו להלן בסעיף 9 לחלק ז' של דוח זה, העוסק בדיווחים המיידיים.

16. בהתייחסויות הציבור עלתה גם בקשה לפרסם תמלול של שיחות משקיעים אותן מקיימים תאגידים מדווחים, ואשר פתוחות לציבור המשקיעים. בנושא זה כבר פורסמה על ידי הרשות עמדת סגל מס' 29-105, במסגרתה המליץ סגל הרשות כי תאגיד מדווח המקיים שיחה עם משקיעים יעמיד בפני הציבור, בתוך יום עסקים אחד, גישה נוחה ושוויונית אשר תאפשר צפייה או האזנה להקלטה של שיחת הוועידה המוקלטת. הוועדה ממליצה לסגל הרשות לבחון עיגון של המלצה זו בדיון.

²⁰ בהקשר זה, יצוין כי בארה"ב, המועד להגשת דוחות כספיים רבעוניים ל-SEC, באמצעות Form 10-Q, הוא 40-45 ימים מתום הרבעון, כאשר המועד להגשת דוחות כספיים שנתיים, באמצעות Form 10-K, הוא 90-60 ימים מתום שנת הכספים, לפי סיווג החברה המדווחת.

17. הוועדה התרשמה שהתהליך הקיים לקביעת חובות גילוי ולעדכון מביא להתמשכות הולכת וגוברת של הליכים להתקנת תקנות בנושאים מקצועיים הצריכים עדכון והתאמה להתפתחות השוק. במהלך השנים קודמו הצעות שונות להסמיק את רשות ניירות ערך, בדומה לרשות ניירות ערך האמריקאית ולרגולטורים הפיננסיים האחרים בישראל, לקבוע את כללי הגילוי באופן שיגביר את הגמישות והעדכניות של חובות הגילוי.

הוועדה ערה לקיומן של דעות שונות בנושא זה, כפי שאף עולה מהערות הציבור. עם זאת, ומבלי לקבוע עמדה ביחס להיקף ולמתכונת הנאותה של הסמכה כאמור, הוועדה סבורה כי עדכון של סמכות הרשות יסייע ליצירת משטר דיווח עדכני ואפקטיבי, לרבות יישום מהיר של רבות מהמלצותיה.

18. בהתאם לכתבי המינוי שלה (מצ"ב כנספח א' לדוח זה), הוועדה לא בחנה סוגיות גילוי שונות, כמו הגילוי הענפי או גילוי בהיבטי ESG. כמו כן, הוועדה לא עסקה בדוח התקופתי של בנקים וחברות ביטוח, אשר הגילוי שלהם לפי דיני ניירות ערך נשען בחלקו גם על דרישות רגולטוריות של המפקחים הענפיים, ויהיה מקום לערוך את ההתאמות הנדרשות בענייננו. בנוסף, הוועדה לא עסקה באופן ישיר בגילוי המובא במסגרת התשקיף. הואיל ושיטת הגילוי מבוססת על השוואת הגילוי בתשקיף ובדוח התקופתי, צפויה מטבע הדברים השפעה להמלצות הנכללות בדוח זה גם על הגילוי התשקיפי, אולם עשויות להיות דרישות גילוי הנוגעות לתשקיף בלבד, אשר הוועדה לא עסקה בהן.

19. לאור המורכבות של חלק מהמלצות הוועדה, ועד אשר תושלם החקיקה הרלבנטית המבוססת על המלצותיה, הוועדה ממליצה על הקמת צוות יישום במחלקת תאגידיים ברשות, אשר יעסוק בסוגיות שונות להמשך בחינה, עד להשלמת הליך החקיקה, לרבות, הטמעה אפשרית של המלצות רלבנטיות במסגרת העבודה השוטפת של סגל הרשות.

חלק ג' | פרק תיאור עסקי התאגיד

1. תכלית פרק תיאור עסקי התאגיד

התוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף (להלן: "התוספת הראשונה") משמשת כמסגרת לגילוי הנדרש לשם תיאור עסקי התאגיד בתשקיף ובדוח התקופתי. תוספת זו מפרטת את פריטי המידע והעקרונות שלפיהם יש לתאר את התאגיד ועסקיו. התוספת האמורה מספקת רשימה של פריטי מידע מרכזיים אותם נדרש התאגיד לגלות, ובכך מגדירה איזה מידע צריך לקבל ביטוי פומבי ובאיזה היקף ואופן – בין אם מדובר בתחומי הפעילות, גורמי הסיכון, נתונים פיננסיים רלבנטיים או מידע תפעולי מהותי.

בהתאם לתקנה 44(א) לתקנות פרטי תשקיף, פרק תיאור עסקי התאגיד נערך לפי הוראות התוספת הראשונה. פרק זה נועד לספק לציבור המשקיעים מידע מהותי ברור, רלבנטי ובר השוואה בנוגע לפעילותו של התאגיד, ובכך לסייע בקבלת החלטות השקעה וכן לשפר את ההשוואתיות בין תאגידים מדווחים. ככלל, השאיפה היא שפרק זה יתמקד בפריטי מידע מהותיים בלבד.

הוועדה מצאה שפרק תיאור עסקי התאגיד במתכונתו הנוכחית סובל ממספר קשיים. ראשית, קיים פיצול של מידע דומה על פני פרקים שונים. במקביל, קיימות כפילויות בין פרקים שונים הנכללים בדוח התקופתי. הפיצול והכפילויות יוצרים חוסר בהירות ומקשים על הקורא (לרבות באמצעים טכנולוגיים). שנית, פרק תיאור עסקי התאגיד של חברות רבות כולל מידע שאינו מהותי או אינו רלבנטי בהכרח למשקיע הסביר בתאגיד המדווח. מידע זה, שהוא לרוב תוצאה "מאולצת" של ציות טכני לדרישות הדיווח, לא מוסיף להבנת עסקי התאגיד ואינו רלבנטי למשקיע הסביר. התוצאה היא עומס מידע שמטשטש את הנתונים החשובים באמת. בנוסף, דרישות הגילוי הקיימות כיום אינן מותאמות במלואן לשינויים שחלו בתקינה החשבונאית הבינלאומית במהלך שני העשורים האחרונים, כך שבפועל, נוצר מצב של חוסר עדכון ואף חזרתיות על פריטי מידע אשר מופיעים במסגרת הביאורים לדוחות הכספיים.

כמו כן, תאגידים רבים מדווחים בפרק זה מידע כללי, דהיינו: מידע המצוי בנחלת הכלל ואינו ייחודי לתאגיד המדווח, כגון נתונים על הסביבה המקרו-כלכלית או הענף או סקירות על רגולציה. נתונים אלו זמינים ממקורות פומביים, בייחוד במציאות הדיגיטלית הקיימת כיום. מהתייחסויות הציבור עלתה המסקנה שהכללת מידע שכזה מעמיסה על פרק תיאור עסקי התאגיד והדוחות העיתיים, ובכך מכבידה שלא לצורך הן על התאגידים המדווחים והן על קוראי הדוחות, המתקשים באיתור המידע המהותי עבורם.

הוועדה סבורה כי מטרת פרק תיאור עסקי התאגיד היא להציג גילוי רלבנטי שהוא או השפעתו נוגעים לתאגיד עצמו – פעילותו, תחומי עסקיו, מבנהו והסיכונים המהותיים אליו הוא חשוף. על מנת להגביר את השימושיות של פרק זה עבור ציבור המשקיעים, יש להימנע מחזרה על מידע כללי הנגיש לציבור ממקורות אחרים, אשר אינו בעל השפעה מיוחדת על התאגיד או הענף במסגרתו הוא פועל, ואינו מוסיף להבנת עסקי התאגיד.

בנוסף, הוועדה סבורה שיש לדאוג להתאמה בין דרישות הגילוי בפרק זה לבין התקינה החשבונאית, וזאת על מנת למנוע חזרתיות. על כן, הוועדה ממליצה כי פרק תיאור עסקי התאגיד יעודכן כך

שדרישות הגילוי יתמקדו במידע מהותי, בלבד, תוך יישור קו עם התקינה החשבונאית והימנעות מהעמסת נתונים כלליים או מידע שקיים במקורות אחרים.

הוועדה מדגישה את חשיבות יישומו של סעיף 40 לתוספת הראשונה המעודד הצגת מידע בצורה ברורה, ויזאלית ונגישה, לרבות באמצעות כלים גרפיים התואמים את העקרונות הקבועים בסעיף. יישום זה נועד להבטיח את הפשטתו של מידע מורכב ושיפור מהותי ביכולת ההבנה של המשתמשים.

כמו כן, הוועדה ממליצה להסמיר את הרשות לעדכן את הוראות הגילוי הקבועות בתוספת הראשונה, ככל שנדרש, לשם התאמה לשינויים בתקינה החשבונאית. עדכון זה יאפשר לרשות²¹ לוודא כי קיימת התאמה בין דרישות הדיווח בתוספת הראשונה לבין דרישות התקינה החשבונאית.²²

2. עקרונות ליישום במסגרת תיקון פרק תיאור עסקי התאגיד

בגיבוש התיקונים הנדרשים בפרק תיאור עסקי התאגיד הוועדה פעלה על בסיס מספר עקרונות מנחים בהתאם לקשיים שזיהתה בפרק זה:

א. עיקרון המהותיות – פרק תיאור עסקי התאגיד צריך לשקף את המידע הרלבנטי לתאגיד המדווח והמהותי לקוראי הדוח העיתי. מטרת הפרק אינה ליצור מנגנון דיווח טכני המתבסס על רשימה סגורה של נושאים, אלא להבטיח כי הדיווח יספק למשקיעים מידע מהותי שיאפשר להם, בצירוף הדוחות הכספיים והניתוח האיכותי בדוח ההנהלה, לגבש תמונה מושכלת ואמינה של מצבו של התאגיד המדווח. הציפייה היא שהתאגיד המדווח יפעיל שיקול דעת, יבחן את נסיבותיו הייחודיות, ויספק בפרק זה גילוי של מידע רלבנטי מהותי שיסייע למשקיע הסביר להבין את פעילותו, את הסיכונים העיקריים ואת המגמות של פעילות זו, כל זאת, תוך הימנעות מהעמסת מידע אשר אינו תורם להבנה זו. לפיכך, מקום בו מידע מסוים אינו מהותי – אין חובה למסרו, גם אם לכאורה קיימת דרישת גילוי ספציפית בתקנות פרטי תשקיף. מן העבר השני, אם תאגיד מדווח סבור כי קיים מידע מהותי הנוגע אליו, אשר אינו נכלל ברשימת פריטי הגילוי, עליו למסרו, וזאת כחלק מחובתו להציג תמונה מהותית, מאוזנת ורלבנטית לקוראי הדוח התקופתי.

יובהר, כי תקנה 6 לתקנות פרטי תשקיף, קובעת במפורש כי גם כיום, תאגיד מדווח נדרש לתת את המידע, רק ככל שהוא מהותי להצגה נאותה. עם זאת, הוועדה מצאה כי עיקרון זה לא מיושם במקרים רבים. לפיכך, מוצע לחזק את עיקרון המהותיות והרלבנטיות בשני היבטים.

ראשית, תקנות פרטי תשקיף, בכלל, והתוספת הראשונה, בפרט, בנויות כרשימה מפורטת של דרישות גילוי. מבנה זה מוביל, הלכה למעשה, למצב של יישום "צ'ק ליסט", במסגרתו תאגידים מדווחים נוטים למסור גילוי ביחס לכל הנושאים הנכללים ברשימה, גם כאשר המידע איננו מהותי או רלבנטי למשקיעים. הפירוט נדרש כדי להבהיר לתאגידים המדווחים מהם פריטי המידע אשר הגילוי שלהם עשוי להיות מהותי בנסיבות מסוימות. אולם, ההתייחסות במסגרת התוספת לפריטי מידע ספציפיים לא אמורה להוביל לתאגידים מדווחים לגלות מידע שאינו מהותי למשקיעים.

²¹ ראה בהקשר זה סעיף 17 לחלק ב' לדוח זה.

²² הוועדה מעודכנת ביוזמת החקיקה של רשות ניירות ערך שנועדה להסמיר אותה לקבוע הוראות בתחומים מסוימים שלא באמצעות חקיקת משנה. מבלי להתייחס ליוזמה חקיקתית זו, הוועדה מצביעה על הקושי במצב הקיים שבו עדכון דרישות הגילוי, לצורך התאמתן לתקינה החשבונאית, מצריך חקיקת משנה.

שנית, במקרים המתאימים יש להטמיע את עיקרון המהותיות בתוך דרישות הגילוי עצמן, כך שדרישות הגילוי ייושמו באופן סלקטיבי ומושכל – תאגיד מדווח יידרש לגלות מידע רק כאשר המידע רלבנטי ומהותי ולכן בעל ערך למשקיעים ולשיקוליהם.

במבחן הזמן, האפקטיביות של המלצות אלו תלויה בהפנמתן בידי התאגידים המדווחים וסגל הרשות. בעניין זה, הוועדה ממליצה כי לאחר שיצטבר ניסיון יישומי, סגל הרשות ישקול לפרסם מדריך או עמדה משלימה שיסייעו לתאגידים המדווחים בבחינת המהותיות בהקשר של פרק תיאור עסקי התאגיד, וזאת על ידי הכללת דוגמאות מנחות ליישום עיקרון זה. נוכח הרצון לעודד תאגידים מדווחים לפעול לצמצום גילויים שאינם מהותיים במסגרת הפרק, הוועדה ממליצה שהרשות תביא במסגרת השיקולים שהיא שוקלת בבואה להפעיל את סמכויותיה, גם את הפעולות והתהליכים שביצע התאגיד לבחינת מהותיות המידע, מקום שבחר שלא לכלול אותו במסגרת הגילוי.

ב. מבנה הדוח התקופתי – הוועדה ממליצה להתאים את פרק תיאור עסקי התאגיד ליתר חלקי הדוח התקופתי, לנוכח השינויים במבנה הדוח התקופתי: הכנסת פרקים חדשים והחלפת דוח הדירקטוריון בדוח הנהלה. בהתאם להמלצה זו, דרישות גילוי המצריכות ניתוח איכותי של הנהלה בנוגע להשפעות אפשריות של גורמים שונים על מצבו הכספי של התאגיד ותוצאותיו העסקיות יועברו לדוח הנהלה. דרישות גילוי הנוגעות למבנה ההון של התאגיד המדווח והמימון שלו יועברו לפרק המימון.

ג. ביטול כפילויות – הוועדה ממליצה לצמצם כפילויות ולרכז מידע בפרקים לפי נושאים. כאמור, לגישת הוועדה יש למנוע כפילות בין דרישות הגילוי בדוחות העיתיים לדרישות התקינה החשבונאית. נקודת המוצא היא כי התקינה החשבונאית הבינלאומית גובשה לאחר בחינה מעמיקה וממוקדת בצרכים של משקיעים בשוק ההון. לכן, רק במקרים חריגים יידרש גילוי נוסף בנושאים בהם מתחייב ממילא גילוי לפי התקינה החשבונאית הבינלאומית. בעניין זה, בחנה הוועדה את הפערים הקיימים בין דרישות הגילוי לפי חוק ניירות ערך והתקנות שהותקנו מכוחו, לבין דרישות הגילוי הקיימות מכוח התקינה החשבונאית הבינלאומית והמליצה להסיר דרישות גילוי בפרק תיאור עסקי התאגיד מקום שבו קיימת דרישת גילוי מקבילה בתקינה החשבונאית הבינלאומית.

ד. מידע כללי – הוועדה ממליצה לשנות את דרישות הגילוי כך שפרק תיאור עסקי התאגיד לא ידרוש דיווח של מידע "כללי" אשר לרוב הנו פומבי ואינו ייחודי לתאגיד. למשקיעים יש יכולת להשיג מידע כאמור בקלות ממקורות פומביים ודיווחים שוטפים, וזאת בייחוד על רקע ההתפתחויות הטכנולוגיות והרחבת נגישותם של משקיעים למידע פומבי. המלצה זו עולה בקנה אחד עם העיקרון הקבוע כבר כיום בתקנה 36(ו) לתקנות הדיווח, הפוטרת תאגיד מחובת דיווח על עניינים שהם 'מן המפורסמות', אלא אם קיימת להם השפעה מיוחדת על עסקיו. הוועדה סבורה כי יש להדגיש רציונל זה, המבחין בין מידע נחלת הכלל לבין מידע מהותי וייחודי, גם על דרישות הגילוי בפרק תיאור עסקי התאגיד. בהתאם לכך, מידע כללי עשוי להידרש בכל זאת רק כאשר יש לו השפעה מיוחדת על התאגיד המדווח; במקרה זה, התאגיד הוא בעל היכולת להציג ולהסביר את השפעת המידע האמור על פעילותו הספציפית.

3. דרישות הגילוי

3.1 תיקונים ביחס לתוספת הראשונה

להלן סקירה תמציתית של דרישות הגילוי הקיימות, לצד עמדות הוועדה והמלצותיה למיקוד, עדכון או שינוי של דרישות הגילוי הקיימות בהתאם לעקרונות המפורטים לעיל:

א. תקופת הדיווח - מוצע להבהיר בנוסח התוספת הראשונה, כי דרישת הדיווח במסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד, לפיה הגילוי יובא ביחס לתקופה שתחילתה שלוש שנים לפני ה-1 בינואר של השנה שבה מוגש התשקיף - יתייחס לתשקיף הנפקה לראשונה (IPO) בלבד (כאשר ההקלה ביחס לתאגיד שטרם חלפו חמש שנים מעת שנעשה תאגיד מדווח ובשלוש השנים שקדמו למועד הדוח, לא הורשע בעל שליטה בו, ולא נאסר עליו לכהן בתפקיד דירקטור בחברה ציבורית, לגביו הגילוי יובא לתקופה שתחילתה שנתיים לפני ה-1 בינואר של השנה שבה מוגש התשקיף, תעמוד בעינה); לעומת זאת, בתשקיף של תאגיד שהוא כבר תאגיד מדווח, הגילוי יובא ביחס לתקופה של שנה אחת בלבד, שתחילתה ב-1 בינואר של השנה שקדמה לשנת התשקיף, וזאת בהתאם להוראת תקנה 44 (א) לתקנות פרטי תשקיף. עם זאת, לגבי נתונים אשר מקורם בדוחות הכספיים, עדיין יידרש גילוי לתקופות השוואה בהתאם להוראות הדין החלות על הדיווח הכספי.

ב. התפתחות עסקי התאגיד - המידע יוגבל לשלושה מרכיבים: (1). תיאור תמציתי של עסקי התאגיד ברמת הקבוצה; (2). מידע מהותי בלבד על התפתחויות עסקיות; (3) תרשים מבנה האחזקות המהותיות ומבנה האחזקות בתאגיד והשליטה בו. רשימות מפורטות יבוטלו,²³ כמו כן, לא יינתן גילוי למידע שהיה מהותי בעבר וכעת, בשנת הדיווח השוטפת, שוב אינו מהותי ("שכבות גיאולוגיות"). אך אם המידע מהותי - הוא יידרש ממילא. במסגרת תרשים מבנה האחזקות, יידרש התאגיד לכלול לא רק את החברות המוחזקות המהותיות, אלא גם פירוט ברור של בעלי השליטה, בו עצמו. התרשים יוצג בצורה ויזואלית ותמציתית, באופן שיאפשר לקורא להבין במבט אחד את מבנה האחזקות הכולל של הקבוצה ואת זהות הגורם המכוון את עסקי התאגיד. אופן הצגה זה יאפשר לקבל מידע מהותי על התאגיד ולשלב הצגה ויזואלית במסגרת פרק זה. אמנם, ייתכן שתיווצר כפילות מסוימת עם מידע המופיע בחלקים אחרים של הדוח התקופתי, אך פישוט ההצגה בצורה מרוכזת וגרפית תורמים באופן משמעותי לפונקציונאליות של הדוח התקופתי ומאפשרים למשקיע לקבל "מבט על" על התאגיד המדווח.

ג. תחומי פעילות - מוצע כי הדרישה לתיאור קצר נוסף של כל תחום פעילות תבוטל, כדי למנוע כפילויות. תחומי הפעילות יוזכרו במסגרת התיאור התמציתי בתחילת פרק תיאור עסקי התאגיד, וכן בחלק הייעודי העוסק במגזרי הפעילות. בנוסף, הגדרת "תחומי פעילות" תימחק מהתקנות הרלבנטיות, ובמקומה תיכלל הפניה להגדרת "מגזרי פעילות" לפי תקני חשבונאות מקובלים.

ד. השקעות בהון ועסקאות במניותיו ודיבידנדים - מוצע להעביר את הגילוי כולו לפרק המימון, מאחר והוא עוסק במבנה ההון ולא בפעילות העסקית.

²³ בין היתר - מידע על שנת התאגדות וצורת התאגדות, אופי ותוצאות כל שינוי מבני, מיזוג או רכישה מהותיים, רכישה, מכירה או העברה של נכסים בהיקף מהותי שלא במהלך העסקים הרגיל, הליכי פירוק כינוס נכסים, הסדרי נושים וכיוצא בזה.

ה. מידע כספי לפי תחומי פעילות – מוצע לבטל את הדרישה למתן מידע כספי לפי תחומי פעילות, שכן קיימת חפיפה מלאה בינה לבין דרישות תקן דיווח כספי בינלאומי 8 – “מגזרי פעילות” (“IFRS 8”) המחייב תאגידים נסחרים לפרט מידע מגזרי. מוצע לבטל גם את דרישת הגילוי לפילוח עלויות קבועות ומשתנות, אשר אינה נדרשת לפי התקינה החשבונאית הבינלאומית. למרות הצורך האפשרי במידע זה, לא נמצאה דרישת גילוי מקבילה בדין המשווה, והמידע אינו בהכרח מהותי דיו במרבית המקרים. עם זאת, במקרים שבהם מדובר במידע מהותי להבנת פעילות התאגיד ולניתוח תוצאותיו, מצופה כי התאגיד יתייחס לפילוח זה במסגרת דוח ההנהלה, כחלק מהדיון והניתוח של דוח על הרווח והפסד.

ו. השפעת הסביבה הכלכלית – מוצע לבטל את הדרישה למתן מידע על השפעת הסביבה הכלכלית על כלל התחום או הענף. מדובר במידע כללי שאינו ייחודי לתאגיד, ואשר משקיעים יכולים לקבל ממקורות מידע חלופיים רבים. מידע על השפעה מהותית של הסביבה הכלכלית על התאגיד עצמו יינתן במסגרת דוח ההנהלה.

ז. מידע כללי על תחומי פעילות – מוצע לבטל דרישה זו. במקומה יידרש התאגיד לתת גילוי תמציתי על תחום הפעילות והשינויים שחלו בו. זאת, בהתבסס על הניסיון שנצבר לאורך השנים המלמד כי המידע שניתן במסגרת דרישת הגילוי הקיימת היה לעיתים קרובות גנרי, כללי ואינו ייחודי לתאגיד המדווח, באופן שלא תרם להבנת פעילותה בפועל. פרטים כגון “חסמי כניסה” או “חסמי יציאה” הם, בדרך כלל, בגדר מידע אשר ניתן להשיגו ממקורות ציבוריים או ניתוחי שוק, ולכן, הם אינם מוסיפים ערך מהותי דיו בדוח התקופתי. מטרת השינוי היא להבטיח כי הגילוי יהיה פרקטי, ענייני ומשקף את המציאות העסקית של התאגיד.

ח. מוצרים ושירותים – מוצע לחדד את הגילוי כך שהוא יתמקד בקבוצות מוצרים ושירותים ולא במוצרים בודדים. מידע על מוצרים חדשים ייכלל בפרק תיאור עסקי התאגיד, רק כאשר יש להם חשיבות מהותית, קיימת או עתידית, ביחס לפעילות הכוללת. כמו כן, מוצע להעביר את הגילוי בנוגע למוצרים חדשים לסעיף זה ולהדגיש כי יידרש גילוי על מוצרים מהותיים חדשים²⁴. מידע על הוצאות פיתוח מהותיות של מוצר חדש תיכלל במסגרת סעיף מחקר ופיתוח.

ט. פילוח הכנסות לפי קבוצות מוצרים ושירותים – הדרישה לפילוח הכנסות מקבוצות מוצרים ושירותים תישאר על כנה, שכן, מדובר במידע חשוב לציבור המשקיעים ומסייע להבין את מקור ההכנסות ואת מקורות צמיחה.

י. מוצרים חדשים – כאמור בסעיף ח' לעיל, סעיף זה יפוצל לסעיף מוצרים ושירותים וסעיף מחקר ופיתוח.

יא. לקוחות – מוצע לבצע מספר שינויים בקשר לגילוי הניתן במסגרת סעיף הלקוחות:

(1) מאפייני ההתקשרות – מוצע לבטל את הדרישה לתיאור מאפייני ההתקשרות עם הלקוחות. מידע זה הוא מהותי רק כאשר קיימים הסכמים מהותיים, שאז יינתן לגביהם גילוי במסגרת הסעיף המתאים אודות הסכמים מהותיים.

²⁴ מובהר כי, בדומה לדרישה הקיימת כיום, חובת הגילוי אודות מוצר מהותי חדש תקום אך ורק בהנחה שמידע אודות אותו מוצר כבר נמסר לציבור, קודם לכן, על ידי התאגיד המדווח.

(2) פילוח לקוחות מעל 10% - מוצע לבטל גם דרישה זו, מאחר שמידע זה ניתן כבר במסגרת הגילוי המגזרי הנדרש לפי IFRS 8.

(3) גילוי שם לקוח בודד כאשר ההכנסות ממנו מהוות מעל 20% מהכנסות התאגיד - כיום, דרישת הגילוי קובעת כי כאשר ההכנסות של התאגיד המדווח, מלקוח בודד, מהוות מעל 20% מסך הכנסות התאגיד, על התאגיד לציין את שמו של הלקוח.

הוועדה סבורה כי התועלת ממתן גילוי זה למשקיעים היא מוגבלת, שכן, במקרים מסוימים עיקר המידע המהותי נעוץ בעצם קיומה של תלות בלקוח מסוים ולא דווקא בזהותו. מהצד השני, העלות לתאגיד ממתן המידע (חשיפת נתון מסחרי על זהות לקוחות) היא גבוהה. בבחינה שנערכה מול הדין בארה"ב, (SEC) אירופה (הנחיות ESMA) והתקינה החשבונאית הבינלאומית, עולה כי במרבית המקרים אין דרישה לחשוף את שמות הלקוחות, אלא רק להציג ריכוזיות סיכונים ותלות בלקוחות גדולים (למשל, לקוח אשר ההכנסות ממנו מהוות לפחות 10% מהכנסות התאגיד) וזאת מבלי לחשוף שמות, דרישה דומה קיימת למעשה גם בישראל.

בדין הזר קיימת הכרה בכך שבנסיבות מסוימות עצם זהותו של הלקוח עשויה להיות מידע מהותי כשלעצמו, ולכן היא תיחשף כחלק מגורמי הסיכון. כך, למשל כאשר קיימת תלות עסקית חריגה או קריטית בלקוח יחיד, או כאשר זהותו מהווה חלק מהסיכון שעל המשקיעים להבין. במקרים אלו חברות בארה"ב ובאירופה יבחרו לעיתים לציין את שם הלקוח בגורמי הסיכון, גם ללא חובה פורמלית לחשוף אותו במסגרת הנתונים הכמותיים בדוחות.

לצד זאת, בדין הזר קיימים מקרים חריגים שבהם זהות הלקוח נחשפת בפועל, למשל, בארה"ב. ישנם גם מקרים שבהם שם הלקוח נחשף כחלק מצירוף "חוזה מהותי"²⁵ לדוח, אך אף שם קיימת אפשרות לחיסיון חלקי מטעמי סודיות.

על בסיס השוואה זו, מוצע לבטל את הדרישה לחשוף את שם הלקוח הספציפי, תחת רף מהותיות כמותי קשיח. בדרך זו תישמר רמת שקיפות נאותה לציבור המשקיעים, תוך מניעת נזק תחרותי לתאגידים המדווחים בישראל.

עם זאת, במקרים בהם קיימת **תלות** בלקוח יחיד, מוצע שהתאגיד המדווח יחויב בגילוי בדבר שמו של אותו הלקוח, היקף ההכנסות או הרכש המיוחס לו, וכל מידע נוסף הנדרש להבנת מהות התלות והשפעתה האפשרית על עסקי התאגיד המדווח. הוועדה מבקשת להדגיש כי מטרתה בתיקון זה היא **להעלות את רף המהותיות**, ולהגביל חשיפה לשמות לקוחות רק למקרים בהם יש לתאגיד המדווח תלות בלקוח, ולא רק כאשר מדובר בלקוח מרכזי של התאגיד.

יב. שיווק והפצה - מוצע להותיר את דרישת הגילוי בנושא שיווק והפצה, שכן מדובר במידע מהותי להבנת האופן שבו התאגיד מגיע ללקוחותיו, מפיץ את מוצריו ושומר על מעמדו העסקי. עם זאת, מודגש כי יש להימנע מהעמסת פרטים טכניים שאינם מהותיים ולהימנע מגילוי גנרי שאינו תורם להבנת המשקיע את נושא השיווק וההפצה ועל כן מוצע לקבוע כי על התאגיד לכלול בתשקיף תיאור של שיווק מוצריו והפצתם רק מקום שבו מידע זה הוא מהותי לצורך הבנת פעילותו העסקית של התאגיד, או כאשר מאפייני השיווק וההפצה הם ייחודיים לתאגיד ואינם מאפיינים שגרתיים בענף בו הוא פועל. הגילוי הנדרש צריך לכלול רק מידע מהותי, תמציתי וממוקד המתייחס לערוצי השיווק העיקריים, לאסטרטגיית ההפצה ולמנגנוני המכירה המרכזיים, וזאת במידה שהם משפיעים באופן מהותי על פעילות התאגיד המדווח.

²⁵ Regulation S-K, Item 601

יג. צבר הזמנות - מוצע להותיר את הדרישה לגילוי על כנה, היות ומדובר במידע מהותי עבור המשקיעים, בעיקר בענפים שבהם צבר הזמנות מהווה אינדיקציה מרכזית לפעילות העתידית. לכן, הדרישה תישאר במתכונתה הנוכחית.

יד. תחרות - מוצע להשאיר את החובה לתיאור תנאי התחרות הכלליים בענף, אך על מנת להימנע מגילוי גנרי החוזר על מידע ועל מנת לקבל מידע ממוקד, יש מקום להדגיש בנוסח התקנה כי על התאגיד לדווח בתמצית על תנאי התחרות הכלליים בענף ובשווקים הרלבנטיים שבהם הוא פועל, תוך התמקדות במאפיינים המהותיים של התחרות ובהתפתחויות עיקריות בתקופת הדיווח. דרישות קודמות לגילוי "גורמים חיוביים ושילולים" יבוטלו, מאחר שהן צפויות להופיע במסגרת דוח ההנהלה החדש המתמקד בניתוח מהותי של מצב התאגיד המדווח. גישה זו תצמצם כפילויות ותמקד את הגילוי הרלבנטי בפרק המתאים.

טו. עונתיות - מוצע לבטל את דרישת הגילוי בנושא עונתיות. ניתוח תוצאות כספיות לפי רבעונים, כפי שמופיע בדוחות הכספיים ובדוח ההנהלה, כבר מספק למשקיעים תמונה מלאה על עונתיות בפעילות התאגיד המדווח. במקרים בהם עונתיות הינה מהותית לפעילות התאגיד המדווח, על ההנהלה להתייחס לכך במסגרת דוח ההנהלה, ולכן אין צורך בגילוי נוסף במסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד.

טז. כושר ייצור ורכוש קבוע - מומלץ לאחד את הדרישות הקיימות בנושא כושר ייצור ורכוש קבוע, ולדרוש מהתאגיד המדווח גילוי מהותי בלבד. תוסר ההתייחסות למאפיינים הכלליים של הרכוש הקבוע. במקום הסעיף הקיים כיום, דרישת הגילוי תתמקד ברכוש הקבוע המהותי של התאגיד ותאחד עם דרישת הגילוי בנוגע לכושר הייצור של הרכוש הקבוע המהותי בתחום הפעילות. מוצע להוסיף דרישת גילוי בנוגע למגבלות על יכולת התאגיד להגדיל את כושר הייצור והשלכות הגדלת כושר הייצור. בנוסף מוצע לדרוש פירוט סכומי השקעות מהותיות מאוד צפויות ברכוש קבוע לתקופה של 12 חודשים לפחות ממועד הדוח התקופתי. עם זאת, ביחס לסכומי השקעות מהותיות בתקופה של 12 חודשים ממועד הדוח התקופתי מוצע לאפשר הקלה לפיה תאגיד יהיה רשאי שלא לכלול התייחסות להשקעות מהותיות עתידיות אם גילוי כאמור עלול לשבש באופן מהותי את תוכניותיו העסקיות העתידיות. למנוע השלמת פעולה או עסקה שהתאגיד צד לה, או לפגוע באופן ניכר בתנאיה. תנאי לכך הוא שהתאגיד המדווח לא פרסם ברבים מידע זה בעבר. הקלה זו מקבילה להקלה הקיימת כיום במקרה של השקעות עתידיות במחקר ופיתוח.

יז. מחקר ופיתוח - מוצע למקד את הגילוי בנושא מחקר ופיתוח במידע מהותי בלבד. כמו כן, מוצע להסיר מדרישות הגילוי פריטים אשר ניתן להפיקם מן הדוחות הכספיים, כגון: מידע על מענקי מדען ראשי / מענקי רשות החדשנות. השקעות עתידיות במחקר ופיתוח יחויבו בגילוי רק במקרים שבהם מדובר בהוצאות מהותיות שהן בעלות השפעה ממשית על פעילות התאגיד. כמו כן, מוצע להותיר את הסיפא של הוראת הגילוי הקיימת, לפיה תאגיד מדווח רשאי שלא לכלול התייחסות לעניינים המפורטים בה אם הדבר עלול לשבש מהותית את השגת יעדי הפעילות המחקרית כפי שתוכננה או למנוע השלמת פעולה או פעילות של התאגיד או עסקה שהתאגיד צד לה או שיש לו עניין בה, או להרע באופן ניכר את תנאיה, ובלבד שלא פורסם ברבים, על ידי התאגיד, מידע בדבר עניינים אלה.

יח. נכסים בלתי מוחשיים – מוצע לצמצם את דרישות הגילוי כך שהן יתמקדו אך ורק בנכסים בלתי מוחשיים מהותיים, כגון פטנטים מהותיים, בקשות לרישום פטנטים מהותיים, או סימני מסחר קריטיים לתחרות. מידע אשר אינו מהותי למודל העסקי או למעמד התחרותי של התאגיד המדווח, לא יידרש.

יט. הון אנושי – מוצע להפחית את דרישות הגילוי בנושא הון אנושי. הגילוי הנדרש יכלול פירוט של מספר העובדים בשנתיים האחרונות, באופן טבלאי ולפי מבנה ארגוני. לעומת זאת, דרישות הגילוי בנוגע להשקעות בהכשרה, לתגמולים, ולהוצאות אחרות הקשורות בהון האנושי – יבוטלו. במקום זאת, התאגיד המדווח יידרש לתת גילוי על תוכניות מהותיות שלו או התפתחויות אחרות שיש בהן להשפיע מהותית על התאגיד בהיבט ההון האנושי, כגון שינויים בהסכמים קיבוציים או עלייה בשכר המינימום, וזאת רק בהנחה שיש בכך כדי להשפיע באופן מהותי על התאגיד. בכל הנוגע לגילוי על תוכניות או התפתחויות מהותיות המשפיעות על ההון האנושי, חובת הדיווח תחול על תוכניות שהתגבשו לכדי החלטה מחייבת או כאלו שכבר הובאו לידיעת הציבור. למען הסר ספק, מטרת ההמלצה היא לתאר שינויים מהותיים שהתהוו בפועל או תוכניות מאושרות שביצוען החל אך טרם הושלם. מכאן, שלא יידרש גילוי על תוכניות פנימיות אשר טרם פורסמו לציבור, או על כוונות עתידיות המצויות בשלבי תכנון ראשוניים וטרם הבשילו לכדי החלטות מחייבות. בנוסף, מוצע לבטל את הדרישה למתן מידע נפרד על קבוצת נושאי המשרה ועובדי ההנהלה הבכירה בתאגיד, שכן, מידע כאמור נכלל במסגרת הגילוי על מדיניות התגמול ובדיווחים השוטפים של התאגיד המדווח.

כ. חומרי גלם וספקים – מוצע לבצע מספר שינויים בדרישות הגילוי הנוגעות לחומרי גלם ולספקים. ראשית, הדרישות הכלליות הקיימות כיום, ובפרט דרישות הגילוי לגבי זמינותם של חומרי הגלם העיקריים, מקורם הגיאוגרפי והיקפם – יבוטלו. מידע זה מהותי רק במקרים שבהם פרמטרים אלה מהווים גורם סיכון מהותי לתאגיד המדווח. כאשר מדובר בגורמי סיכון, קיים ממילא מקום לכלול את המידע במסגרת פרק גורמי הסיכון, וניתן לוותר על מסירתו גם במסגרת תיאור עסקי התאגיד. שנית, מוצע להסיר גם את דרישות הגילוי בנושא ספקים עיקריים וצורת ההתקשרות עמם. מניסיונם של חברי הוועדה, במרבית המקרים מידע זה אינו מהותי למשקיעים ואינו משפיע באופן מהותי על מודל הפעילות של התאגיד המדווח. יוצא מן הכלל הוא מצב שבו קיימת תלות בספק, שהוא מקרה חריג בעל משמעות עסקית גבוהה. שלישית, לפי התוספת הראשונה, קיימת כיום חובה לציין את שמו של ספק במקרה של "תלות", המוגדרת כמצב שבו לתאגיד המדווח תיגרם תוספת עלות מהותית מאוד כתוצאה מהצורך לעבור לספק אחר. מטרת דרישת הגילוי הקיימת היא להעניק למשקיעים שקיפות מלאה על גורם בעל השפעה ישירה על היכולת של התאגיד להמשיך בפעילותו התקינה, ולאפשר למשקיעים להבין האם קיים סיכון ממשי הממוקד בספק יחיד. מנגד, חשיפת שמו של ספק, אשר ביחס אליו קיימת תלות עלולה לגרום לפגיעה מסחרית בתאגיד, לרבות, פגיעה בכושר המיקוח שלו, חשיפת מידע עסקי רגיש, ומסירת מידע אסטרטגי לשחקנים אחרים בענף.

למרות זאת, מוצע להותיר את דרישת הגילוי אודות ספק בו קיימת תלות, על כנה, בשל חשיבותה להגנת המשקיעים, לאור הדרישה המקבילה ביחס ללקוחות, ובשל העובדה שממילא התלות היא רף גבוה במיוחד. עם זאת, מוצע לעדכן את הגדרת המונח "תלות". כיום, ההגדרה של מונח זה מתמקדת רק בשאלה – האם החלפת הספק תגרום לעלויות חריגות, אך ייתכנו מצבים שבהם קיימת חשיפה משמעותית גם ללא עלות החלפה גבוהה, למשל: עיכוב תפעולי

מהותי, פגיעה באיכות המוצר, צורך באישור של לקוחות קצה לשינוי ספק, או אובדן של ידע ייחודי שהיה בידי הספק. לכן, הוועדה סבורה כי יש לעבור להגדרה המעניקה חזקות של תלות, אך גם דורשת מהתאגיד המדווח להפעיל שיקול דעת מקצועי במקרים אשר אינם מתקיימים במלואם לפי ההגדרה הנוכחית. גישה זו תשקף טוב יותר את המהות הכלכלית של הסיכון ותאפשר גילוי מהותי ואיכותי יותר למשקיעים.

כא. הון חוזר ומימון - מוצע להעביר את דרישות הגילוי בנושא ההון החוזר והמימון מתוך פרק תיאור עסקי התאגיד לפרק המימון, כך שהמידע ירוכז באופן טבעי במקום שבו נדונו כלל היבטי המימון של התאגיד.

כב. סעיף השקעות - מוצע להותיר סעיף זה על כנו, היות וסעיף זה מתמקד בהשקעות מהותיות.

כג. מיסוי - מוצע לבטל את דרישות הגילוי בנושא מיסוי, כיוון שהמידע הנדרש כיום בפרק זה נכלל ממילא בביאורים לדוחות הכספיים ומכוח תקנות ניירות ערך (דוחות כספיים שנתיים), תש"ע-2010, בהתאם לדרישות התקינה החשבונאית הבינלאומית.

כד. סיכונים סביבתיים ודרכי ניהולם - מוצע לפשט את דרישות הגילוי כך שיתמקדו במידע מהותי, תוך הסרת כפילויות מול נתונים חשבונאיים והיסטוריים המופיעים בדוחות הכספיים. מוצע שהגילוי יתמקד בתיאור הסיכונים הסביבתיים אשר יש להם או צפויה להיות להם השפעה מהותית על התאגיד (סעיף 28(ב) לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף), השלכות מהותיות שיש להוראות החוקיות הנוגעות לאיכות הסביבה על התאגיד, לרבות על ההשקעות ההוניות, הרווחים והמעמד התחרותי של התאגיד (סעיף 28(ג) לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף) ופירוט עלויות והשקעות סביבתיות מהותיות צפויות, בנפרד, עד לתום השנה הנוכחית, לשנה הבאה ולתקופות שלאחר מכן (עיקרי סעיף 28(ז)(4) לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף). שינוי זה מבקש להסיר כפילויות מול הביאורים הכספיים ולהבליט עבור המשקיע את החשיפות וההתחייבויות העתידיות של התאגיד בתחום הגנת הסביבה.

כה. מגבלות ופיקוח על פעילות התאגיד - מוצע להתמקד ברגולציה מהותית בלבד, כזו שיש לה או צפויה להיות לה בעת כניסתה לתוקף השפעה ממשית על המודל העסקי או על תוצאות התאגיד. לפיכך, התיאור במסגרת סעיף זה יהיה תמציתי, וככלל, כיוון שנוסח הרגולציה והוראותיה הם בגדר מידע פומבי, הרי שיש למקד את הגילוי בהשפעות הצפויות על התאגיד ובניתוחן, חלף תיאור מפורט של האסדרה עצמה. הרגולציה שתיכלל בפרק זה תתייחס לדרישות כגון רישיונות ייחודיים, רגולציה המשפיעה על פעילות מהותית, תקנות בעלות השפעה עסקית משמעותית או רגולציה בעניינים פיננסיים או תפעוליים מהותיים. אין צורך בתיאור של כלל ההסדרה החלה על הענף, או של כל מסמך או דוח שפרסם רגולטור מסוים, אלא אם יש בהם כדי להצביע על השפעה ייחודית ומהותית על התאגיד. כיום הגילוי בנושא זה רחב מדי ולעיתים אף כולל מידע שאינו רלבנטי. במקום זאת, התאגיד נדרש למסור גילוי ממוקד לגבי: אסדרה קיימת בעלת השפעה מהותית; אסדרה עתידית בעלת השפעה מהותית ושינויים רגולטוריים מהותיים וההשפעה הפוטנציאלית של רגולציה חדשה. הוועדה מדגישה כי יש להימנע מציון מידע כללי שאינו משפיע באופן ייחודי על התאגיד.

כו. הסכמים מהותיים ושיתופי פעולה - מוצע לאחד את דרישות הגילוי הנוגעות להסכמים

מהותיים ושיתופי פעולה לסעיף אחד מרוכז, כדי למנוע כפילויות ולאפשר למשקיע תמונה בהירה ואחידה של ההתקשרויות המרכזיות של התאגיד המדווח. במסגרת סעיף זה, יידרש התאגיד למסור גילוי רק על הוראות מהותיות הנוגעות להסכמים או לשיתופי פעולה, כלומר הוראות אשר יש להן השפעה ממשית על מצבו העסקי של התאגיד, על תוצאותיו או על סיכוניו. בנוסף, דרישת הגילוי תורחב כך שמעבר למתן גילוי על הסכמים שאינם במהלך העסקים הרגיל שלו, תאגיד יידרש במתן גילוי גם על הסכם אשר נחתם במסגרת מהלך העסקים הרגיל שלו אם התאגיד תלוי בו באופן משמעותי לשם המשך פעילותו או רווחיותו. הרחבת המבחן, כאמור, מבטיחה גילוי הולם לגבי כל התקשרות המשנה את פרופיל הסיכון או מהווה גורם סיכון מרכזי לתאגיד. יצוין, כי דרישה זו עולה בקנה אחד עם הסטנדרט הנהוג בארצות הברית המחיל חובת גילוי וצירוף של הסכמים כאמור.²⁶

הוועדה מדגישה כי אין צורך לפרט הוראות חוזיות אשר אינן מהותיות, מטרת ההמלצה היא להתמקד במידע בעל השפעה כלכלית מהותית. כך, על התאגיד המדווח לתאר את ההוראות המהותיות שבכל הסכם או שיתוף פעולה, ובכלל זה תנאים עסקיים מרכזיים, התחייבויות מהותיות, מגבלות שעלולות להשפיע על פעילותו, וכן הוראות שיש להן השלכה על המשך הפעילות העסקית. הטיפול המאוחד מאפשר יצירת תמונה מלאה וברורה של ההסכמים המרכזיים של התאגיד.

כז. הליכים משפטיים – מוצע לבטל את דרישת הגילוי הקיימת בנושא הליכים משפטיים במסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד. המידע על הליכים משפטיים נדרש כבר כיום במסגרת הביאורים לדוחות הכספיים, בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי 37 – "הפרשות, התחייבויות תלויות ונכסים תלויים" ("IAS37"). במקרים שבהם להליך משפטי מסוים יש חשיפה מהותית לתאגיד המדווח, והוא משפיע באופן משמעותי על סיכוניו, יכלול מידע זה במסגרת פרק הסיכונים של הדוח התקופתי.

עם זאת, דרישת הגילוי הקיימת בסעיף 32(ח) לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף, הנוגעת לניגוד עניינים של נושא משרה ביחס להליך משפטי, תועבר לפרק הממשל התאגידי.

כח. יעדים ואסטרטגיה עסקית וצפי לשנה הקרובה – מוצע להעביר את הגילוי בנושא אסטרטגיית התאגיד והצפי לשנה הקרובה לדוח ההנהלה, שכן, במסגרת פרק זה יש מקום לניתוח קדימה, לתוכניות עתידיות ולבחינת תחזיות ברמת התאגיד.

כט. מידע בדבר שינוי חריג בעסקי התאגיד בתקופה שלאחר מועד הדוחות הכספיים ועד מועד התשקיף – מוצע להותיר את דרישת הגילוי. כמו כן, מוצע להבהיר בלשון הסעיף כי אין דרישה לחזור על מידע שנדרש ממילא מכוח התקינה החשבונאית ובפרט מכוח תקן חשבונאות בינלאומי 10 – "אירועים לאחר תקופת הדיווח" ("IAS 10").

ל. אירוע או ענין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים – מוצע להשמיט את דרישת הגילוי הנוגעת לשינוי חריג בעסקי התאגיד בעניין אירוע או ענין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים. בחינת הפרקטיקה והמצב בפועל מעלה כי אירועים מסוג זה, מעצם טבעם ומהותיותם, זוכים ממילא לגילוי, בין אם במסגרת דיווח מיידי ובין אם בראשיתו של פרק תיאור עסקי התאגיד או בחלקים אחרים בדוח התקופתי. לפיכך, הותרת סעיף זה יוצרת כפילות, והשמטתו תסייע במיקוד הדיווח ובמניעת עומס מידע.

²⁶ למען הסר ספק, הרי שבשונה מהסטנדרט הקיים בארה"ב, הוועדה אינה ממליצה על צירוף של הסכמים כאמור לדיווחי התאגיד המדווח.

לא. מידע כספי לגבי אזורים גיאוגרפיים – מוצע לבטל את דרישת הגילוי בנושא אזורים גיאוגרפיים. המידע הכמותי נדרש ממילא לפי IFRS 8 אשר מחייב גילוי לגבי אזורים גיאוגרפיים במידת הצורך. בנוסף, המידע האיכותי הנוגע למאפיינים גיאוגרפיים עולה לרוב במסגרת תיאור תחומי הפעילות. לפיכך, אין הצדקה לשכפל את המידע גם בפרק תיאור עסקי התאגיד.

לב. דיון בגורמי הסיכון – מתכונת הגילוי הקיימת בישראל, כוללת סיווג סיכונים לפי שלוש רמות השפעה: נמוכה, בינונית או גבוהה ולפי שלושה סוגים עיקריים: סיכוני מאקרו, סיכונים ענפיים וסיכונים ייחודיים לתאגיד. אף שהיררכיה זו מסייעת למשקיע להבין את מבנה הסיכונים הכללי, הוועדה מצאה כי בפועל קיימת שונות משמעותית בין תאגידים באופן דירוג הסיכונים, לרבות פערים בין השיקולים שנלקחים בחשבון בעת דירוג "נמוך", "בינוני" או "גבוה". שונות זו פוגעת ביכולת של המשקיע להשוות בין תאגידים מדווחים ולהבין את סדרי העדיפויות האמיתיים של כל תאגיד. נוסף על כך, רשימות הסיכונים המוגשות כיום הן לעיתים כלליות ואף גנריות, ואינן מבדילות באופן מספק בין סיכונים מהותיים לסיכונים שוליים. הוועדה ממליצה להותיר את הדירוג הקיים, אך להוסיף הבהרה בתקנות למסגרת העקרונית שעומדת מאחוריו. לכן, מוצע להבהיר כי בעת דירוג רמת ההשפעה (נמוכה/בינונית/גבוהה), על התאגיד לבחון שני פרמטרים מרכזיים:

1. ההסתברות להתממשות האירוע;
2. עוצמת ההשפעה על התאגיד אם יתממש.

מעבר לשני פרמטרים אלה, על התאגיד להביא בחשבון גם את אמצעי המיתון (מיטיגציה) הקיימים, ובכלל זה: בקרות, מנגנוני ניהול סיכונים, ונסיבות ייחודיות לתהליכים בתאגיד. שילוב שלושת הרבדים יחד מוביל להצגת רמת הסיכון השיוויונית – כלומר, הסיכון לו התאגיד המדווח חשוף בפועל לאחר הפחתת ההשפעה של המנגנונים הממתנים. שילוב הפרמטרים לעיל יוצר מסגרת אחידה ומקצועית יותר להערכת הסיכון, מצמצם את הפערים בין תאגידים ומסייע למשקיעים לקבל תמונה השוואתית בהירה. הוועדה סבורה כי תאגידים מדווחים יכולים לשקול לכלול בחלק זה גם מפת סיכונים ("מפת חום") – כלי ויזואלי המציג את הסיכונים על ציר ההסתברות וציר חומרת ההשפעה, תוך שימוש בדרגות צבע להמחשת רמת הדחיפות והמהותיות. מדובר בהמלצה בלבד, שנועדה לסייע בהנגשת המידע למשקיעים.

לבסוף, הוועדה מבהירה כי אין צורך לגלות מידע שהוא "מן המפורסמות", כלומר מידע ציבורי וידוע שאינו ייחודי לתאגיד, אלא אם קיימת לו השלכה מהותית ומיוחדת על פעילות התאגיד.

3.2 העברת הוראות גילוי מפרק הפרטים הנוספים להלן סקירה של הוראות גילוי אשר הוועדה ממליצה להעביר מפרק הפרטים הנוספים שבדוח התקופתי אל פרק תיאור עסקי התאגיד:

א. רשימת הלוואות (תקנה 14 לתקנות הדוחות) – תקנה זו רלבנטית בעיקר לתאגידים אשר עוסקים במתן הלוואות כחלק מפעילותם. מידע זה עשוי להיות חשוב כדי להבין את פעילות התאגיד ולכן מוצע להעבירו לפרק תיאור עסקי התאגיד. יצוין, כי בהתאם לעיקרון המהותיות, תאגידים יידרשו במתן המידע רק ככל שהמידע מהותי עבורם.

ב. מסחר בבורסה (תקנה 20 לתקנות הדוחות) – מוצע להעביר את דרישת הגילוי לפרק תיאור עסקי התאגיד. מוצע כי הוראת הגילוי תחייב את התאגיד המדווח לפרט האם מניותיו נסחרות

בבורסה, האם קיימת הפסקת מסחר או השעיית מסחר, וכן לפרט מאפיינים מהותיים של התאגיד הנסחר, למשל: האם מניית התאגיד מצויה ברשימת השימור; האם התאגיד מוגדר כחברת מעטפת וכיוצא בזה. הוועדה מבהירה כי חובת הגילוי מתייחסת להפסקות מסחר או השעיות מהותיות וייחודיות, ולא להפסקות מסחר טכניות ושגרתיות שהתרחשו במהלך שנת הדיווח. מטרת הגילוי היא להבטיח כי המשקיע יקבל תמונה מהותית, מלאה ונגישה לגבי מאפייני המסחר של התאגיד המדווח ורמת הסחירות שלו.

4. סיכום

הוועדה בחנה את מבנהו ותוכנו של פרק תיאור עסקי התאגיד, תוך בחינה של כל דרישות הגילוי הקיימות, התפתחויות רגולטוריות וחשבונאיות, הצרכים המשתנים של ציבור המשקיעים, והמציאות העסקית והטכנולוגית העדכנית. מטרת עבודתה הייתה ליצור מסגרת גילוי ממוקדת, אשר משרתת את המשקיעים באופן מיטבי ומאפשרת להם להבין את פעילות התאגיד המדווח, את הסיכונים המרכזיים ואת מאפייני המודל העסקי שלו, ללא העמסה של מידע שאינו תורם לקבלת החלטות השקעה.

הוועדה סבורה כי יישום המלצותיה דלעיל, יוביל לשיפור משמעותי ברמת הגילוי, בהשוואתיות ובאיכות הדוח התקופתי, תוך הנגשת מידע מהותי וייחודי לכל תאגיד מדווח. מסגרת זו מבטיחה כי ציבור המשקיעים יקבל כלי גילוי יעיל, ממוקד ופשוט לניווט, המשרת את מטרות המשקיעים ואת טובת שוק ההון בישראל.

סיכום עיקרי המלצות הוועדה לפרק תיאור עסקי התאגיד:

א. הטמעת עיקרון המהותיות בתוך דרישות הגילוי - הוועדה ממליצה לעגן את עיקרון המהותיות במפורש בתוך דרישות הגילוי עצמן, כך שהגילוי יתמקד אך ורק במידע בעל ערך ממשי למשקיע. התאגיד המדווח יידרש להפעיל שיקול דעת מקצועי ולמסור מידע רק כאשר הוא מהותי להבנת פעילותו, הסיכונים והמגמות, ולהימנע מהצפת מידע טכני או פורמלי שאינו תורם להבנה זו. מידע לא מהותי לא יימסר גם אם קיימת דרישה פורמלית, ומידע מהותי יימסר גם אם אינו מופיע ברשימת הגילוי.

ב. התאמת מבנה הפרק למבנה הדוח התקופתי - הוועדה ממליצה להתאים את פרק תיאור עסקי התאגיד למבנה הדוח המעודכן, ובפרט לשילוב פרקים חדשים ולמעבר מדוח דירקטוריון לדוח הנהלה.

ג. צמצום כפילויות וריכוז מידע לפי נושאים - הוועדה ממליצה להסיר כפילויות בין דרישות הגילוי בתקנות השונות לבין דרישות התקינה החשבונאית הבינלאומית, ולמסור מידע נוסף רק כאשר הדיווח בהתאם לתקינה החשבונאית הבינלאומית אינו מספק מענה מהותי. כך תימנע חזרה על מידע זהה במספר פרקים בדוח התקופתי.

ד. הסרת מידע כללי שאינו ייחודי לתאגיד המדווח - הוועדה ממליצה שלא לכלול בדוח התקופתי מידע כללי ופומבי, המתעדכן תדירות או שאינו ייחודי לתאגיד המדווח, כגון: נתונים ענפיים או מידע הנגיש לציבור ממקורות אחרים.

חלק ד' | פרק ממשל תאגידי

הממשל התאגידי בתאגידים מדווחים חיוני להגנת המשקיעים ולקידום תפקוד תקין של שוק ההון. הממשל התאגידי קובע את מערך האיזונים והבלמים בין ההנהלה, הדירקטוריון ובעלי המניות, ונועד להבטיח שהחלטות מתקבלות בידי האורגנים המתאימים לטובת התאגיד וציבור המשקיעים ותוך פיקוח על ניגודי עניינים. ממשל תאגידי נאות גם משפר את איכות הדיווח לציבור, מסייע לתאגידים להפחית את עלות ההון שלהם ומשפר את הנגישות שלהם למימון.

מתן מידע לציבור המשקיעים בנוגע לאיכות הממשל התאגידי בתאגידים מדווחים הינו אחת ממטרות משטר הדיווח. משקיעים מוסדיים ואחרים עושים לעיתים שימוש במידע זה לצורך החלטות השקעה או הצבעה.

הוועדה בחנה את הוראות הגילוי הקיימות בתחום הממשל התאגידי. כיום, הוראות גילוי אלו מפוזרות לאורך הפרקים השונים בדוח התקופתי, כמו גם בדיווחים מיוחדים. כך למשל, במסגרת פרק ד' של הדוח התקופתי המכונה "פרק הפרטים הנוספים", על התאגיד המדווח לפרט אודות היבטים מסוימים של ממשל תאגידי, לרבות תגמולים לבעלי עניין ולנושאי משרה בכירה ועסקאות בעלי עניין. במקביל, במסגרת דוח הדירקטוריון התאגיד המדווח נדרש לדווח על היבטים אחרים של ממשל תאגידי, דוגמת גילוי על המבקר הפנימי ורואה החשבון המבקר.

בהתאם להחלטתה לקבוע מבנה סדור לדוחות העיתיים, בחנה הוועדה את הצורך בריכוז דרישות גילוי אלה תחת פרק ממשל תאגידי ייעודי. גם הערות ציבור בעקבות הקול הקורא הצביעו על הצורך בהצגה מרוכזת, ברורה ונגישה של נושאי הממשל התאגידי.

לאור האמור, הוועדה ממליצה כי כלל דרישות הגילוי אודות ממשל תאגידי יאוחדו בפרק ייעודי בדוח התקופתי - פרק הממשל התאגידי. ריכוז המידע בפרק ייעודי יאפשר לקוראים לקבל תמונה שלמה, מסודרת ונגישה של מנגנוני הפיקוח, הבקרה והשקיפות בתאגיד, מבלי לחפש מידע לגביהם בין הפרקים השונים של דוח התקופתי. הצגת המידע בפרק נפרד תסייע גם למשתמשי הדוחות שיש להם עניין במידע על הממשל התאגידי של תאגידים מדווחים בין לצורך החלטות השקעה ובין לצורך החלטות הצבעה או התנהלות מול הנהלת התאגיד. ריכוז המידע יאפשר גם השוואתיות בין תאגידים וניתוח מגמות כלליות בשוק.

במסגרת בחינת מאפייניו של פרק הממשל התאגידי המוצע, הוועדה סקרה את מכלול הוראות הגילוי הקיימות הנוגעות להיבטי הממשל התאגידי ובחנה את הצורך בהוספת הוראות גילוי חדשות. יצוין, כי בספרות האקדמית והמקצועית יש מחלוקת בנוגע לאפקטיביות של דרישות גילוי בהיבטים מסוימים של ממשל תאגידי, כגון תגמול נושאי משרה. הוועדה לא ראתה לנכון להידרש למחלוקות הקיימות בספרות בנוגע למתכונת הגילוי האופטימלית ביחס להיבטים ספציפיים של ממשל תאגידי. ככלל, המלצות הוועדה בפרק זה מתבססות על דרישות הגילוי הקיימות ומציעות תיקונים במענה לשינויים בחקיקה, בתנאי השוק או להערות הציבור.

כמו כן, ובעקבות הערות שהתקבלו מן הציבור בנושא, בחנה הוועדה את הוראות הגילוי שהופיעו בשאלון ממשל תאגידי שפורסם בשנת 2012 על-ידי רשות ניירות ערך.

שאלון הממשל התאגידי פורסם בזמנו לאחר תיקון 16 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות") במסגרתו נוספו הוראות ממשל תאגידי מומלצות בתוספת הראשונה לחוק החברות. בהתאם להמלצות ועדת גושן²⁷, הוראות אלו נועדו להוות רף ראוי אך לא מחייב של ממשל תאגידי, אשר הציות להן יקבל ביטוי בגילוי לציבור על מנת להוות אינדיקציה לאיכות הממשל התאגידי, וכן לתמרץ תאגידיים לשפר את מערך הממשל התאגידי שלהם. אם כן, שאלון הממשל התאגידי נועד לשמש כלי גילוי מובנה ואחיד, המרכז בפני קוראי הדוח התקופתי תמונה של מערך הממשל בתאגידי המדווח, ובכלל זה, בעניינים המוסדרים בתוספת הראשונה לחוק החברות, וכן להביא בפני קוראי הדוח התקופתי מידע לגבי הרכב הדירקטוריון והוועדות, עצמאות הדירקטורים, מנגנוני בקרה ופיקוח, ניהול סיכונים, ניגודי עניינים ומדיניות תגמול.

מאחר ששאלון הממשל התאגידי לא עוגן בתקנות לפי חוק ניירות ערך, כיום תאגידיים מדווחים לא חייבים לפרסם מענה לשאלון. עם זאת, בעת שפורסמו הדוחות התקופתיים של התאגידיים המדווחים לשנת 2024, כ-93 תאגידיים בחרו לפרסמו. הוועדה בחנה את המידע הנדרש בשאלון והאם יש מקום לעגנו כהוראות גילוי מחייבות בדוח התקופתי. הוועדה ממליצה כי חלק מהנושאים הנכללים בשאלון, אשר גילויים נעשה כיום באופן וולונטרי, לאור האמור לעיל, ישולבו במסגרת הגילוי המנדטורי של פרק הממשל התאגידי בדוח התקופתי. לצד זאת, הוועדה ממליצה לרשות ניירות ערך ולמשרד המשפטים לבחון את הצורך בעדכון מערך הממשל התאגידי הוולונטרי, לרבות ההוראות המעוגנות בתוספת הראשונה לחוק החברות, ומנגנון הגילוי המתאים ביחס להוראות כאלה, ולהמליץ בהתאם על תיקונים בחוק החברות ובדיני ניירות ערך.

להלן יובאו המלצות הוועדה בדבר המבנה המוצע של פרק הממשל התאגידי ודרישות הגילוי בפרק זה.

1. הנהלת התאגיד

1.1 השליטה בתאגיד - תקנה 21א לתקנות הדוחות קובעת כי על התאגיד לתת גילוי אודות זהות בעל השליטה בו, לרבות, התייחסות להעברת שליטה בתקופת הדוח התקופתי, אם זה רלבנטי. הוועדה ממליצה להעביר דרישת גילוי זו לפרק הממשל התאגידי.

1.2 דירקטוריון התאגיד - תקנה 26 לתקנות הדוחות קובעת כי על התאגיד לתת גילוי אודות חברי הדירקטוריון שלו, לרבות פירוט של שמם, תאריך תחילת הכהונה, חברות בוועדות הדירקטוריון אם זה רלבנטי, השכלתם והניסיון התעסוקתי שלהם בחמש השנים האחרונות. הוועדה ממליצה להעביר דרישת גילוי זו לפרק הממשל התאגידי.

בנוסף, הוועדה ממליצה להוסיף את דרישות הגילוי הבאות:

(א) גילוי על חברות ציבוריות אחרות בהן מכהן הדירקטור - בהתאם לתקנה 26 לתקנות הדוחות, על התאגיד לפרט על השכלתו וניסיונו העסקי של הדירקטור בחמש השנים האחרונות, תוך פירוט התאגידיים בהם משמש כדירקטור. כלומר, במסגרת גילוי זה נכלל גם מידע על כהונות נוספות של הדירקטור, כך שעל פניו, חובת הגילוי הקיימת מתייחסת למידע בדבר כהונת הדירקטור בחברות ציבוריות אחרות. עם זאת, ולאור העובדה שחשיבות המידע בדבר כהונה מקבילה של דירקטורים בחברות ציבוריות עלתה בהערות גורמים שונים כמידע שנדרש לצורך לקבלת החלטה בעת הצבעה על מינוי דירקטורים, הוועדה ממליצה לקבוע לגביו

²⁷ המלצות ועדת גושן אשר הוקמה על ידי רשות ניירות ערך, הוגשו ליו"ר הרשות ופורסמו בינואר 2006: <https://www.new.isa.gov.il/nav-index/supervised-publications/eitonot-040106>

דרישת גילוי מפורטת וברורה, באופן שיבליט את החברות הציבוריות האחרות שבהן מכהן הדירקטור. הגילוי האמור צפוי לאפשר למשקיעים להעריך את רמת המחויבות והעצמאות של הדירקטורים כמו גם המקצועיות שלהם. יובהר, כי אין בהמלצה זו כדי לגרוע מדרישת הגילוי הקיימת על השכלתו וניסיונו העסקי של הדירקטור בחמש השנים האחרונות, אלא בהבלטת הגילוי בדבר כהונתו כדירקטור בחברות ציבוריות אחרות מיתר הגילוי.

(ב) גילוי על מגדר הדירקטור - כיום, תאגיד מדווח מוסר מידע באופן שוטף על מצבת נושאי המשרה הבכירה בו, מכוח תקנה 34(ד) לתקנות הדוחות, כאשר במסגרת הדיווח האמור, התאגיד מציין את מגדר נושא המשרה. לאור האמור, ולצורך הצגת מידע עקבי בדיווחים המיידים ובדוחות התאגידיים המדווחים, הוועדה ממליצה להוסיף דרישת גילוי כאמור ככל שנמסר על ידי הדירקטורים. בהקשר זה, יש לציין, כי הדירקטורים לא יהיו מחויבים למסור לתאגיד המדווח מידע אודות המגדר שלהם, וחובת הגילוי האמורה תקום רק אם הם מסרו מידע שכזה לתאגיד המדווח.

1.3 נושאי משרה בכירה - תקנה 26א לתקנות הדוחות קובעת כי על התאגיד לתת גילוי על נושאי המשרה הבכירה בו לרבות פירוט של שמם, תאריך תחילת הכהונה, השכלתם והניסיון התעסוקתי שלהם בחמש השנים האחרונות. הוועדה ממליצה להעביר דרישת גילוי זו לפרק הממשל התאגידי. בנוסף, וכמפורט לעיל, מוצע להוסיף דרישת גילוי בדבר מגדר הדירקטור, וזאת ככל שנושא המשרה מסר פרט זה. הוועדה ממליצה כי דרישה זו תחול לא רק על דירקטורים, אלא גם על נושאי המשרה הבכירה בתאגיד, כך שהגילוי ביחס למגדר יינתן באופן עקבי ומקיף לגבי כלל הגורמים המרכזיים בניהול ובפיקוח של התאגיד.

1.4 דירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית - תקנה 10(ב)(9) לתקנות הדוחות קובעת כי על התאגיד לתת גילוי על מדיניותו לעניין דירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית, לרבות, המספר המזערי הנדרש של דירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית, נימוקי הדירקטוריון בעניין זה, וכן החלטות ונימוקי הדירקטוריון בדבר שינוי המספר המזערי ככל ששונה בתקופת הדוח. בנוסף, על התאגיד לציין את זהות חברי הדירקטוריון בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית, ניסיונם, השכלתם וכישוריהם. הוועדה ממליצה להעביר דרישת גילוי זו לפרק הממשל התאגידי.

1.5 דירקטורים בלתי תלויים - תקנה 10(ב)(9א) לתקנות הדוחות קובעת כי על התאגיד לתת גילוי על הוראות בתקנון ההתאגדות שלו לעניין דירקטורים בלתי תלויים, לרבות, לגבי שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים הנדרש, התייחסות התאגיד לשינוי תקנון בעניין זה בתקופת הדוח וכן פעולות בהם נקט התאגיד לצורך עמידה בשיעור הנדרש, אם הוא אינו עומד בו. הוועדה ממליצה להעביר דרישת גילוי זו לפרק הממשל התאגידי.

1.6 מינוי וסיום כהונת דירקטורים - סעיף 59 לחוק החברות קובע כי דירקטורים ימונו באסיפה הכללית השנתית, אלא אם נקבע אחרת בתקנון. קרי, כל תאגיד יכול לקבוע הוראות שונות לעניין אופן מינוי וסיום כהונת דירקטורים ומשך כהונתם. כך למשל, בעוד מרבית התאגידיים המדווחים מאמצים את ברירת המחדל אשר בחוק החברות, ישנם תאגידיים אשר קובעים בתקנונם כי בכל שנה, התאגיד עשוי להחליף רק חלק מחברי הדירקטוריון (להלן: "דירקטוריון מדורג").²⁸ בשים

²⁸ בימים אלו מקודמת הצעת חקיקה לתיקון חוק החברות וזאת לצורך תיקון דרישות החוק לעניין ממשל תאגידי בחברות ציבוריות אשר אין בהן בעל שליטה. במסגרת תיקון זה צפויה להיקבע הוראה המגבילה את מנגנון הדירקטוריון המדורג. סעיף החוק המוצע קובע כי תקופת כהונתו של דירקטור תסתיים לכל המאוחר בתום האסיפה השנתית השלישית שתתקיים לאחר מועד המינוי, או לכל המאוחר בתום שלוש שנים מתחילת תקופת כהונתו.

לב לחשיבות זהותם ותקופת כהונתם של חברי הדירקטוריון, הוועדה ממליצה להוסיף דרישת גילוי כך שתאגיד מדווח ימסור במסגרת פרק הממשל התאגידי, את הפרטים הבאים:

- (א) תקופת המינוי של הדירקטורים, לרבות, קיומו של דירקטוריון מדורג.
- (ב) הרוב הנדרש לסיום כהונת דירקטורים באספה הכללית וכן קיומן של מגבלות על סיום הכהונה, ככל שהדבר רלבנטי.
- (ג) הרוב הקבוע בתקנון לשינוי הוראות אלו.
- (ד) **ישיבות הדירקטוריון** - לאחר בחינת התייחסויות הציבור לדוח הביניים, מציעה הוועדה לעגן כדרישת גילוי מחייבת את חובת הדיווח על מספר ישיבות הדירקטוריון שהתקיימו בתקופת הדוח, תוך פילוח המידע גם לישיבות של ועדות הדירקטוריון המוקמות מכוח דיני החברות, קרי, ועדת הביקורת, ועדת הדוחות הכספיים וועדת התגמול (להלן: "ועדות הדירקטוריון"). בכל הנוגע לשיעור ההשתתפות של הדירקטורים, החליטה הוועדה כי על התאגיד המדווח יהיה לציין באופן שמי את שמו של כל דירקטור מכהן אשר השתתף בפחות מ-75% מסך ישיבות הדירקטוריון או בפחות מ-75% מסך ישיבות ועדות הדירקטוריון, ככל שהינו חבר בהן. יובהר, כי המידע יינתן במסגרת פרק הממשל התאגידי בדוח התקופתי, אך גילוי כאמור גם יסייע לבעלי המניות בעת קבלת החלטה על חידוש המינוי של כל אחד מהדירקטורים.

הוועדה התרשמה כי מידע כזה נדרש כיום על ידי משקיעים. דרישת גילוי זו, המקובלת בשווקים הבינלאומיים²⁹, תאפשר למשקיעים להעריך את מידת המעורבות, האחריות והאפקטיביות של הדירקטוריון וכל דירקטור בפיקוח על ניהול התאגיד. השתתפות סדירה בישיבות מהווה אינדיקציה למעורבות פעילה ולמילוי התפקיד הנדרש מדירקטור, בעוד היעדרות תכופה עשויה להצביע על פגיעה ביכולת הפיקוח והבקרה. בנוסף, מדובר במידע רלבנטי למשקיע בבואו לגבש עמדה לקראת החלטה על אישור מינוי של דירקטור או הארכת כהונתו, שכן הוא משקף בפועל את תרומתו ואת מחויבותו לתפקיד.

2. תגמול

2.1 תגמולים לנושאי משרה בכירה - תקנה 21 לתקנות הדוחות קובעת מהו הגילוי הנדרש על תגמולים שניתנו לנושאי משרה בתאגיד. בהתאם להוראות התקנה, על התאגיד לפרט על התגמולים שניתנו לחמשת נושאי המשרה בעלי התגמולים הגבוהים ביותר בתאגיד עצמו או בתאגיד בשליטתו, אם התגמולים ניתנו לנושא המשרה בקשר עם כהונתו.

במרוצת השנים התקבלו לא פעם פניות של גורמים שונים בנוגע לביצוע שינוי אפשרי בתקנה 21 לתקנות הדוחות. יתר על כן, לאורך השנים עלו טענות כי התקנה האמורה אינה אפקטיבית. בספרות המקצועית יש טענות כי הגברת השקיפות ביחס לתגמול נושאי משרה, כפי שמקובל כיום במדינות רבות, הובילה לעליית שכר בחברות הציבוריות. גם במסגרת הערות הציבור לקול הקורא, קיבלה הוועדה מספר הערות והצעות לשינוי התקנה.

כאמור, הוועדה לא בחנה מחדש את ההצדקה לדרישות הגילוי בנוגע לתגמול בכירים. עם זאת, בדוח הביניים, המליצה הוועדה על שינויים מסוימים בדרישות הגילוי במסגרת המתכונת הקיימת. לאחר בחינת התייחסות הציבור לדוח הביניים, הוועדה ממליצה כי תאגיד מדווח יידרש לתת גילוי על תגמולי נושאי המשרה הבאים:³⁰

²⁹ יצוין, בהקשר זה, כי בארה"ב קיימת דרישת גילוי אודות מספר ישיבות הדירקטוריון שהתקיימו בשנת הדיווח, וכן, דרישה לגילוי שמי ביחס לדירקטור מכהן אשר השתתף בפחות מ-75% מישיבות הדירקטוריון וועדותיו אשר בהן הוא חבר.

³⁰ על-פי הנוסח הקיים של תקנה 21 לתקנות הדוחות, מוטלת על התאגיד החובה למסור גילוי על שלושת נושאי המשרה בעלי התגמולים הגבוהים

(א) מנכ"ל התאגיד.

(ב) יו"ר דירקטוריון התאגיד.

(ג) שלושת נושאי המשרה, שאינם מנכ"ל ויו"ר התאגיד, בעלי התגמולים הגבוהים ביותר בתאגיד או בתאגיד בשליטתו, אם התגמולים ניתנו לנושא המשרה בקשר עם כהונתו. עם זאת, אם עלות העסקתו הכוללת של מי מנושאי המשרה הללו נמוכה מעלות שנתית של 1,000,000 ש"ח צמוד למדד המחירים, ושכרו לא אושר בחריגה ממדיניות התגמול, התאגיד לא ידרש לתת גילוי על התגמול שלו.

הוועדה סבורה כי השינוי המוצע, ובפרט, קביעת סף המינימום, יבטאו איזון נכון יותר בין תכלית הגילוי בנוגע לתגמול בכירים לבין החשש לפגיעה ביכולת ההעסקה של התאגיד. כמו כן, הוא ימקד את הגילוי בתגמולים החריגים או משמעותיים יותר בתאגיד שההיקף שלהם מצדיק גילוי.

הפחתת מספר נושאי המשרה נועדה גם להתאים את משטר הגילוי להוראות חוק החברות. בהתאם להוראות סעיף 267א לחוק החברות, מדיניות התגמול מאושרת על ידי האסיפה הכללית. מדיניות זו קובעת מראש את המסגרת הכללית לתנאי ההעסקה והשכר של נושאי המשרה, לרבות עקרונות, תקרות והאיזונים הנדרשים בין תגמול קבוע למשתנה. על כן, כאשר התגמול של נושאי המשרה עולה בקנה אחד עם מדיניות התגמול שאושרה בידי האסיפה - פוחת הצורך בגילוי פרטני ומלא לגבי כל נושא משרה.

יצוין, כי שכרם של מנכ"ל התאגיד ויו"ר דירקטוריון התאגיד נדרש באישור אסיפה כללית ומשכך מידע לגביו יינתן גם במסגרת הגילוי הנדרש לאישורם באסיפה. כמו כן המידע על תגמולים של נושאי משרה שהינם בעלי שליטה או קרוביהם יינתן במסגרת תקנה 22 לתקנות הדוחות בהיותן התקשרויות שיש לבעל השליטה בהן עניין אישי. על כן גילוי לגבי הגורמים האמורים יינתן ללא קשר לגובה התשלום.

ביחס להגדרת סף המינימום, החליטה הוועדה בשים לב להערות הציבור ומשיקולים של פשטות ובהירות, שלא לקשור את סף המינימום לשכרו של מנכ"ל משרד ממשלתי, אלא לקבוע אותו על 1 מיליון ש"ח, כאשר סכום זה יתעדכן בהתאם לשינויים במדד המחירים לצרכן.³¹ כמו כן, יצוין כי הבחינה האם תגמול של נושא המשרה עולה על סף המינימום תעשה בהשוואה לעלות הכוללת של התגמול של נושא המשרה, לרבות, מענקים, תגמול הוני וכל הטבה אחרת. בנוסף, לצד העדכון ביחס לאמור, ולשם יצירת הרמוניה חקיקתית, הוועדה ממליצה לשקול ולקדם תיקון מקביל לתקנה 2 לתקנות החברות (הקלות לעניין החובה לקבוע מדיניות תגמול), תשע"ג-2013, במסגרתו ישונה הרף הקבוע כיום בתקנה לעניין חברות הפטורות מאישור האסיפה הכללית למדיניות התגמול.

בנוסף, הוועדה ממליצה להעביר את דרישת הגילוי הקבועה בתקנה 29א(4) לתקנות הדוחות, בדבר מתן גילוי על כתב פטור, ביטוח או התחייבות לשיפוי שניתן לנושא המשרה, כך שתופיע תחת תגמולי נושאי המשרה.

³¹ ביותר בתאגיד עצמו, וזאת בנוסף לגילוי הנדרש על חמשת נושאי המשרה בעלי התגמולים הגבוהים ביותר בתאגיד או בתאגיד בשליטתו. מאחר שלא תמיד ישנה חפיפה מלאה בין שתי קבוצות אלה, ייתכנו מקרים שבהם יידרש גילוי ביחס ליותר מחמישה נושאי משרה. מובהק, כי גם אם תתקבל המלצת הוועדה, תידרש החברה להמשיך ולמסור גילוי לגבי שלושת נושאי המשרה בעלי התגמולים הגבוהים ביותר בתאגיד, ככל שאינם נכללים כבר במסגרת הגילוי המוצע - ואולם גם גילוי זה יהיה כפוף לסף המינימום.

³¹ ההמלצה בדוח הביניים התייחסה לכפל שכר מנכ"ל משרד ממשלתי. בשל השונות בין משרדי הממשלה השונים וכדי להקל על התאגידים המדווחים בוצע עיגול של כפל שכר של מנכ"ל משרד ממשלתי, נכון למועד הדוח.

2.2 אישור שכר נושא משרה בהליך אובר רולינג (Over ruling) - סעיפים 267א(ג), 272(ג) ו-272(ג)(3) לחוק החברות קובעים כי ביחס להחלטות מסוימות ובמקרים מיוחדים, רשאים ועדת התגמול והדירקטוריון לאשר החלטה גם מקום בו האסיפה הכללית התנגדה לה (להלן: "אובר רולינג"). האפשרות לבצע אובר רולינג עוגנה ביחס לשלוש החלטות - קביעת מדיניות תגמול לנושאי המשרה; התקשרות של תאגיד עם מנכ"ל באשר לתנאי כהונתו והעסקתו; וכן התקשרות של התאגיד עם נושא משרה שאינו דירקטור או מנכ"ל בתנאי כהונה והעסקה שאינם תואמים את מדיניות התגמול.

כפי שהובהר בהרחבה במסגרת עמדת סגל משפטית 28-101 אותה פרסמה הרשות בדצמבר 2024, סגל הרשות סבור שההחלטה לביצוע אובר רולינג מהווה אירוע מהותי המחייב את התאגיד לפרסם דיווח מיידי המפרט את החלטות ועדת התגמול והדירקטוריון והשיקולים שהנחו אותם בביצוע ההחלטה.

כיוון שאירוע אובר רולינג מהווה חלק מהיבטי הממשל התאגידי בתאגיד, הוועדה ממליצה להוסיף **דרישת גילוי** כך שאם בוצע אירוע אובר רולינג בשנת הדיווח, על התאגיד יהיה לציין זאת בדוח התקופתי במסגרת פרק הממשל התאגידי, תוך הפניה לדיווח הרלבנטי. יובהר כי דרישת גילוי דומה נכללת כיום בשאלון הממשל התאגידי, והוועדה ממליצה לעגן אותה כדרישת גילוי מחייבת.

2.3 אירוע השבה (Clawback) - סעיף 2 לחלק ב' של התוספת הראשונה א' לחוק החברות, קובע כי במסגרת מדיניות התגמול, על התאגיד לקבוע תניה בדבר חובת השבה של תגמולים ששולמו לנושא משרה, אם הללו שולמו על בסיס נתונים בדוחות הכספיים, אשר לאחר מכן התבררו כמוטעים והוצגו מחדש. על פי תניה זו, ככל שנושא המשרה קיבל סכום שהיה גבוה מהסכום לו הוא היה זכאי אלמלא הטעות בדוחות הכספיים, עליו להשיב סכום זה. יובהר, כי אמנם אין כל צורך בקשר סיבתי בין התנהגות נושא המשרה לבין קיומה של טעות, אך ברור שהאמור משפיע על תגמול נושא המשרה.

אירוע של השבה הינו אירוע חריג במהותו, שכן הוא נובע מטעויות בדוחות הכספיים אשר אינן אמורות לקרות כדבר שבשגרה. בשים לב לאמור, הוועדה ממליצה להוסיף **דרישת גילוי**, לפיה יהא על התאגיד המדווח לתת גילוי על אירוע השבה לרבות מהות האירוע, שמו של נושא המשרה שעליו להשיב את הסכום וכן הסכום שהושב וזאת במקרים הבאים:

(א) טעות מהותית בדוחות הכספיים אשר הובילה לחובת השבה.

(ב) טעות שאינה מהותית בדוחות הכספיים אשר הובילה לחובת השבה, וזאת, רק בהנחה שהסכום לא הושב נכון למועד פרסום הדוח התקופתי או שמדובר בסכום מהותי ביחס לתגמול של נושא המשרה.

בנוסף, על התאגיד המדווח לצרף גילוי מצרפי, ללא ציון שמות נושאי המשרה, על חובות השבה שקמו בעקבות טעויות לא מהותיות, ככל שלא קיבלו ביטוי בסעיפים לעיל.

יובהר, כי אם מדובר בטעות אשר אינה מהותית (הן בדוחות הכספיים והן ביחס לתגמול נושא המשרה) ונושא המשרה השיב את מלוא הסכום, לא יידרש גילוי פרסונלי בעניין, אלא רק גילוי מצרפי כאמור לעיל. הוועדה סבורה כי האמור מהווה את האיזון המיטבי. מחד, לבעלי המניות בתאגיד המדווח יהיה גילוי מפורט על אירועי השבה מהותיים, לרבות גילוי על כספים שהוחזרו וגילוי על החזרת סכומים צפויים. מאידך, יינתן גילוי מצרפי על אירועי השבה שאינם מהותיים - כך שמדובר בסכומים אשר אינם מהותיים, וכן שהכסף הוחזר במלואו.

3. עסקאות ופעולות

3.1 עסקאות עם בעל השליטה בתאגיד – תקנה 22 לתקנות הדוחות קובעת את הגילוי הנדרש בכל הנוגע לעסקאות עם בעל השליטה או שלבעל השליטה עניין אישי באישורן לרבות הצורך בהתייחסות לזהות הצדדים לעסקה, מהות העסקה ומאפייניה האיכותיים והכמותיים. בנוסף, תקנה 41 לתקנות דוחות כספיים שנתיים, קובעת את הגילוי הנדרש בדוחות הכספיים ביחס לעסקאות שביצע התאגיד עם בעלי העניין בו, לרבות, בעל השליטה. במקרים רבים, הגילוי הנדרש בהתאם לתקנה 22 לתקנות הדוחות ותקנה 41 לתקנות דוחות כספיים שנתיים הוא חופף, דבר שיוצר כפילות במידע בין הפרקים. כמפורט לעיל, אחת ממטרותיה העיקריות של הוועדה היא ביטול הכפילויות בין הפרקים השונים בדוח התקופתי. על כן, הוועדה ממליצה לבטל את תקנה 41 לתקנות דוחות כספיים שנתיים, כך שהמידע אודות עסקאות עם בעלי שליטה יינתן באופן בלעדי במסגרת פרק הממשל התאגידי. זאת, למעט גילויים מסוימים הניתנים במסגרת ביאור צדדים קשורים כנדרש בהתאם להוראות התקינה הבינלאומית.

עם זאת, כאמור לעיל, תקנה 41 לתקנות דוחות כספיים שנתיים כוללת מידע גם באשר לעסקאות עם בעלי עניין אשר אינם בעלי שליטה, וזאת בשונה מתקנה 22 לתקנות הדוחות. מידע זה עשוי להיות חשוב בתאגידי ללא גרעין שליטה. על כן, וכפי שיפורט להלן, ככל שהתיקון לחוק החברות בדבר חברות ללא שליטה יושלם, הוועדה ממליצה לבחון את הצורך בהוספת דרישת גילוי על עסקאות עם בעלי עניין מהותיים וזאת בתאגידי מדווחים ללא שליטה, בלבד.

3.2 עסקאות עם נושאי משרה בתאגידי – תקנה 29א(3) לתקנות הדוחות קובעת כי על התאגיד לפרט את החלטות התאגיד בנוגע לעסקאות חריגות של התאגיד עם נושאי משרה בו. **הוועדה ממליצה להעביר דרישת גילוי זו לפרק הממשל התאגידי.**

בנוסף, בימים אלו מקודמת הצעת חקיקה לתיקון חוק החברות וזאת לצורך תיקון דרישות החוק לעניין ממשל תאגידי בחברות ציבוריות אשר אין בהן בעל שליטה. להצעה זו צפויה להיות השפעה רחבה על הסדרי הממשל התאגידי בחברות ללא שליטה. הוועדה ממליצה כי לאחר תיקון החוק, יבחן הצורך בביצוע התאמות נוספות בפרק הממשל התאגידי, וזאת כדי להתאים את משטר הגילוי להוראות החוק המעודכנות. כך למשל, בהתאם להצעת החוק, בתאגידי ללא גרעין שליטה, נדרש יהיה לתת גילוי למדיניות המינויים.

3.3 אישור עסקה בהתאם לתקנות ההקלות – כפי שיפורט בסעיף 10 בחלק ז' לדוח זה, העוסק בדיווחים המיידיים, הוועדה ממליצה על ביטול דרישת הדיווח המיידית על אירוע כאמור תוך העברת הגילוי הנדרש לדוח התקופתי, בלבד.

3.4 פעולות שבוצעו תוך סטייה מחובות נושאי המשרה – תקנה 29א(1)-(2) לתקנות הדוחות קובעת את דרישות הגילוי לעניין פעולות שביצעו נושאי המשרה בתאגיד תוך סטייה מחובות האמונים. **הוועדה ממליצה להעביר דרישת גילוי זו לפרק הממשל התאגידי.**

3.5 הסדרי תיחום פעילות – בעל שליטה הוא גורם מרכזי בעיצוב דרכו של התאגיד – העסקית והאסטרטגית. למשקיעים חשוב לקבל תמונה מלאה על עסקיו האחרים, ככל שאלה רלבנטיים לפעילותו של התאגיד, בין היתר, על מנת להעריך ולהתמודד עם ניגודי עניינים פוטנציאליים. כך למשל, מעורבות של בעל השליטה בעסקים מתחרים או קשורים צפויה להיות רלבנטית למשקיעים בניירות הערך של התאגיד.

במקרים בהם בעל השליטה משמש גם כנושא משרה בתאגיד או כאשר לנושאי המשרה הבכירה בתאגיד קיימים עסקים פרטיים בתחום פעילותו של התאגיד, חשיבות המידע עולה, שכן אז חלות עליהם גם החובות הקבועות בחוק החברות על נושאי משרה לרבות חובת האמונים שכוללת חובה להימנע מניגודי עניינים בין התפקיד בתאגיד לבין עסקיו האישיים; להימנע מכל פעולה שיש בה תחרות עם עסקי התאגיד ולא לנצל הזדמנויות עסקיות השייכות לתאגיד על מנת להשיג לעצמו או לאחר טובות הנאה.

במקרים רבים, תאגידיים מדווחים ובעלי שליטה בוחרים לערוך הסדרי תיחום פעילות, אשר מגדירים בצורה ברורה את תחומי העיסוק שבהם רשאים בעלי השליטה לפעול מחוץ לתאגיד ואת התחומים שהם מנועים לפעול בהם. הסדרים אלו מסייעים לצמצם את אי הבהירות, לקבוע גבולות פעולה מוסכמים מראש, כדי להבטיח כי פעילותו החיצונית של בעל השליטה לא תעמוד בניגוד לאינטרסים של התאגיד. תיחום פעילות מוסדר ומוסכם כדין מייצר ודאות הן לבעל השליטה או לנושא המשרה, הן לתאגיד המדווח והן למשקיעים, ומאפשר ניהול מושכל יותר של סיכונים ניגודי העניינים במקרים שבהם לבעל השליטה יש מגוון רחב של עיסוקים נוספים.

בהמשך לכך, מתן גילוי על עצם קיומו ותוכנו של הסדר תיחום הפעילות הוא חיוני לשקיפות מלאה מול המשקיעים, שכן, הוא מאפשר להם להבין את מהות ניגוד העניינים הפוטנציאלי בין התאגיד לבעל השליטה ואת הגידור שמשפיע באופן ישיר על יכולתו של התאגיד לפעול עסקית באופן חופשי וללא מגבלות. גילוי זה מאפשר לבחון האם קיימת הפרדה מספקת בין עיסוקיו החיצוניים של בעל השליטה לבין תחומי פעילות התאגיד, ומהם המנגנונים שנקבעו כדי להבטיח עמידה בהפרדה זו. יתרה מכך, כבר בעמדת סגל משפטית מספר 20-101 בנושא גילוי בדבר הסדרי תיחום פעילות, עמדה הרשות על החשיבות המהותית של גילוי הסדרים אלה וזאת, בין היתר, לאור חובות האמונים של נושאי המשרה בתאגיד.³²

לאור האמור, הוועדה ממליצה לעגן במסגרת דוח הממשל התאגידי דרישת גילוי ספציפית ביחס להסדרי תיחום פעילות קיימים בין בעל השליטה לבין התאגיד וכן הסכמים שכאלו הקיימים בין התאגיד לבין נושאי המשרה בו. הגילוי יינתן מקום שקיימים הסכמי תיחום פעילות תוך פירוט ההסדרים שעוגנו בהסכם בין הצדדים ואופן אישור ההסכם. יצוין כי כיום, מידע זה מקבל ביטוי במסגרת הגילוי בתשקיף בנושא עסקאות בעלי עניין וכן בדוח התקופתי מכוח תקנה 22 לתקנות הדוחות. אך לאור חשיבות המידע הוועדה ממליצה ליצור דרישת גילוי נפרדת.

במסגרת דוח הביניים פנתה הוועדה אל הציבור לשם קבלת הערות ביחס לשאלה - האם בנוסף לאמור, בתאגידיים מדווחים אשר הנפיקו מניות לציבור, ראוי שיינתן גילוי בדבר קיומן של פעילויות נוספות של בעל השליטה, מנכ"ל של תאגיד ונושאי המשרה הכפופים לו, אשר עלולות להוות תחרות לתאגיד, וזאת, אף אם לא נקבע הסדר תיחום פעילות.

לאחר בחינת התייחסויות הציבור, מצאה הוועדה כי דרישת גילוי זו מעוררת מגוון רחב של שיקולים. הוועדה סברה כי, בשלב זה, אין להרחיב את דרישות הגילוי, והיא ממליצה כי סגל הרשות ימשיך לעקוב אחר אופן הדיווח בנושא זה לאור חשיבותו.

³² עמדת סגל משפטית 20-101 - לינק

4. מבקר הפנים ורואה החשבון המבקר

4.1 מבקר הפנים - תקנה 10(ב)(11) לתקנות הדוחות, ביחד עם התוספת הרביעית לתקנות הדוחות, קובעות את דרישת הגילוי בכל הנוגע לפרטים שעל התאגיד לתת אודות מבקר הפנים שלו. **הוועדה ממליצה להעביר דרישת גילוי זו לפרק הממשל התאגידי. בנוסף, הוועדה ממליצה על שינוי דרישות הגילוי** הקבועות בתוספת הרביעית לתקנות הדוחות כך שהגילוי יתמקד בנושאים מהותיים של עצמאות, כשירות ופיקוח על המבקר הפנימי, תוך הפחתת גילויים גנריים או מידע שלא מוסיף ערך.

כך, מומלץ להשאיר פירוט על מבקר הפנים עצמו - שמו, מועד תחילת כהונה, היעדר תלות, קשריו לתאגיד וההשפעה האפשרית על טיב עבודתו. מידע זה יעזור לציבור המשקיעים להעריך עצמאות וניגודי עניינים פוטנציאליים של מבקר הפנים. כמו כן, חשוב להשאיר גילוי על סיום כהונת מבקר הפנים וכן גילוי על זהות הממונה הארגוני על מבקר הפנים וזאת כאשר הוא שונה מברירת המחדל בחוק. בנוסף, מוצע לעדכן את סעיף הערכת הדירקטוריון כך שיידרש גילוי רק אם עבודת המבקר אינה סבירה או לא מגשימה את מטרותיה.

מנגד, הוועדה ממליצה להסיר או לצמצם דרישות שנתפסות כגילוי פרוצדוראלי. כך למשל דרך מינוי מבקר הפנים, המידע הנדרש על תכנית העבודה של המבקר הפנימי ודרך קביעתה וגילוי על מועדי הגשת הדוחות.

4.2 רואה החשבון המבקר - תקנה 10(ב)(12) לתקנות הדוחות, תקנה 27 לתקנות הדוחות והתוספת השביעית לתקנות הדוחות קובעות את דרישות הגילוי בכל הנוגע לפרטים שעל התאגיד לתת אודות רואה החשבון המבקר, לרבות פרטים באשר לשמו, שכר הטרחה המשולם לו, קשריו לתאגיד, ככל שישנם כאלה, וכן, שינוי בזהות רואה החשבון המבקר. **הוועדה ממליצה להעביר דרישת גילוי זו לפרק הממשל התאגידי.**

5. מידע נוסף

5.1 חקירה בעבירה כלכלית או בירור מנהלי של הרשות כנגד התאגיד - בהתאם להחלטה בתחום התאגידיים מספר 2-2013, בעניין פרטים אשר יש לצייןם על גבי עטיפות תשקיפים של חברות ושותפויות, תאגיד מדווח נדרש לכלול גילוי בדבר העובדה שהחלה חקירה בעבירה כלכלית או שהחל בירור מנהלי של הרשות כנגד התאגיד, בעל השליטה בו ו/או נושאי משרה בכירה בתאגיד ובלבד שלא קיים איסור חוקי לגילוי אודותיהם נכון לאותו מועד. עוד נדרש גילוי, מקום בו במהלך שלוש השנים שקדמו למועד פרסום התשקיף הוגש נגד מי מהם כתב אישום בעבירה כלכלית ו/או התקבלה החלטה בהליכים אלה שלפיה מי מהם ביצע הפרה של הוראות הדין.

בשים לב לחשיבות המידע למשקיעים ותרומתו להערכת הסיכונים הכרוכים בהשקעה בתאגיד המדווח, הוועדה ממליצה להוסיף דרישת גילוי בנדון גם בדוח התקופתי. הגילוי יהיה גם בהתאם למידע שפורסם בדיווח המידי (וראו לעניין זה עמדת סגל שפרסמה הרשות לעניין הדיווח על הליכי אכיפה).³³

5.2 ניגוד עניינים הנובע מהליכים משפטיים - כמפורט לעיל, הוועדה ממליצה על ביטול סעיף 32 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף, וזאת, בשל כך שמידע זה מקבל, על פי רוב, ביטוי

³³ עמדת סגל משפטית 19-104 - לינק

במסגרת הביאורים לדוחות הכספיים. עם זאת, הוועדה ממליצה להעביר את דרישת הגילוי הקבועה בסעיף 32(ח) לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף, באשר להליכים משפטיים אשר בהם בעלי עניין הם בעלי אינטרס מנוגד לאינטרס התאגידי, לפרק הממשל התאגידי. כך למשל, אם הוגשה תביעה נגזרת כנגד נושאי משרה בתאגידי המדווח, יהא על התאגידי לתת גילוי מפורט לתביעה זו במסגרת פרק הממשל התאגידי. גילוי שכזה יאפשר להבין האם קיימות מחלוקות מהותיות בין בעלי עניין לתאגידי, ולהעריך סיכונים משפטיים ו/או ניהוליים העלולים להשפיע על תפקוד נושאי המשרה וקבלת ההחלטות בתאגידי. מתן מידע כאמור יחזק את אמון השוק ויאפשר לבעלי המניות קבלת תמונה מלאה יותר אודות סביבת הסיכונים של התאגידי המדווח.

בנוסף, הוועדה ממליצה על ביטול דרישת הדיווח המיידית הקבועה בתקנה 131 לתקנות הדוחות בדבר הגילוי הנדרש על תביעות שהוגשו לבית המשפט להסרת קיפוח או למניעתו בהתאם להוראות סעיף 191 לחוק החברות, כך שמידע כאמור יקבל ביטוי במסגרת פרק הממשל התאגידי, בלבד, חלף פרסום דיווח מיידית בגינו.

5.3 גילוי אודות מדיניות תרומות - תקנה 10(ב)(6) לתקנות הדוחות קובעת את דרישת הגילוי בכל הנוגע למידע אותו יש לתת אודות מדיניות התאגידי בנושא תרומות, לרבות, היקף התרומות בשנת הדיווח ופירוט הקשרים עם מקבלי התרומות, ככל שישנם. הוועדה ממליצה להעביר דרישת גילוי זו לפרק הממשל התאגידי.

תקנות שיבוטלו

כאמור לעיל, הוועדה בחנה את כלל הוראות הגילוי בתחום הממשל התאגידי. במסגרת בחינה זו, בחנה הוועדה את כלל הוראות הגילוי הקיימות גם בפרק הפרטים הנוספים. לאחר בחינה זו, הוועדה סבורה כי ישנן תקנות אשר ניתן לבטלן, וזאת, לאור אי מהותיות המידע המובא לפיהן או מכיוון שהמידע ניתן במתכונת זהה או דומה במקום אחר בדוח התקופתי. להלן פירוט התקנות אשר הוועדה ממליצה על ביטולן:

א. תמצית דוחות על הרווח הכולל הרבעוני - תקנה 10א לתקנות הדוחות קובעת כי על תאגידי להציג את תמצית הדוח על הרווח הכולל לכל אחד מהרבעונים במהלך השנה. מידע זה מוצג במסגרת דוח ההנהלה, ועל כן אין צורך בהצגתו בשנית בפרק נוסף בדוח התקופתי. לעניין גילוי על נתוני הרבעון הרביעי, ראו הרחבה במסגרת פרק דוח ההנהלה. על כן, הוועדה ממליצה על ביטול תקנה זו.

ב. חברות בנות וכלולות - תקנות 11-13 לתקנות הדוחות מחייבות מתן גילוי בנושאים שונים הנוגעים לחברות מוחזקות, כגון: פירוט החברות, נתוני רווחיות, שינויים בהשקעות וכיוצא בזה. עם זאת, כיום גם תקני החשבונאות הבינלאומיים קובעים דרישות גילוי על חברות מוחזקות, דבר שלעיתים יוצר כפילויות עם הגילוי הקיים מכוח התקנות.

כאמור, אחת ממטרות הוועדה היא הסרת כפילויות בין פרקים שונים המרכיבים את הדוח התקופתי, וזאת כחלק ממהלך כולל לפישוט רגולטורי וליצירת חפיפה מינימאלית בין דרישות הגילוי השונות. במסגרת בחינה זו נבדקו הפערים הקיימים בין דרישות גילוי לפי התקנות השונות לבין דרישות הגילוי במסגרת תקני החשבונאות הבינלאומיים. במהלך בחינה זו, אותרו מספר פערים נקודתיים בין דרישות התקנות השונות לדרישות תקני החשבונאות הבינלאומיים, אך הוועדה סבורה כי פערים אלה אינם מהותיים במידה המצדיקה שמירה על נוסח התקנות הרלבנטיות במתכונתן.

הנוכחית. ככל שפריט מידע מסוים הוא מהותי למשקיעים, הוא ממילא אמור למצוא את מקומו במסגרת פרקים אחרים בדוח התקופתי באופן שמתואם יותר עם מבנה הדיווח המוצע. על כן, הוועדה ממליצה על ביטול תקנות אלו.

ג. החזקות בעלי עניין ונושאי משרה בכירה – תקנה 24 לתקנות הדוחות קובעת כי, אחת לרבעון, על התאגיד המדווח לפרסם את שיעורי ההחזקה של בעלי העניין ונושאי המשרה הבכירה בו, תוך פירוט שיעור ניירות הערך שבעל העניין או נושא המשרה מחזיק, לרבות בדילול מלא. כיום, התאגידים המדווחים מפרסמים מידע זה במסגרת דיווח מיידי ייעודי על גבי טופס דיווח ת-077, וזאת כנדרש לפי תקנה 33(ג)-(ד) לתקנות הדוחות. הכללת דרישת מתן מידע זה גם במסגרת הדוח התקופתי, יוצרת כפילות, ועל כן, הוועדה ממליצה על ביטול תקנה זו.

ד. הון רשום, הון מונפק וניירות ערך המירים ומרשם בעלי מניות – תקנות 24א ו-24ב לתקנות הדוחות קובעות כי על התאגיד לדווח על הונו הרשום והונו המונפק, לרבות, התייחסות לניירות ערך המירים וכן פירוט מרשם בעלי המניות שלו. מידע זה מקבל ביטוי במסגרת דיווחיו השוטפים של התאגיד המדווח. כך למשל, בעת שחל שינוי במרשם בעלי המניות של התאגיד, על התאגיד המדווח לפרסם דיווח מיידי הכולל מרשם בעלי מניות עדכני, וזאת מכוח תקנה 31א לתקנות הדוחות. בנוסף, חלק מהמידע הנדרש לפי התקנות האמורות מקבל ביטוי במסגרת הביאורים לדוחות הכספיים, בהתאם להוראות התקינה החשבונאית הבינלאומית. דרישת מידע זה גם במסגרת הדוח התקופתי יוצרת כפילות במידע. על כן, הוועדה ממליצה על ביטול תקנות אלה.

ה. מען רשום – תקנה 25א לתקנות הדוחות קובעת כי על התאגיד המדווח לפרט את המען הרשום שלו, כתובת הדואר האלקטרוני, מספרי הטלפון והפקס שלו. מידע זה מקבל ביטוי במסגרת דיווחיו השוטפים של התאגיד וזאת מכוח תקנה 31 לתקנות הדוחות. בשים לב לכך, הוועדה סבורה כי אין ערך במתן מידע זה גם במסגרת הדוח התקופתי.

ו. מורשי חתימה של התאגיד – תקנה 26 לתקנות הדוחות קובעת כי על התאגיד לפרט אודות מספר מורשי החתימה העצמאיים שלו. בהתאם להוראות תקנה 26א(3) לתקנות הדוחות, בפירוט אודות נושאי המשרה, על התאגיד לציין מפורשות אם נושא משרה בכירה הוא מורשה חתימה. על כן, הוועדה ממליצה על ביטול תקנה זו.

ז. שינוי בתקנון או בתזכיר – תקנה 28 לתקנות הדוחות קובעת כי התאגיד המדווח נדרש לתת גילוי על כל שינוי בתזכיר או בתקנון שנעשה בתקופת הדוח התקופתי. מידע זה מקבל ביטוי במסגרת הדיווחים השוטפים של התאגיד וזאת בהתאם להוראות תקנה 31 לתקנות הדוחות. תקנה זו קובעת כי לאחר כל שינוי כאמור, על התאגיד לפרסם את נוסח התיקון וכן את נוסח התקנון או התזכיר המעודכן. על כן, הוועדה ממליצה על ביטול תקנה זו.

ח. המלצות והחלטות הדירקטורים – תקנה 29 לתקנות הדוחות קובעת כי על התאגיד המדווח לתת גילוי על המלצות הדירקטורים בפני האסיפה הכללית והחלטותיהם שאינן טעונות אסיפה כללית בנושאים הבאים: תשלום דיבידנד או ביצוע חלוקה, שינוי הון רשום, שינוי תזכיר או תקנון של התאגיד, פדיון ני"ע בני פדיון ופדיון מוקדם של אגרות חוב, וכן עסקה שאינה בהתאם לתנאי השוק בין התאגיד ובעל ענין בו.

עם זאת, המידע אודות אירועים אלו, וזאת, למעט מידע על עסקה של תאגיד עם בעל עניין בו, מקבל ביטוי במסגרת הדיווחים המיידיים של התאגיד. כך למשל, תקנה 37(א) לתקנות הדוחות קובעת כי על התאגיד לדווח באמצעות דיווח מיידית על המלצת הדירקטוריון לבצע חלוקה. יתרה מכך, חלק מהנושאים אשר מפורטים במסגרת תקנה 29 לתקנות הדוחות, נדרשים באישור אסיפה כללית, דבר אשר מבטיח דיווח מלא על האירוע במסגרת דוח זימון האסיפה הכללית.

ביחס לדרישת תקנה 29 לתקנות הדוחות, בכל הנוגע לגילוי אודות עסקה אשר אינה בהתאם לתנאי השוק, בין התאגיד המדווח ובעל עניין בו, **הוועדה ממליצה על ביטול תקנה זו**. ביחס לבעל עניין מכוח היותו דירקטור או מנכ"ל, התאגיד ממילא נדרש במתן גילוי על עסקאות חריגות עימו מכוח תקנה 29א לתקנות הדוחות. ביחס לבעל עניין מכוח החזקות, האמור יעוגן בהמשך במסגרת התייחסות לעסקאות עם מחזיק מהותי בתאגידים ללא שליטה, כמפורט לעיל.

סיכום עיקרי ההמלצות הוועדה לפרק הממשל התאגידי:

א. ריכוז הגילוי בפרק ייעודי - איחוד כלל המידע הנוגע לממשל התאגידי בפרק אחד ומובחן בדוח התקופתי, במטרה להציג את הנושאים באופן מרוכז, ברור ונגיש לציבור המשקיעים.

ב. צמצום כפילויות ודרישות גילוי שאינן מהותיות - ביטול תקנות שונות אשר המידע המובא לפיהן אינו מוסיף מידע מהותי למשקיעים, או כאשר מדובר במידע החוזר במתכונת זה או דומה במסגרת אחרת של הדוח התקופתי.

ג. עיגון הוראות גילוי משאלון הממשל התאגידי כהוראות מחייבות - החלת חלק מדרישות הגילוי הקיימות כיום בשאלון הממשל התאגידי, כדרישות מחייבות, ובכלל זה, גילוי על אירוע אובר רולינג וכן נתוני השתתפות דירקטורים בישיבות הדירקטוריון והוועדות הרלבנטיות.

ד. תיקון תקנה 21 לתקנות הדוחות בעניין גילוי תגמול בכירים - תיקון תקנה 21 לתקנות הדוחות כך שתאגיד מדווח יחויב בגילוי על מנכ"ל, יו"ר דירקטוריון וכן שלושת נושאי המשרה בעלי התגמול הגבוה ביותר ככל שתגמולם עולה על סף מינימום, וזאת תוך שמירה על פיקוח אפקטיבי ומיקוד בגילוי מהותי.

ה. הסדרי תיחום פעילות של בעל השליטה/נושאי משרה בתאגיד עם התאגיד המדווח - קביעת דרישת גילוי ייעודית בדבר הסדרי תיחום פעילות עם בעל השליטה בתאגידים ונושאי משרה בחברה.

חלק ה' | דוח ההנהלה

1. רקע

במדינות רבות, ובפרט בארצות הברית, דוח ההנהלה מהווה נדבך מרכזי במסגרת הדיווח התקופתי המעניק לקוראי הדוחות תמונה אנליטית, המשלימה את המידע בדוחות הכספיים, בנוגע למצבו העסקי והפיננסי של התאגיד.

בישראל, תקנה 10 לתקנות הדוחות, שכותרתה "דוח הדירקטוריון על מצב ענייני התאגיד", קובעת את דרישות הדיווח בפרק דוח הדירקטוריון, באופן הבא:

"יובא דוח הדירקטוריון על מצב ענייני התאגיד בשנת הדיווח ובו הסברים של הדירקטוריון על מצב עסקי התאגיד, תוצאות פעולותיו, הונו ותזרימי המזומנים שלו; ההסברים יתייחסו לאופן השפעתם של אירועים על הנתונים שבדוחות הכספיים ועל הנתונים הכספיים ובמסגרת תיאור עסקי התאגיד, אם השפעה זו מהותית, ולסיבות שהביאו לשינויים שחלו במצב ענייני התאגיד בהשוואה לשנות הדיווח הכלולות בדוחות הכספיים; דוח הדירקטוריון יתייחס לנתונים העיקריים המצויים בדוחות הכספיים ובמסגרת תיאור עסקי התאגיד, ויכלול מידע נוסף המצוי בידי התאגיד לגבי שנת הדיווח, והכל אם לדעת הדירקטוריון הם חשובים להבנת מצב ענייני התאגיד באופן מאוזן בידי משקיע סביר השוקל קניה או מכירה של ניירות הערך של התאגיד. דוח הדירקטוריון יכלול גם פרטים נוספים כמפורט בתקנה זו."

כפי שיובהר בהמשך, בצד הסברים של הדירקטוריון לגבי מצבו של התאגיד בשנת הדיווח, התקנה דורשת דיווח של פרטים נוספים.

2. ממצאים עיקריים

הוועדה דנה בתכלית פרק דוח הדירקטוריון והדרישות הכלולות בו, וכן היא בחנה את דרישות הגילוי הללו ביחס לפרקים מקבילים בשווקי הון מפותחים, את פרקטיקות הדיווח הנוהגות בישראל ואת הערות הציבור. הוועדה זיהתה מספר קשיים במתכונת הגילוי הנוכחית בפרק דוח הדירקטוריון (בדרישות הגילוי ובאופן היישום שלהן). בין השאר, הוועדה מצאה כי במקרים רבים:

- הגילוי בפרק זה חסר ניתוח איכותי מספק המסביר את מצב עסקי התאגיד, את תוצאותיו הכספיות ואת הסיכונים הניצבים בפניו מנקודת המבט של ההנהלה. בכלל זה, תאגידים לא כוללים מדדים כמותיים וסטטיסטיים הרלבנטיים, לגישת ההנהלה, להערכת מצבו של התאגיד.
- הפרק לא כולל התייחסויות מספקות של ההנהלה למגזרי הפעילות השונים של התאגיד.
- קיים שימוש מוגבל במדדי ביצוע לא חשבונאיים ובנתונים תפעוליים, על אף חשיבותם של אלה להבנה מלאה של פעילותו העסקית של התאגיד. הוועדה מצאה שיש שימוש נרחב יותר במדדי ביצוע כאלה במסגרת מצגות משקיעים של חלק מהתאגידים המדווחים. אולם, בשני המקרים, לא תמיד יש שקיפות לגבי המתודולוגיה וההנחות העומדות ביסוד מדדי דיווח אלו.

בנוסף, מבנהו הנוכחי של דוח הדירקטוריון מערב בין שני עולמות תוכן נפרדים: מחד, סוגיות של ממשל תאגידי, המצויות בתחום אחריותו הישירה של הדירקטוריון; ומאידך, ניתוח עסקי איכותי, אשר אמור לשקף את הערכות ההנהלה וניתוחיה לגבי מצב התאגיד. ערבוב זה מייצר חוסר מיקוד הפוגם או עלול לפגום ביכולת הניתוח של קוראי הדוח בקשר עם שני הנושאים גם יחד.

3. תכלית הפרק וגישת ההנהלה

בהתבסס גם על המודלים הקיימים במשפט המשווה, הוועדה סבורה שתכליתו של פרק זה היא להציג לציבור המשקיעים מידע המשלים את הדוחות הכספיים באופן המאפשר הבנה מעמיקה של מצבו הפיננסי של התאגיד, השינויים שחלו בו ובתוצאות פעילות התאגיד בתקופת הדוח, וניתוח גורמים שיש בהם כדי להשפיע על תוצאות הפעילות של התאגיד, וכל זאת מנקודת מבטה של ההנהלה.

פרק זה אמור לנתח את תוצאות הפעילות של התאגיד על פי "גישת ההנהלה" (Management's Perspective):³⁴ הוא אמור לשקף את אופן הבחינה והניתוח של ההנהלה ביחס למצבו העסקי והפיננסי של התאגיד. ליישום גישה זו בהקשר הזה השלכות על סוג המידע והניתוחים שיש לכלול בפרק זה, השיקולים בקביעת היקף המידע שיש לכלול בפרק ורמת הפירוט הנדרשת.

לגישת הוועדה פרק זה אמור לכלול את המרכיבים המרכזיים הבאים:

א. הצגת מידע מהותי וניתוחים הרלבנטיים, לגישת ההנהלה, להערכת מצבו הכספי ותוצאות פעילותו של התאגיד. מרכיב זה כולל ניתוח של מגמות פיננסיות משמעותיות, שינויים בהכנסות וברווחיות, תזרים מזומנים ומקורות מימון, וכן הערכת יציבותם וודאותם של תזרימי המזומנים העתידיים. בצירוף המידע החשבונאי הניתן במסגרת הדוחות הכספיים, מידע זה נועד לאפשר לקוראי הדוחות לגבש הבנה מעמיקה יותר של מצבו הכספי ותוצאות פעילותו של התאגיד.

ב. גילוי וניתוח בנוגע לאירועים, תנאים ואי ודאויות מהותיים הידועים להנהלה, אשר קיימת סבירות כי ישפיעו באופן מהותי על הביצועים העתידיים של התאגיד. במסגרת זו נכללים התפתחויות וסיכונים אסטרטגיים, תחרותיים, רגולטוריים ותפעוליים ושינויים בסביבה העסקית. גילוי זה נועד לאפשר לקוראי הדוחות להעריך התפתחויות הידועות להנהלה, ואשר עשויות להשפיע על התוצאות בעתיד. לעמדת הוועדה, ברוב המקרים אין חובה לפרסם תחזיות, אך יש לעודד תאגידיים מדווחים לספק תחזיות (תחת ההגנות הקבועות בחוק ניירות ערך).³⁵

ג. הצגת נתונים כספיים, תפעוליים וסטטיסטיים מהותיים, אשר לגישת ההנהלה מסייעים להבנת התוצאות העסקיות של התאגיד, לרבות מדדי ביצוע מרכזיים (Key Performance Indicators) ומדדי Non-GAAP, הנדרשים לצורך הערכת תוצאותיו הכספיות ומצבו העסקי של התאגיד, לרבות, פירוטים רלבנטיים, כגון: אופן החישוב של כל מדד ביצוע מרכזי.

להתמקדות בגישת ההנהלה שתי השלכות מרכזיות נוספות לעניין היקף המידע הנדרש ורמת הפירוט שלו:

א. ככלל, היקף המידע הנדרש בגילוי במסגרת פרק זה אמור להיקבע בהתאם לגישת ההנהלה בנוגע למידע, הסברים וניתוחים החשובים לצורך הבנת התוצאות הכספיות והערכת תוצאותיו הכספיות ומצבו העסקי של התאגיד. לשם המחשה, אם ההנהלה סבורה שמדד ביצוע מרכזי מסוים חשוב לשם הבנת מצבו הכספי של התאגיד, הציפייה היא שהיא תתייחס אליו במסגרת הפרק. מנגד, אם לגישת ההנהלה ניתוח מסוים או פריט מידע מסוים אינו מהותי או רלבנטי, היא אינה נדרשת להתייחס אליו. ככלל, דרישות הגילוי בפרק זה צריכות להיות מבוססות עקרונות, כך שהפרק לא יכלול רשימה סגורה של דרישות שחובה להתייחס לכל אחת מהן.

³⁴ ר' מסמך ה-SEC, עמ' 31-32 - <https://www.sec.gov/files/rules/final/2020/33-10890.pdf>

³⁵ ובה, כי במצבים מסוימים יש חובה לפרסם מידע צופה פני עתיד. לשם המחשה, כאשר חברה מפרסמת מידע אודות פיתוח של מוצר מהותי, חלק מן הגילוי הנדרש יכלול, בנסיבות רגילות, את משך הזמן המוערך לפיתוח, שכן אחרת לא ניתן להבין את המידע לאשורו. מכאן, שלעיתים מידע תחזיתי יהיה הכרחי לשם מתן גילוי מלא.

ב. ככלל, ניתוחי ההנהלה צריכים להיות בפירוט מגזרי, בהתאם לגישת ההנהלה המשמשת בסיס להצגת מידע מגזרי בדוחות הכספיים. מאחר שבהתאם לכללי החשבונאות, הפילוח המגזרי אמור לשקף את גישת ההנהלה בנוגע לבחינת התוצאות והקצאת המשאבים, עולה מכך כי גם ההסברים והניתוחים בדוח ההנהלה אמורים לשקף מבנה זה, ולא להסתפק בניתוח כוללני ברמת התאגיד. אף שהתקנות הקיימות מתייחסות להסברים לפי תחומי פעילות, הן מכפיפות דרישה זו לסייגים ובכך מקשים על יישומה. כתוצאה מכך, ניתוחים רבים אינם מפרטים את תרומת כל מגזר.

4. המלצות עקרוניות

הוועדה סבורה שיש להביא לשינוי בפרק דוח הדירקטוריון, כך שפרק זה ישמש כמסגרת לדיווח אנליטי, איכותי ומבוסס מידע עסקי, אשר ישקף בצורה בהירה את מצבו העסקי של התאגיד המדווח ואת הסביבה בה הוא פועל. הוועדה סבורה שיש לפעול בשני כיוונים להגשמת תכלית זו.

ראשית, יש למקד את הפרק רק בהצגת מידע וניתוחים עסקיים הרלבנטיים להבנת מצבו הכספי ותוצאות פעילותו של התאגיד המדווח, בהתאם לתכליתו של הפרק. לצורך כך, הוועדה סבורה כי יש להוציא מפרק זה דרישות גילוי שאינן נוגעות לניתוח עסקי של פעילות התאגיד, לרבות נושאים הקשורים לממשל התאגידי. צעד זה ייצור מסגרת דיווחית עקבית וברורה וימנע ערבוב בין עולמות תוכן שונים.

שנית, יש להתאים את דרישות הגילוי לתכלית הפרק, כך שייכללו בפרק דרישות המצריכות ניתוח עסקי של ההנהלה ויודגש הצורך בניתוח איכותי, בגישת ההנהלה, של התוצאות הכספיות ומצבו העסקי של התאגיד. הוועדה סבורה כי יש להוסיף לדוח ההנהלה רכיבי גילוי נוספים (חלקם מצויים כיום בפרקים אחרים של הדוחות העיתיים), אשר יעמיקו את הניתוח הניתן למשקיעים ויתרמו להבנת מצבו העסקי של התאגיד המדווח. בכלל זה, יש לשאוף להרחבת השימוש במדדי ביצוע מרכזיים (KPI's), הצגת ניתוח מגמות, פירוט גורמי השינוי, מתן פרשנות לסיכונים והשפעותיהם, ודיון בהיבטים תפעוליים ועסקיים המהותיים להבנת פעילות התאגיד.

לשם כך גיבשה הוועדה את המלצות הבאות:

א. דוח הנהלה – הוועדה ממליצה לשנות את שם הדוח לדוח ההנהלה, חלף דוח הדירקטוריון. שינוי השם נועד להתאים את כותרת הפרק למקובל בעולם ולבטא את התכלית שלו כמשקף ניתוח עסקי אנליטי – בראי ההנהלה. הוא עולה בקנה אחד עם השינוי בתוכן של הפרק, לרבות העברת דיווחי ממשל תאגידי לפרק נפרד והדגשת החובה להתייחסות מגזרית. כפי שיובהר בהמשך, שינוי הכותרת של הפרק, כשלעצמו, לא אמור להשפיע על אחריות האורגנים השונים של התאגיד לדיווח לפי דיני ניירות ערך.

בעקבות פרסום דוח הביניים, קיבלה הוועדה התייחסויות בנוגע לחשש לטשטוש האבחנה בין תפקיד הדירקטוריון כמפקח על ההנהלה, לבין ההנהלה האחראית על פעילותו השוטפת של התאגיד המדווח. לפי האמור באותן התייחסויות, שינוי שם הדוח יוצר רושם לפיו תצומצם גם אחריותו הפיקוחית של הדירקטוריון, ולכן, אין מקום לשנות את שמו של הדוח, או שלכל היותר, יש להחליפו בשם "דוח ההנהלה והדירקטוריון". לעמדת הוועדה, כפי שזו פורטה גם במסגרת דוח הביניים, אין בשינוי השם כדי לשנות מאחריות הדירקטוריון ביחס לנאותות הדיווח (המבוססת על הוראות חוק החברות וחוק ניירות ערך). מטרת שינוי השם היא להבהיר מהן הדרישות לגבי התוכן של הפרק ולא לשנות את משטר האחריות.

- ב. הגדרת מטרה** – הוועדה ממליצה כי הפרק יכלול הגדרה מפורשת של מטרת הפרק. ראו תת פרק 5 להלן.
- ג. העברת דרישות גילוי לפרקים אחרים.** ראו תת פרק 6 להלן.
- ד. עדכון דרישות הגילוי בפרק.** ראו תת פרק 7 להלן.
- ה. התייחסות מגזרית.** ראו תת פרק 8 להלן.
- ו. מדדי ביצוע ו-KPI.** ראו תת פרק 9 להלן.

5. הגדרת מטרת הפרק בתקנות

הוועדה ממליצה על עיגון מפורש של תכלית דוח ההנהלה במסגרת תקנות הדיווח, במסגרת הרישא של תקנה 10 לתקנות הדוחות (או כל תקנה מקבילה אחרת אשר תעסוק בדוח ההנהלה). לגישת הוועדה, דוח ההנהלה צריך להתמקד בדיווח עסקי-איכותי. לשם השגת מטרה זו, התקנות המסדירות את הפרק צריכות לקבוע עקרונות, ולא להתבסס רק על רשימה מפורטת של דרישות גילוי אשר אינן מקנות שיקול דעת להנהלה. לנוכח מהותו, חשוב לקבוע בחקיקה את מטרת דוח ההנהלה, כדי לסייע לתאגידים המדווחים לעמוד בדרישות הפרק ולסגל הרשות באכיפה של ההוראות שלו.

הוועדה ממליצה על הבהרת התכלית בנוסח התקנה ברוח הדברים הבאים:

תכלית דוח ההנהלה לספק למשתמשי הדוח ניתוח של מידע מהותי ורלבנטי, מנקודת המבט של הנהלת התאגיד, לצורך הערכת מצבו הפיננסי ותוצאות הפעילות של התאגיד. לצורך הגשמת תכלית זו יכלול הדוח, בין היתר, התייחסות והסברים לנתוני הדוחות הכספיים (לרבות, דוח על המצב הכספי, דוח על הרווח הכולל ודוח תזרימי המזומנים) ומידע נוסף לרבות מידע סטטיסטי, אשר הנהלת התאגיד סבורה כי יסייע למשתמשי הדוח להבנת מצבו הפיננסי של התאגיד ותוצאות הפעילות בתקופת הדיווח. בנוסף, יכלול הדוח התייחסות וניתוח המגמות העולות מנתוני הדוחות הכספיים, התנודתיות הקיימת בהם, מידת היותם חד פעמיים והשפעתם על עמידת התאגיד במטרותיו בעתיד הנראה לעין, לרבות התייחסות לאי ודאות מהותית הידועה להנהלת התאגיד, אשר צפויה לגרום לכך שהמידע אודות תוצאותיו העסקיות של התאגיד בתקופת הדיווח, לא משקף נאמנה את מהלך העסקים הרגיל של התאגיד, מצבו הפיננסי ותוצאות פעולותיו, בעתיד הנראה לעין.

נוסח זה, השואב השראה מהמודל האמריקאי,³⁶ משלב את המרכיבים הבאים: ראשית, הוא מבטא את עיקרון גישת ההנהלה. ככלל, השאלה אם פריט מידע או ניתוח מסוים הם מהותיים ורלבנטיים להערכת מצבו הפיננסי ותוצאות הפעילות של התאגיד, צריכה להיבחן מנקודת המבט של הנהלת התאגיד. שנית, נוסח זה מבטא את הצורך בניתוח איכותי של הנתונים הכלולים בדוחות הכספיים. שלישית, נוסח זה מבטא את נקודת האיזון בין הקשיים אשר עשויים להיות לתאגידים מדווחים במתן תחזיות, לבין הרצון לשקף למשקיעים את הערכת ההנהלה, אם התוצאות הכספיות של התאגיד צפויות להשתנות בעתיד הנראה לעין, באופן מהותי. במסגרת זו נדרש דוח ההנהלה להתייחס לתוצאות חד פעמיות ולאירועים בעלי השפעה צפויה על ביצועי התאגיד המדווח בעתיד, הן כתוצאה משינויים חיצוניים והן כתוצאה מהחלטות ניהוליות פנימיות, וכן, לכלול דיווח על אירועים מהותיים שהתרחשו לאחר תאריך המאזן אשר יש להם השפעה עסקית משמעותית. לבסוף, נוסח זה מבטא את החשיבות של התייחסות למדדי ביצוע מרכזיים (KPI) ומדדי ביצוע פיננסיים שאינם מבוססים על כללי החשבונאות המקובלים (Non-GAAP), בהתאם לגישת ההנהלה.

³⁶ ראו Reg S-K, Item 303

<https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-229/subpart-229.300/section-229.303>

6. פריטי מידע אשר יוצאו מדוח ההנהלה

הוועדה ממליצה להסיר מדוח ההנהלה דרישות גילוי שאינן משרתות את תכליתן, ולהעבירן לפרק ייעודי העוסק בממשל התאגידי ולפרק ייעודי העוסק במימון³⁷.

הפריטים אשר הוועדה סבורה כי ראוי להעבירם לפרק הממשל התאגידי הייעודי כוללים, בין היתר, את אלה:

- א. דיווח על תרומות;
- ב. נתונים על דירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית ודירקטורים בלתי תלויים;
- ג. פרטי המבקר הפנימי;
- ד. פרטי רואה החשבון המבקר של התאגיד;
- ה. זהות מעריך שווי מהותי.

הפריטים אשר הוועדה סבורה כי ראוי להפרידם לפרק המימון הייעודי שייכלל תחת פרק זה כוללים, בין היתר, את אלה:

- א. פרטים בדבר תעודות ההתחייבות של התאגיד;
- ב. התייחסות לעניין סימני האזהרה בתאגיד (בקשר עם מתן גילוי בדבר תזרים מזומנים חזוי);

שינוי מבני זה מבטיח כי דוח ההנהלה יתמקד במידע העסקי המתחייב לצורך הבנת מצבו הפיננסי והעסקי של התאגיד. מהלך זה ייצור גם מסגרת דיווח מובחנת וברורה לענייני ממשל תאגידי ולענייני המימון.

7. עדכון דרישות הגילוי בדוח ההנהלה

המעבר מדוח הדירקטוריון לדוח ההנהלה החדש יצריך מספר שינויים נוספים בדרישות הגילוי בפרק זה, שעיקרן מעבר מגילוי המבוסס על כללים מוגדרים ורשימה סגורה, לגילוי על בסיס עקרונות איכותיים ועל פי גישת ההנהלה. גילוי על בסיס עקרונות מאפשר גמישות ביחס לגילוי התאגיד בהתאם לתחומי הפעילות שלו. כחלק מכך, ישנן חזקות בדבר נושאים שעל התאגיד המדווח להתייחס אליהם במסגרת גילוי עקרוני, והן מופיעות גם בהמשך הדוח להלן.

כיום, הדרישות לדוח הדירקטוריון כוללות רשימה סגורה של נושאים שאליהם נדרש התאגיד המדווח להתייחס. דרישות אלו דורשות גילוי המבוסס על מתן מידע עובדתי ללא ניתוח מעמיק ואיכותי של הפעילות העסקית.

ברובד המהותי, קביעת דרישות גילוי שיביאו לדיווח איכותי, המותאם לנסיבותיו של כל תאגיד מדווח, מצריכה מעבר למודל דיווח המקנה מידה מסוימת של שיקול דעת להנהלה. מחד גיסא, תקנה 10 לתקנות הדוחות (או תקנה מקבילה) תצטרך לכלול פירוט מסוים של עניינים שעשויים להצריך התייחסות מצד ההנהלה, וזאת כדי להבהיר מהם העניינים שהתייחסות אליהם תגשים את מטרת הפרק. מאידך גיסא, יש לשאוף לכך שנוסח התקנות לא ייצור רשימת דרישות המחייבת התייחסות בכל מקרה, במתכונת שסופה להגיע ל-checklist טכני של דרישות. יתר על כן, מתן משקל לגישת ההנהלה מחייב גם מתן תוקף, במקרים המתאימים, לכך שפריט מידע מסוים אינו מהותי או רלבנטי להערכת מצבו של התאגיד.

ברובד המעשי, בבחינת מבנה הדוחות העיתיים הקיימים, זיהתה הוועדה כי מספר פריטי מידע הכלולים כיום בפרקים שונים, ובפרט, בפרק תיאור עסקי התאגיד, הינם פריטי מידע המשמשים

³⁷ כפי שיפורט להלן במסגרת חלק ו' לדוח זה, פרק המימון ייכלל במסגרת דוח ההנהלה.

לניתוח פעילותו העסקית של התאגיד המדווח, ולכן, יש לשלבם במסגרת דוח ההנהלה.

במסגרת הדיונים בפרק תיאור עסקי התאגיד, הוועדה המליצה על ביטול דרישות גילוי מסוימות, (כמפורט בחלק ג'), אך במקביל, מצאה גם פריטי מידע אשר נכללים בפרקים אחרים, שראוי שייכללו בדוח ההנהלה, וזאת כיוון שהם עשויים להוות חלק מניתוח עסקי של מצב התאגיד:

א. הפרדת עלויות קבועות ומשתנות - דרישת הגילוי אודות הפרדת נתונים אלה צפויה להתבטל במסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד. יחד עם זאת, כאשר לעמדת ההנהלה, ההפרדה בין העלויות הקבועות למשתנות היא מהותית לשם הבנת מבנה העלויות, הרווחיות או השינויים בתוצאות העסקיות, יש לכלול ניתוח זה במסגרת דוח ההנהלה.

ב. ניתוח התמודדות עם תחרות - במקרים בהם רמת התחרותיות בענף או שינוי בסביבה התחרותית מהווים גורם מהותי המשפיע על פעילות התאגיד המדווח, על ההנהלה יהיה להתייחס לכך באופן מפורש בדוח ההנהלה.

ג. עונתיות - אף שדרישת הגילוי בפרק תיאור עסקי התאגיד בעניין עונתיות, צפויה להתבטל, הרי שככל שעונתיות משפיעה מהותית על תוצאות התאגיד המדווח, יש להציג ולנתח אותה במסגרת דוח ההנהלה, כחלק מהבנת התנודות בפעילות העסקית.

ד. הון אנושי - נוכח צמצום דרישות הגילוי ביחס לנושא זה, במסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד, אזי ככל שלעמדת ההנהלה יש לאמור השפעה מהותית על תוצאות התאגיד או על יכולת ניתוח התוצאות, יידרש התאגיד לתת גילוי בדבר סוגיות מהותיות בתחום הוצאות השכר, זמינות כוח אדם מיומן או שינוי בהיקפי משאבי אנוש המשפיעים על פעילות התאגיד.

ה. אסטרטגיה וצפי להתפתחות בשנה הקרובה - הוועדה סבורה שההתייחסות לנושאים אלו מתאימה יותר לפרק דוח ההנהלה.

ו. סיכונים מהותיים - ההנהלה נדרשת להתייחס, במסגרת דוח ההנהלה, לכל סיכון מהותי הניתן לשליטת התאגיד המדווח, אשר יש בו להשפיע על פעילותו. אף שמעבר לכך קיים סעיף גילוי ייעודי באשר לגורמי סיכון, יש צורך לשלב את ההשפעה הספציפית של הסיכון בהקשר של ניתוח תוצאות הפעילות.

8. ניתוח על בסיס מגזרי

תקנה 10 מתייחסת כיום למתן הסברים על תחומי הפעילות של התאגיד המדווח. עם זאת, נוסח התקנה לא קובע דרישה מחייבת בעניין זה:

“ככל האפשר, יש להתייחס במסגרת הנושאים האמורים בפסקאות משנה (ב) עד (ז) - הנפרד לכל תחום פעילות הכלול בתיאור עסקי התאגיד או מגזר פעילות הכלול בדוחות הכספיים.”

מדיוני הוועדה, ההתייחסויות שקיבלה במענה לקול הקורא והופעת גורמים שונים לפנייה, עלתה העמדה כי דוח הדירקטוריון הנוכחי לא כולל פירוט מספק של ניתוח על בסיס מגזרי. כפי שהוצג לוועדה בידי משקיעים, הקפדה על ניתוח מגזרי הינה רכיב חיוני להבנת התוצאות העסקיות והתפעוליות של התאגידים המדווחים.

הוועדה סבורה שניתוח על בסיס מגזרי חיוני להגשמת התכלית של דוח ההנהלה. כאמור, הצורך בניתוח כזה עלה גם מעמדות משקיעים ומבחינת הפרק המקביל במשטר הדיווח בארה"ב. ניתוח מגזרי מציג את תחומי הפעילות המרכזיים, את מוקדי יצירת הערך ואת גורמי השינוי המשמעותיים

בכל מגזר. במסגרת יישום גישה זו, יש לקבוע חובה לניתוח ולהסבר של תוצאות התאגיד המדווח על בסיס מגזרי, וזאת בהתאם לתקני החשבונאות המקובלים (IFRS 8) ולתקנות פרטי תשקיף.

מתכונת דיווח זו עולה בקנה אחד עם העיקרון של גישת ההנהלה. גישה זו מחייבת בחינה וניתוח של ביצועי התאגיד המדווח מנקודת מבטה של הנהלת התאגיד. נקודת מבט זו בוחנת את התאגיד לפי מגזרי פעילות, ולא רק את ביצועי התאגיד בכללותו וככלל, דיווח במתכונת זו תואם את אופן ניהול התאגיד בפועל.

9. מדדי ביצוע מרכזיים

מדדי ביצוע מרכזיים (KPI – Key Performance Indicators ; להלן: **“מדדים תפעוליים”**) מהווים כלי אנליטי חיוני בניתוח עסקי, כיוון שהם מתרגמים יעדים אסטרטגיים ומטרות תפעוליות למדדים כמותיים הניתנים למעקב, השוואה והערכה. KPI מאפשרים להנהלה ולמשתמשי הדוחות, לעקוב באופן שיטתי אחר התקדמות התאגיד המדווח לעבר מטרותיו, לזהות מגמות מוקדמות של הצלחה או כשלון, ולהגיב בהתאם באמצעות קבלת החלטות מושכלת ומבוססת נתונים.

מדדים נוספים הרלבנטיים לבחינת ביצועי התאגיד המדווח הינם מדדים פיננסיים שאינם מבוססים על כללי חשבונאות מקובלים, הנקראים גם מדדי Non-GAAP (להלן: **“מדדים פיננסיים”**). מדד שכזה מהווה מדד מספרי של הביצועים הכלכליים, המצב הכספי או תזרימי המזומנים של התאגיד בעבר, בהווה או בעתיד (תחזית), היוצא מנתון כספי המבוסס על כללי חשבונאות מקובלים, והוא משלב בתוכו שינויים כדוגמת גריעות או תוספות.

במסגרת תקנה 10 לתקנות הדוחות, לא נכללת כיום חובת גילוי מפורשת אודות מדדי ביצוע תפעוליים או פיננסיים. עם זאת, כיוון שמדדים אלו חיוניים לצורך היכולת להבין את ביצועי התאגיד ולנתח אותם, תאגידים מדווחים נוהגים לכלול מדדים אלו מפעם לפעם במסגרת דוח הדירקטוריון הקיים (או במסגרת מצגות למשקיעים).

גם עמדת הסגל החשבונאית של רשות ניירות ערך, עמדה מס' 6-99: “שימוש במדדים פיננסיים שאינם מבוססים על כללי חשבונאות מקובלים”, מתייחסת לחשיבות מדדים אלו ונותנת כללים מנחים להצגה וגילוי של מדדים תפעוליים או פיננסיים.

כאמור, מהתייחסויות הציבור עולה כי משקיעים רואים חשיבות לשימוש במדדים פיננסיים ותפעוליים במסגרת דוח ההנהלה. מדדים אלה משמשים בפועל את הגורמים הפועלים בשוק ההון לצורך הערכה עסקית, זיהוי מגמות והשוואה בין תאגידים, ובפרט, כאשר הם מספקים בסיס השוואתי מהימן, עקבי ורלבנטי לתחום הפעילות של התאגיד המדווח.

הוועדה סבורה שהמסגרת המתאימה להצגת מדדים תפעוליים ופיננסיים היא דוח ההנהלה, וזאת כחלק מניתוחי ההנהלה את ביצועי התאגיד ותוצאותיו. כאמור, ממצאי הוועדה מעלים כי לא בכל התאגידים המדווחים ניתנת התייחסות מספקת למדדים תפעוליים ופיננסיים, וכי לעיתים קיימת התייחסות רחבה יותר למדדים אלו דווקא במצגות משקיעים. עוד נמצא כי אין שקיפות מספקת לגבי אופן חישוב המדדים, ואף מתעורר חשש ממשי לבעיות של עקביות ואחידות בין תקופות ובין תאגידים, ובפרט בתחומי פעילות זהים. היעדר מסגרת ברורה ואחידה מוביל לפערי מידע משמעותיים ולפגיעה ביכולת המשתמשים להסתמך על המדדים לצורכי ניתוח והשוואה.

יש לציין, כי משטר הדיווח בארה"ב בנוגע לדוח ההנהלה מחייב התייחסות למדדים תפעוליים וכספיים, וזאת ככל שהתאגיד המדווח סבור שמדדים אלו יתרמו להבנת קוראי הדוחות את מצבו הכספי של

התאגיד המדווח, תזרימי המזומנים שלו ושינויים אחרים במצב הכספי או תוצאות הפעילות.³⁸ גם משטר הדיווח בבריטניה קובע שדוח ההנהלה יכלול התייחסות למדדים תפעוליים ופיננסיים ככל שהם הכרחיים להבנת ההתפתחות, הביצועים או מצבם של עסקי התאגיד המדווח.³⁹

ההמלצה הראשונה של הוועדה בהקשר זה היא לכלול התייחסות מפורשת למדדים תפעוליים ופיננסיים בסעיף המוצע למטרת דוח ההנהלה (ר' לעיל).

בנוסף, בחנה הוועדה את הצורך בהרחבת חובת הגילוי, במסגרת דוח ההנהלה, כך שזו תכלול חובת גילוי ייעודית של מדדי ביצוע תפעוליים וכספיים ספציפיים לתחומי פעילות התאגיד (Non-KPI GAAP).

במסגרת דיוני הוועדה ובהתייחסויות הציבור עלו שתי חלופות עיקריות: החלופה הראשונה מצדדת בקביעת חובת גילוי למדדי ביצוע תפעוליים מקובלים בתחומי הפעילות של התאגיד המדווח, וזאת, גם אם הנהלת התאגיד בעמדה לפיה מדדים אלו אינם רלבנטיים להערכת מצבו הכספי ותוצאות הפעילות של התאגיד (לדוגמא, אם אינה משתמשת בהם לצורך ניתוח מצב התאגיד). גישה זו מתבססת על התפיסה כי יצירת מאגר מדדים ענפי מוכח ומקובל, כפי שנהוג בשוקי הון מתקדמים, תורמת לסטנדרטיזציה של המידע, משפרת את יכולת השוואה בין תאגידים, מגבירה את השקיפות ומאפשרת למשקיעים להעריך את פעילות התאגיד בהקשר הענפי הרחב. לטענת התומכים בגישה זו, היעדרם של מדדי ביצוע תפעוליים עיקריים מדוח ההנהלה עלול לפגום ביכולתם של משקיעים להבין את ביצועי התאגיד לעומק ולהשוותם לתאגידים רלבנטיים בשוק ההון.⁴⁰ בהקשר זה, הועלו הצעות שונות באשר לאופן עיגון המדדים: בין אם באמצעות חקיקה מחייבת או באמצעות הנחיות ופרסומים של הרשות, ובין אם בדרך מדורגת הכוללת תקופת למידה טרם קביעת דרישות מחייבות.

מנגד, עלתה חלופה שנייה, לפיה דוח ההנהלה אמור לשקף, בראש ובראשונה, את גישת ההנהלה, ולא את נקודת מבטם של המשקיעים או של גורמי עניין אחרים, ועל כן, אין להטיל חובה רגולטורית באמצעות קביעת רשימת מדדי ביצוע תפעוליים מחייבת, אשר לעיתים אינה משקפת את אופן ניהול התאגיד בפועל, ואשר עלולה להרחיק את דוח ההנהלה מתכליתו. גישה זו מדגישה כי כפייה של מדדים חיצוניים עלולה ליצור מצב בו דוח ההנהלה מתמקד בפירוט טכני של פרמטרים אשר ההנהלה עצמה אינה עושה בהם שימוש, ובכך לפגוע במהות הדוח כמציג "תמונה ניהולית" של פעילות התאגיד המדווח. כמו כן, גישה זו תיצור קשיי אכיפה ומכל מקום, מקום בו יש מדדים מקובלים בענף, רשות ניירות ערך יכולה לפעול להסדרת גילוי ענפי. בנוסף, הועלה חשש כי דרישה כאמור עלולה להביא לחשיפה של מידע בעל אופי אסטרטגי או תחרותי, אשר אין מקום לחייב את התאגידים בגילוי, ועל כן, יש להותיר את שיקול הדעת בידי הנהלת החברה.

לאור האמור, סבורה הוועדה כי יש לאמץ מתווה ביניים מאוזן, המשלב בין התכלית הניהולית של דוח ההנהלה לבין צורכי המשקיעים ושוק ההון. במסגרת מתווה זה, דוח ההנהלה יכלול, את כלל מדדי הביצוע התפעוליים אשר לגישת ההנהלה יסייעו למשתמשי הדוח להבנת מצבו הפיננסי של התאגיד ותוצאות הפעילות בתקופת הדיווח. בהקשר זה, ככל שתאגיד משתמש במדדים אלו באופן פומבי במסגרת מצגות המיועדות לגורמים חיצוניים, לשם תיאור מצבו הפיננסי של התאגיד ותוצאות פעילותו, קיימת חזקה כי מדד זה הינו במסגרת דרישות הגילוי לפי פרק זה, ולכן ישנה חובה לכלול התייחסות למדד זה גם במסגרת דוח ההנהלה, תוך חובת פירוט ואופן חישוב המדד.

³⁸ ר' Item 303(a) בקישור בה"ש 34 לעיל.

³⁹ ר' 4.1.9 DTR:

<https://handbook.fca.org.uk/handbook/dtr4/dtr4s1#p22750>

⁴⁰ יצוין כי נכון להיום קיימות הנחיות גילוי ענפיות המסדירות את נושא המדדים ביחס לענפים מסוימים. למשל, מדד ה-FFO הנכלל במסגרת הנחיות הגילוי לנכסי נדל"ן מניב.

החובה לכלול מדדים כאמור בדוחות תסייע בהתמודדות עם קושי נוסף שעלה מהתייחסויות הציבור. גם כאשר נעשה שימוש (בדוחות או מחוצה להם), לא תמיד יש שקיפות לגבי המתודולוגיה המשמשת לחישוב המדדים, לרבות שינויים במתודולוגיה.

לגישת הוועדה, התייחסות למדד מחייבת הצגה מפורטת של המתודולוגיה העומדת ביסוד אותו מדד.⁴¹ חובה אז כוללת תיאור ברור של שיטת החישוב, הצגת ניתוח איכותי של הגורמים לשינוי במדד, והבהרת הרציונל הניהולי לשימוש בו. גישה זו מחזקת את עקביות הדיווח, מפחיתה פערי מידע ומונעת מצב שבו מידע מהותי המוצג למשקיעים במצגות או בפרסומים וולונטריים, אינו מוסבר ומפורט דיו.

כמו כן, הוועדה סבורה כי מתודולוגיית גילוי של מדדים ענפיים מקובלים צריכה להיות מוסדרת, ככל שיידרש, במסגרת מדריכי הגילוי הענפי של הרשות. מדריכים אלו יכללו מדדים אשר הרשות סבורה שהם מקובלים ברמה הענפית, ולכן הגילוי שלהם נחוץ, בדרך כלל, להשוואה בין תאגידים מדווחים הפועלים באותו תחום פעילות. יש לציין, כי העיסוק בגילוי ענפי הוחרג מכתב המינוי של הוועדה. עם זאת, הוועדה יוצאת מנקודת הנחה שהעיסוק במדדים אלה, לרבות אופן חישובם והצגתם, ימשיך להתבצע במסגרת אותם מדריכי גילוי ענפי ייעודי שתפרסם הרשות.

לעומת זאת, מדדי ביצוע תפעוליים או פיננסיים אשר אינם נכללים במסגרת חובות הגילוי הענפיות, יכללו בדוח ההנהלה בהתאם לעקרונות שפורטו לעיל, וזאת ככל שמדובר במדדים אשר, לשיטת ההנהלה, יש בהם כדי לסייע למשתמשי הדוח בהבנת מצבו הפיננסי של התאגיד ותוצאות פעילותו בתקופת הדיווח. לעניין זה, ובהתאם לחזקות שנקבעו לעיל, מקום שבו התאגיד עושה שימוש פומבי במדדים כאמור, ובפרט במסגרת מצגות למשקיעים, תקום חזקה כי נדרש לכלול בדוח ההנהלה גילוי כאמור.

10. הוספת ניתוח של תוצאות הפעילות בתקופות שאינן במסגרת הדוחות הכספיים

בהתאם למצב הקיים כיום, תקנות הדוחות מחייבות את התאגידים המדווחים לבצע ניתוח של תוצאות פעילותם העסקית על בסיס הנתונים הכלולים בדוחות הכספיים. בהתאם לכך, הדוחות הכספיים נערכים לארבעה מועדי חתך קבועים: 31 במארס, 30 ביוני, 30 בספטמבר ו-31 בדצמבר, המהווים את ארבעת רבעוני השנה הגרגוריאנית.

במסגרת הדוח על הרווח הכולל לשנה המסתיימת ביום 31 בדצמבר, מחויב התאגיד להציג את תוצאות השנה כולה, לצד נתוני השוואה לתקופות מקבילות בשנים קודמות, לצורך בחינת מגמות ושינויים לאורך זמן. כך, בדוחות הרבעוניים ניתנים נתוני השוואה לתקופה של שלושה חודשים ותקופה מצטברת, ובדוח השנתי ניתנים נתוני השוואה המתייחסים לשנים קודמות במלואן. עם זאת, בבחינת תבניות הדיווח כפי שהן מיושמות בפועל, זיהתה הוועדה שתי בעיות מהותיות המחייבות התייחסות:

האחת, במסגרת דוח הדיסקרטוריון הנלווה לדוחות הכספיים השנתיים, תאגידים רבים נמנעים מלהציג ניתוח של תוצאות הרבעון הרביעי בנפרד, ומתמקדים בניתוח על בסיס שנתי, בלבד, בהתאם ללשון תקנה 10 לתקנות הדוחות. כפועל יוצא, נתוני הרבעון הרביעי "נבלעים" בתוך התוצאות העסקיות השנתיות, ואין התייחסות מפורטת לשינויים שחלו דווקא בתקופה זו, וזאת, למרות שבמקרים רבים תקופה זו יכולה להיות מאופיינת בעונתיות, בתנודתיות גבוהה או באירועים מהותיים המשפיעים על תוצאות השנה.

⁴¹ ראו החלטה: 6-99 שימוש במדדים פיננסיים שאינם מבוססים על כללי חשבונאות מקובלים: https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_corporations_asset_library/corporations_pdf_pages-62eb8fa838d99/IsaFile_3118.pdf?fireglass_rsn=true#fireglass_params&tabid=a242351cf365886e&start_with_session_counter=3&application_server_address=isagovil-3-me-west1.prod.fire.glass

יתרה מכך, בהתאם למטרת העל, כפי שזו הוגדרה לעיל, יש לתת תמונה עסקית רציפה של התאגיד, בעיני ההנהלה, דבר אשר אינו בא לידי ביטוי כאשר מנתחים את תוצאות התאגיד בהיבט שנתי, בלבד. אשר על כן, הוועדה סבורה כי יש לקבוע חובה מפורשת לניתוח תוצאות הרבעון הרביעי (וביחס לתאגידים קטנים המדווחים במתכונת חצי שנתית - ניתוח החציון השני), על מנת להבטיח כי ניתוח פעילותה העסקית של התאגיד יהיה מלא, מהימן ושקוף, וכי נתונים מהותיים לא יעלמו במסגרת ניתוח כוללני של השנה.

השנייה, תאגידים רבים המצויים בשלב צמיחה משמעותי, מתייחסים במסגרת סקירת תוצאותיהם העסקיות לתקופות מקבילות בשנת הדיווח הקודמת, וזאת, אף כאשר תקופות אלה אינן מהוות בסיס השוואה ראוי. בתאגידים המצויים בשלב הצמיחה, מאפייני הפעילות משתנים באופן מהותי מפרק זמן אחד למשנהו, כך שהשוואה לתקופה המקבילה עלולה שלא לשקף נכונה את מגמת ההתפתחות של התאגיד.

לפיכך, הוועדה סבורה כי במקרים אלה יש מקום לאפשר ואף לעודד ניתוח השוואתי ביחס לתקופת הדיווח הקודמת, ולאזן דווקא ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. גישה זו הולמת את אופן פעולתם של תאגידים המצויים בשלב הצמיחה, ומאפשרת לבחון באופן מהימן את התקדמות התאגיד, קצב הצמיחה שלו וביצועיו השוטפים. הוועדה מדגישה כי ניתוח השוואתי כאמור, עשוי להינתן באופן וולונטרי, נוסף על חובת ההשוואה לתקופה המקבילה, אשר תמשיך לעמוד על כנה לצורך אחידות הדיווח והשוואתיות בסיסית.

באמצעות מענה לשתי סוגיות מרכזיות אלו - ניתוח ייעודי של התוצאות העסקיות לרבעון הרביעי (ובמקרה של תאגיד קטן - לחציון השני) ומתן אפשרות לניתוח השוואתי גמיש לתאגידים בצמיחה - תיבנה מסגרת דיווח שתשקף בצורה מדויקת יותר את התפתחות הפעילות העסקית של התאגידים המדווחים ותשפר את רמת השקיפות והאמינות כלפי ציבור המשקיעים.

11. החתימה על דוח ההנהלה

לאור העובדה כי תכלית דוח ההנהלה, כפי שזו הוצגה לעיל, מושתתת על יישום גישת ההנהלה, הוועדה רואה לנכון להתאים גם את אופן האישור והחתימה על דוח ההנהלה למתווים המקובלים בשוקי ההון המפותחים. בהתאם לכך, מסקנת הוועדה היא כי יש לאמץ מודל של דף חתימות אחיד, אשר יכלול חתימה אחת כוללת המתייחסת לשלושה פרקים מרכזיים: תיאור עסקי התאגיד, דוח ההנהלה ופרק הממשל התאגידי. פרקים אלו ייחתמו על ידי העומדים בראש הנהלת התאגיד - הדירקטוריון והמנכ"ל - באופן שיבטא את אחריותם הכוללת על התכנים המוצגים במסמכים אלה.

הוועדה סבורה כי מודל זה יוצר נורמת חתימה אחידה ומובהקת, המשקפת את אחריותה הכוללת של ההנהלה למידע העסקי והפרשני אשר מוצג בפני ציבור המשקיעים. זאת, בניגוד למבנה הקיים כיום, לפיו קיימות הוראות חתימה שונות לכל פרק אשר נכלל במסגרת הדוח התקופתי:

תקנה 5 לתקנות הדוחות מחייבת חתימה של מורשי החתימה בשם התאגיד, על הדוח התקופתי; תקנה 9 לתקנות הדוחות מחייבת את יו"ר הדירקטוריון, המנהל הכללי ונושא המשרה הבכיר בתחום הכספים לחתום על הדוחות הכספיים; תקנה 10 לתקנות הדוחות מחייבת חתימת יו"ר הדירקטוריון והמנכ"ל על דוח הדירקטוריון. לעומת זאת, אין כיום דרישה מפורשת לחתימה על פרק תיאור עסקי התאגיד.

בהתאם לכך, הוועדה ממליצה לקבוע כי כלל הפרקים הרלבנטיים, ובכללם פרק תיאור עסקי התאגיד, דוח ההנהלה ופרק הממשל התאגידי, ייחתמו, באמצעות חתימה מאוחדת, על ידי יו"ר הדירקטוריון

והמנכ"ל, כמקובל בשווקי הון מתקדמים ובאופן המשקף את תכלית דוח ההנהלה ככזה המציג את גישת ההנהלה ולא כמסמך טכני בלבד.

במסגרת הערות הציבור לדוח הביניים, הועלתה הטענה כי יש להרחיב את חובת החתימה כך שזו תכלול גם את סמנכ"ל הכספים, וזאת בהתבסס על פרקטיקות מקובלות בשווקים בינלאומיים, ובפרט בארצות הברית. לטענת המגיבים, שילוב סמנכ"ל הכספים במסגרת החתימה עשוי לחזק את אחריות ההנהלה על המידע הכספי ואת אמינותו. עם זאת, הוועדה סבורה כי חרף קיומם של קווי דמיון בין שיטות הדיווח וההשראה הנלקחת מן המודל האמריקאי, קיימים הבדלים מהותיים במבנה משטר הדיווח, בחלוקת האחריות ובמסגרת הנורמטיבית בין המדינות. בפרט, חלקים נרחבים מן הגילוי הנדרש בדוח התקופתי אינם מצויים בתחום אחריותו הבלעדי של סמנכ"ל הכספים, אלא משקפים היבטים רחבים יותר של פעילות התאגיד המדווח והחלטות ניהוליות ואסטרטגיות הנתונות לאחריות ההנהלה והדירקטוריון בכללותם. לאור האמור, הוועדה סבורה כי אין מקום, בשלב זה, להרחיב את חובת החתימה כך שתכלול גם את סמנכ"ל הכספים, והיא עומדת על המלצותיה כפי שנקבעו. יחד עם זאת, ראוי לציין כי חתימתו של סמנכ"ל הכספים, על הדוחות הכספיים, עדיין תידרש.

12. תיקון תקנה 10 לתקנות הדוחות וביטול התוספת הראשונה לתקנות הדוחות

לאור כלל המסקנות המפורטות לעיל, הוועדה ממליצה לבצע תיקון מקיף לתקנה 10 לתקנות הדוחות, כך שסעיף המטרה של דוח ההנהלה יעוגן במסגרתה, וכן יוגדרו במסגרתה העקרונות המהותיים העומדים בבסיס דוח ההנהלה. בהתאם לכך, הוועדה מציעה לאמץ, בין היתר, גם את מתווה התיקונים הבא:

א. תיקון תקנה 10(ב)(1) לתקנות הדוחות - עדכון דרישות הפירוט בדוח הדירקטוריון והחלפתן בעקרונות מהותיים לדוח ההנהלה, בדגש על העניינים הבאים: ניתוח המצב הכספי ותוצאות הפעילות, הצגת אי ודאות מהותית, וניתוח תחומי פעילות בהתאם לגישת ההנהלה, לרבות פירוט המתחייב להבנת התוצאות הכספיות. כחלק מן התיקון, מוצע לעצב מחדש, ובמידת הצורך אף לבטל, את דרישות התוספת הראשונה לתקנות הדוחות כך שתושבתנה על עקרונות גילוי ולא על פירוט טכני.

במסגרת הערות הציבור לדוח הביניים, התקבלו תגובות רבות התומכות בהמלצות הוועדה בנושא זה, אשר ברובן בירכו על הכיוון המוצע ועל השינוי המהותי הגלום בו. המגיבים ציינו כי המעבר מהמתכונת הקיימת של דוח הדירקטוריון למתכונת מבוססת עקרונות, הנשענת על יישום גישת ההנהלה, מהווה צעד נכון ומתבקש נוכח הפערים הקיימים כיום בדיווח. עוד עלה מהתגובות לדוח הביניים, כי השינוי המוצע מתיישב עם מגמות בינלאומיות בדיווח התאגידי, ובפרט המעבר מגילוי טכני ומפורט לגילוי מהותי, פרשני ומבוסס עקרונות. מגיבים שונים הדגישו כי גישה זו צפויה לשפר את איכות המידע המוצג למשקיעים, להגביר את הרלבנטיות של הדוחות, ולאפשר הבנה מעמיקה יותר של פעילות התאגיד מנקודת מבטה של ההנהלה. על כן, ניתן ללמוד כי קיימת תמיכה רחבה בקרב ציבור המשתמשים והגופים המדווחים כאחד, בגישה המוצעת ובכיוון הרגולטורי אותו מבקשת הוועדה לקדם.

ב. תיקון תקנה 10(ב)(2) לתקנות הדוחות - עדכון רשימת האירועים המחייבים דיווח, כך שיתבצע מעבר מפירוט ספציפי לרמה העקרונית, תוך הבהרה כי מדובר ברשימה פתוחה אשר אינה סגורה.

ג. תיקון תקנה 10(ב) לתקנות הדוחות בסעיפים (6), (9), (9א), (10), (11) ו-(12) - העתקת

האמור בתקנת משנה זו לפרק הממשל התאגידי, כחלק מהפרדת עולמות התוכן בין מידע עסקי למידע אודות הממשל תאגידי.

ד. מחיקת סעיף (7) בתקנה 10(ב) לתקנות הדוחות - ביטול הדרישה לתיאור חשיפה לסיכוני שוק במסגרת דוח ההנהלה, והעברת הגילוי האמור למסגרת גילוי ייעודית בפרק המימון.

ה. תיקון תקנה 10(ב) (8) לתקנות הדוחות - במסגרת דוח הביניים, המליצה הוועדה על עדכון הגדרת הפירוט הנדרש ביחס לפערים בין תחזיות, אומדנים והנחות מרכזיות בבסיס הערכות שווי לבין התממשותם בפועל, באופן המחדד את מטרת הגילוי ועקרונותיו. עם זאת, לאחר קבלת הערות הציבור, הוועדה בחנה מחדש את הצורך בעדכון התקנה והגיעה למסקנה כי, בשלב זה, אין צורך ממשי בעדכון ההגדרה כאמור, וכי התקנה ממלאת את תכליתה.

ו. העתקת סעיפים (13) ו- (14) לתקנה 10(ב) לתקנות הדוחות - העברת הוראות גילוי אלה לפרק נפרד העוסק במימון, בהתאם לגישת הוועדה בנוגע לחלוקת הדוחות העיתיים לפרקים.

ז. תיקון ההוראה המתייחסת להצגת גרפים, טבלאות ותרשימים במסגרת דוח ההנהלה - קביעת מסגרת עקרונית לעידוד הצגת מידע בצורה ברורה, ויזואלית ונגישה, לרבות שימוש בכלים גרפיים התואמים את העקרונות המנויים בסעיף 40 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי התשקיף. מטרת תיקון זה היא להבטיח הפשטת מידע מורכב ושיפור יכולת ההבנה של המשתמשים בדוח ההנהלה.

סיכום עיקרי המלצות הוועדה לפרק דוח ההנהלה:

א. שינוי שם הדוח - הוועדה ממליצה לשנות את שם הדוח לדוח ההנהלה, חלק דוח הדירקטוריון. שינוי השם נועד להתאים את כותרת הפרק למקובל בעולם ולבטא את התכלית שלו כמשקף ניתוח עסקי אנליטי, בראי ההנהלה.

ב. עיגון מפורש של מטרת דוח ההנהלה בתקנות - הוועדה ממליצה על הוספת סעיף מטרה לרישא של תקנה 10 שיקבע כי הדוח נועד לספק ניתוח מידע מהותי ורלבנטי בראי ההנהלה, כולל התייחסות לדוחות הכספיים ולמידע נוסף, מגמות, תנודתיות, חד-פעמיות ואי-ודאויות מהותיות המשפיעות על "מהלך העסקים הרגיל" ועל העתיד הנראה לעין.

ג. העברת דרישות גילוי - הוועדה ממליצה על העברת דרישות גילוי שאינן משרתות ניתוח עסקי, כגון פריטי ממשל תאגידי ומימון, והעברתן לפרקים ייעודיים, כדי למנוע ערבוב בין תחומים ולשפר את מיקוד וקריאות הדוח.

ד. מעבר למודל מבוסס עקרונות ושיקול דעת ניהולי - הוועדה ממליצה על עדכון מתכונת דרישות הגילוי הקיימת ומבוססת על כללים, לדרישות עקרוניות המאפשרות גמישות בהתאם לאופי ונסיבות התאגידי, על פי גישת ההנהלה.

ה. חובת ניתוח מגזרי בהתאם לגישת ההנהלה (IFRS 8) - הוועדה ממליצה על קביעת חובה לניתוח והסבר של ביצועים על בסיס מגזרי, באופן שמשקף את אופן ניהול התאגידי בפועל ואת מוקדי יצירת הערך וגורמי השינוי בכל מגזר.

ו. הרחבת והסדרת שימוש במדדי ביצוע (KPI) ומדדי Non-GAAP - הוועדה ממליצה על הסדרת הצגת מדדים תפעוליים ופיננסיים, תוך שיפור שקיפות ועקביות, ובפרט חובת פירוט מתודולוגיה ואופן חישוב המדדים והסבר לגורמי השינוי בהם. כמו כן, במקרים בהם התאגידי

המדווח עושה שימוש במדדים כאמור, במסגרת מצגות לגורמים חיצוניים ודיווחים וולונטריים, הוא יידרש להתייחס אליהם גם בדוח ההנהלה.

ז. הוספת חובה לניתוח תקופות בדוחות - הוועדה ממליצה על עיגון חובת ניתוח תוצאות הרבעון הרביעי בנפרד בדוח השנתי (ובתאגידים קטנים החציון השני), לצורך ניתוח עסקי רציף ומתמשך.

ח. גמישות בהשוואתיות לתאגידים בצמיחה - הוועדה ממליצה על מתן אפשרות לניתוח השוואתי מול התקופה הקודמת (ולא רק מול התקופה המקבילה אשתקד) כאשר השוואה שנתית אינה בסיס ראוי בשל שינוי מהותי במאפייני הפעילות, תוך שמירה על ההשוואה לתקופה המקבילה כחובה בסיסית.

ט. אחידות באישור וחתימה - הוועדה ממליצה על אימוץ דף חתימות אחיד לדוח ההנהלה, תיאור עסקי התאגיד ופרק הממשל התאגידי, בחתימת יו"ר הדירקטוריון והמנכ"ל, לביטוי אחריות ההנהלה על המידע הניתן במסגרת הדוחות העיתיים.

חלק ו' | פרק המימון וסוגיות חשבונאיות

1. רקע

התקנות בנוגע לדוחות עיתיים כוללות דרישות גילוי שנועדו לספק לציבור המשקיעים מידע על היבטים שונים הנוגעים למימון התאגיד והיכולת שלו לממן את פעילותו. הוועדה בחנה דרישות גילוי אלו בהתאם לעקרונות המנחים שקבעה: מבנה קוהרנטי לדוחות העיתיים, התמקדות במידע מהותי למשקיעים ומניעת כפילות עם הדוחות הכספיים. בנוסף, הוועדה בחנה האם מספר דרישות גילוי חשבונאיות המפורטות בתקנות הדוחות עדיין משרתות את מטרתן המקורית - לספק למשקיע הסביר מידע מהותי, ממוקד ועדכני. בחינה זו כוללת הערכת רלבנטיות, זיהוי כפילויות, איתור הוראות שהתיישנו או אשר אינן תואמות עוד את המסגרת החשבונאית העדכנית, וכן בחינת האפשרות לביצוע התאמה בין הוראות התקנות הרלבנטיות לבין הסטנדרטים הבינלאומיים הנהוגים כיום (IFRS).

הוועדה מצאה כי ציבור המשקיעים מייחס חשיבות מיוחדת לגילוי כמותי ואיכותי בנוגע למימון התאגיד וכי יש צורך בעדכון דרישות הגילוי בנוגע למימון התאגיד וריכוזן בפרק ייעודי (בצד ניתוח היבטים מסוימים גם בפרק דוח ההנהלה). במקביל, הוועדה ממליצה על עדכון דרישות גילוי מסוימות לנוכח הניסיון שנצבר בשני העשורים האחרונים והתמורות המשמעותיות שחלו במהלכן בסביבה העסקית ובתקינה החשבונאית הבינלאומית.

2. פרק המימון

יצירת פרק מימון

גילוי בנוגע להיבטי מימון ונזילות של תאגיד מדווח נדרש כדי לאפשר למשקיעים לנתח את שוויו, מצבו הפיננסי ואת היכולת שלו להגשים את האסטרטגיה העסקית שלו ולשרת את התחייבויותיו. לפי משטר הדיווח כיום, דרישות הגילוי בהיבטים אלו מפוזרות בחלקים שונים של הדוחות העיתיים ולעיתים אף אינן מספקות תמונה מלאה של המצב המימוני של החברה.

פרק תיאור עסקי התאגיד משמש מקור מידע חיוני להבנת אופי פעילותו העסקית של התאגיד המדווח והסיכונים העיקריים להם הוא חשוף. במתכונתו הנוכחית, הפרק כולל התייחסות מוגבלת יחסית להיבטי מימון ונזילות. חלק מהיבטי המימון והנזילות של התאגיד המדווח מופיעים במסגרת הדוחות הכספיים המאוחדים, וזאת מכוח דרישות גילוי שנקבעו בכללי החשבונאות הבינלאומיים, ובפרט תקן IFRS 7, העוסק בגילוי מידע על מכשירים פיננסיים, סיכוני שוק, סיכוני אשראי וניהול סיכונים. לצד זאת, קיימות הוראות גילוי ייעודיות במסגרת דוח הדירקטוריון, אשר מחייבות מתן מידע איכותי וכמותי בנושאים שונים, כגון: מצב הנזילות, מבנה מקורות המימון של התאגיד המדווח, מצבת תעודות התחייבות במחזור, וכן גילוי בדבר תזרים מזומנים חזוי כאשר מתקיימים התנאים המחייבים פרסום תזרים שכזה.

כאמור, הוועדה מצאה שיש ליצור מבנה קוהרנטי לדוחות העיתיים ולמנוע ככל האפשר פיזור הוראות גילוי בנושאים דומים על פני פרקים שונים. בשים לב לחשיבות המידע אודות מצבו המימוני של התאגיד המדווח, ולנוכח הצורך שהביעו גורמים שונים בשוק ההון הישראלי בריכוז המידע המימוני והנזילות, הגיעה הוועדה למסקנה כי יש לגבש פרק ייעודי שירכז את כלל רכיבי הגילוי הקשורים למימון התאגיד המדווח ולנזילותו תחת מסגרת דיווח אחת, תוך ביטול כפילויות ויצירת אחידות בגילוי.

מיקום הפרק

ככלל, דרישות הגילוי המתייחסות להיבטי מימון כוללות דיווח עובדתי הנשען על נתונים מהדוחות הכספיים ודיווח איכותי המבוסס על הערכות הנהלת התאגיד וניתוחיה באשר ליכולתו של התאגיד לעמוד בהתחייבויותיו, לשמור על יציבותו הפיננסית ולהשיג את המימון הנדרש לצורך הגשמת האסטרטגיה העסקית שלו. שילוב זה של מידע כמותי ואיכותי יציג תמונת מצב אינטגרטיבית העולה גם בקנה אחד עם מגמות בינלאומיות של התאמת הגילוי לצורכי המשקיעים, ובהן מתן מקום מרכזי לניתוח נזילות, איתנות פיננסית ויכולת שירות החוב.

השילוב בין דרישות גילוי כמותיות ואיכותיות מעלה דילמה בנוגע למתכונת הנכונה למיקום פרק המימון בתוך המסגרת של הדיווח התקופתי. מצד אחד, יש יתרון משמעותי לריכוז כלל המידע המימוני בפרק ייעודי אחד. ריכוז המידע יאפשר למשקיעים לקבל תמונה מלאה אודות מצבו הפיננסי והנזילות של התאגיד המדווח, ללא צורך בליקוט נתונים מהפרקים השונים בדוח התקופתי. הצגה אחודה של מידע עובדתי, לצד ניתוח ההנהלה אשר מעריך את המשמעות של אותו מידע, עשויה לסייע למשקיעים בהבנת הזיקה בין הנתונים לבין הניתוחים הנגזרים מהם.

מצד שני, המלצה עקרונית של הוועדה היא לייחד את פרק דוח ההנהלה למידע איכותי וניהולי, שכולל במהותו פרשנות, הערכה וניתוח של ההנהלה. ריכוז כל המידע המימוני בדוח ההנהלה יטשטש את ההבחנה בין גילוי מידע עובדתי (כגון תיאור ההתחייבויות של התאגיד) לבין גילוי מידע איכותי, הכולל ניתוחים והערכות של ההנהלה. בטווח הארוך, איחוד כזה עלול להביא להכללת דרישות נוספות לגילוי נתונים עובדתיים בדוח ההנהלה, ובכך לפגוע בתכלית של פרק זה.

בדוח הביניים, הוועדה ביקשה לקבל את התייחסות הציבור לשאלת מיקומו של פרק המימון. לאחר בחינת הערות הציבור בסוגייה זו, הוועדה סבורה כי יש למקם את פרק המימון במסגרת דוח ההנהלה. מיקום זה יאפשר להנהלת התאגיד לספק לקורא הדוחות מידע מלא על מצבו הפיננסי של התאגיד המדווח, כך שהקורא יקבל, במקום אחד בדוח התקופתי, ניתוח מפורט של ההנהלה, במקרים המתאימים, המתייחס לנתונים הפיננסיים והקשיים הפיננסיים של התאגיד.

דרישות הגילוי בהיבטי מימון ונזילות

ניתוח בנוגע להיבטי מימון ונזילות

כאמור, ניתוחים של ההנהלה והערכותיה בנוגע להיבטי מימון ונזילות יובאו בפרק המימון אשר ייכלל בדוח ההנהלה. רכיב זה יכלול את כלל ההיבטים האיכותיים, המצריכים ניתוח והערכות מצד הנהלת התאגיד, בהתאם לגישת ההנהלה, לרבות -

1. **ניתוח ההנהלה להיבטי המימון והנזילות** - במסגרת פרק המימון יידרש התאגיד המדווח לכלול ניתוח איכותי של אופן המימון, כושר הפירעון ויכולת הנזילות של החברה. עם זאת, היקף הניתוח ייגזר ממהותיות ורלבנטיות המידע למשקיעים, כאשר האמור נגזר ממצבו הפיננסי של התאגיד. כך, בתאגידים בעלי קשיים פיננסיים, לרבות, כאלה בהם מתקיימים סימני אזהרה, יהיה על הנהלת התאגיד לבצע ניתוח מעמיק יותר שיכלול, בין היתר, התייחסות לעניינים הבאים: מקורות המימון תוך התייחסות, במידת הצורך, לגיוסים צפויים ב-12 החודשים הקרובים, אופן שירות החוב בעתיד הנראה לעין, יחסי נזילות ויחסים תפעוליים על פיהם בוחנת ההנהלה את מצבו הפיננסי של התאגיד, והתייחסות לנושאי מימון ייחודיים לתאגיד או לענף שבו הוא פועל. יצוין, כי חלק ממידע זה נדרש כבר כיום מכוח תקנות 10(ב)(1)(ד) ו-10(ב)(1)(ה) לתקנות הדוחות.

2. התייחסות להתקיימות "סימני אזהרה" - בהתאם לתקנה 10(ב)(14) לתקנות הדוחות, לרבות, הערכת הנהלה ביחס לאיתנות התאגיד המדווח ולסבירות הצורך בגילוי נרחב אודות תזרים המזומנים החזוי בתאגידים מדווחים שהנפיקו אגרות חוב לציבור.

נתונים בנוגע למימון ונזילות

כאמור, הוועדה ממליצה לרכז את כלל רכיבי הגילוי העובדתי והאיכותי תחת פרק אחד, באופן שיקל על משתמשי הדוח לאתרם. פרק זה יכלול את המרכיבים הבאים:

א. השקעות בהון התאגיד ועסקאות במניותיו - פרט 4 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף;

ב. חלוקת דיבידנדים - פרט 5 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף;

ג. הון חוזר - פרט 24 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף, לרבות, הצגת הנזילות העומדת לרשות התאגיד בטווח הקצר;

ד. מימוש תכנית רכישה עצמית - תקנה 10(ב)(2)(ט) לתקנות הדוחות, לרבות נתוני הביצוע והשפעת הפעולות על מבנה ההון;

ה. פרטים בדבר תעודות התחייבות - תקנה 10(ב)(13) לתקנות הדוחות, הכוללים את היקף אגרות החוב שבמחזור, מועדי הפירעון ותנאי ההתחייבות.

ו. מימון - כיום, סעיף 26 לתוספת הראשונה כולל דרישה למתן מידע על מימון התאגיד המדווח, לרבות, נתונים על ריבית ממוצעת, מסגרות האשראי ודירוג האשראי של החברה. במקביל, עמדת סגל משפטית מס' 15-104: "אירוע אשראי בר-דיווח" (להלן: "עמדת אירוע אשראי בר דיווח") כוללת דרישה למתן מידע אודות אשראי מהותי של התאגיד המדווח, או חברות מוחזקות על ידו. בהקשר זה, הוועדה סבורה כי יש לעגן את עיקרי עמדת אירוע אשראי בר דיווח במסגרת תקנות. בשים לב לאמור, הוועדה ממליצה על גיבוש מתווה גילוי מסודר למימון התאגיד המדווח אשר יכלול, בין היתר, את הגילוי הנדרש בהתאם לעמדת אירוע אשראי בר דיווח ואת המידע המהותי הנדרש לפי סעיף 26 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף. כך, המידע שיידרש יכלול את העניינים הבאים:

ו. גילוי על אשראי מהותי - התאגיד המדווח יידרש להציג בטבלה מרוכזת את כלל המידע המהותי הנוגע לאשראי מהותי שנטל, ובכלל זה: סוג המלווה⁴²; עילות להעמדה לפירעון מיידי; תנאים מהותיים ומרכזיים בהסכם המלווה⁴³; פירוט אמות מידה פיננסיות ומידת העמידה בהן⁴⁴; פירוט אם המלווה הינה הלוואת recourse או non-recourse; מגבלות אודות חלוקת דיבידנד⁴⁵; פירוט אודות שעבודים, לרבות שעבודים צולבים ושלייליים⁴⁶; מגבלות ותנאים שונים מהותיים נוספים הנוגעות לאשראי⁴⁷, וכן כל מידע מהותי נוסף הדרוש למשקיע לצורך הבנת תנאי האשראי והשלכותיו על התאגיד.

⁴² כגון: תאגיד בנקאי, תאגיד ביטוח, בעל שליטה, גורם חוץ בנקאי, אגרות חוב פרטיות/סחירות וכיו"ב.

⁴³ כגון: מגבלות על הרחבת סדרת אגרות חוב סחירה, קיומו של מנגנון המרת האשראי למניות, קיומו של מנגנון פדיון מוקדם של האשראי לפי החלטת התאגיד המדווח, ויתור על זכויות קיזוז בין מסגרות אשראי נפרדות שנלקחו מאותו מלווה וכיו"ב.

⁴⁴ ככל שמדובר בתחשיב, הרי שיהא על התאגיד המדווח לפרט את תוצאות התחשיב האמור.

⁴⁵ הכוונה למגבלות חלוקה החלות לאורך תקופת המלווה.

⁴⁶ כגון: יכולת החלפת שעבודים, אמת מידה פיננסית שעניינה תוספת בטוחה במקרה של ירידת שווי הבטוחות, יחסי ערך לחוב (Loan To Value), קיומו של מנגנון Mark To Market, קיום מנגנונים שונים דוגמת Margin Call במקרה של ירידת שווי בטוחות, קיומן של "כריות ריבית" וכיו"ב.

⁴⁷ כגון: פירעון מיידי במקרה של שינוי שליטה בתאגיד המדווח או תחולת דין זר על מחלוקות הנובעות מהסכם האשראי ו/או על אכיפתו.

2. גילוי על עמידת התאגיד באמות מידה פיננסיות - בהתאם לנוסח הנוכחי של סעיף 26(ב) לתוספת הראשונה, על התאגיד המדווח לציין האם הוא עומד בכל המגבלות החלות עליו, לרבות אמות מידה פיננסיות, וזאת **ללא קשר** למהותיות האשראי בגינו חלה המגבלה. בעניין זה, ובמובחן מהגילוי על אשראי מהותי, הוועדה ממליצה לדיוק את דרישת הגילוי כך שהתאגיד יידרש לתת גילוי על כך שהוא עומד בכל אמות המידה הפיננסיות אשר מקימות עילה לפירעון מיידית או עילה לתוספת ריבית מהותית או מטילות מגבלות מהותיות על פעילותו. אם התאגיד לא עומד בתנאי כאמור, יהיה עליו לפרט את אמת המידה הפיננסית בה הוא לא עמד וכן לציין את סך החוב שבגינו מתקיימת עילה לפירעון מיידית או עילה לתוספת ריבית מהותית או עילה בגינה תוטל מגבלה מהותית על פעילותו.

3. גילוי בדבר סך מסגרות האשראי של התאגיד - בהתאם לסעיף 26(ד) לתוספת הראשונה, התאגיד המדווח יידרש לכלול מידע בדבר סך מסגרות האשראי המאושרות והבלתי מנוצלות העומדות לרשותו. לעניין זה, הוועדה סבורה כי יש להותיר דרישת גילוי זו על כנה, שכן, מתן מידע אגרגטיבי בדבר מסגרות האשראי מאפשר למשקיעים להעריך את נגישותו של התאגיד למקורות מימון ואת יכולתו לגייס חוב בפרק זמן קצר, ככל שיידרש לכך⁴⁸.

4. דירוג האשראי של התאגיד או של החוב - בהתאם לסעיף 26 לתוספת הראשונה, התאגיד המדווח נדרש לתת גילוי בדבר דירוג האשראי הרלבנטי. לעניין זה, הוועדה ממליצה להותיר דרישת גילוי זו על כנה, תוך הבהרה כי הגילוי יתייחס, לפי העניין, לדירוג האשראי של התאגיד ו/או לדירוג האשראי של התחייבויות פיננסיות או הלוואות שנטל. כמו כן, הוועדה ממליצה כי במקרים כאמור יינתן גם גילוי, ככל שקיימת אמת מידה פיננסית לפיה במקרה של ירידת דירוג ו/או הפסקת דירוג, תחול עלייה בשיעור הריבית אותה משלם התאגיד בגין האשראי הרלבנטי.

5. נתונים מדוחות הסולו של החברה - תאגיד מדווח אשר אינו נדרש בפרסום דוחות סולו, כפי שיפורט להלן, יידרש במתן גילוי מורחב על יתרת המזומנים ושווי המזומנים, ויתרת החוב הפיננסי, בדוחות הכספיים הנפרדים.

3. צירוף הערכות שווי לדוחות הכספיים

להערכות שווי ולגילוי אודות שווי של נכסים או התחייבויות יש תפקיד חשוב במשטר הדיווח. במקרים רבים הערכות השווי משמשות בסיס למדידה החשבונאית של נכסים או התחייבויות, לקביעת רווחים או הפסדים (למשל משערוכים), וגם להערכת איתנות פיננסית.

אומדנים מקצועיים העומדים ביסוד הערכות שווי מבוססים לרוב על שיקול דעת. לפיכך, כאשר הערכת השווי אינה מבוססת על מחיר שוק, למשקיעים יש עניין בהערכת השווי המלאה גם כדי להבין את מידת האופטימיות של התאגיד ביחס לעתיד, וכן את הסיכונים הגלומים להטיה בהנחות המודל (כגון: שיעורי היוון, תחזיות תזרים, תפוסות, מחירי מכירה/השכרה וכדומה). לכן, מתן מידע על הערכת השווי ועל ההנחות המרכזיות אשר עומדות בבסיסה חיוני להבנה נאותה של הדוחות הכספיים, לחיזוק ההשוואתיות, וליכולת של השוק לתמחר את ניירות הערך של התאגידים המדווחים.

תקנה 8ב לתקנות הדוחות קובעת מנגנון דו שלבי: כאשר הערכת שווי היא **מהותית** ושימשה בסיס לקביעת ערכם של נתונים בדוח התקופתי על התאגיד המדווח לפרסם גילוי תמציתי לפרמטרים העיקריים שנקבעו במסגרת התקנה, כגון: זיהוי נושא ההערכה באופן מדויק, מועד ההערכה, השווי

⁴⁸ לעניין זה, ראו כי התאגיד המדווח יבהיר אם חלה מגבלה על היקף האשראי שהוא יכול ליטול, בעצמו וללא קשר לחברות מוחזקות, ביחס לסך הנכסים ו/או ההון העצמי שלו.

שנקבע, זהות המעריך ואפיוניו, שיטת/מודל ההערכה וההנחות המהותיות שבבסיסה. לעומת זאת, כאשר מדובר בהערכת שווי **מהותית מאוד**, נדרש גם צירוף מלא של הערכת השווי לדוח התקופתי.

בתקנות הדוחות אין הגדרה של "הערכת שווי מהותית" או "הערכת שווי מהותית מאוד". לכן, ולצורך קביעת הגברת הוודאות והאחידות בדיווח, סגל הרשות פרסם בשנת 2014 עמדת סגל משפטית הקובעת חזקות כמותיות תוך הבהרה כי ייתכנו שיקולים איכותיים שעשויים להשפיע על אופן הסיווג.⁴⁹

הערכות שווי המצורפות לדוח התקופתי נוטות להיות ארוכות ומפורטות יתר על המידה. במקום למקד את ציבור המשקיעים בהנחות המרכזיות עליהן מבוססות הערכות השווי, טווחי הרגישות וההשפעה על המספרים בדוחות הכספיים, נוצר עודף פירוט העלול להציף את משתמשי הדוח התקופתי במידע מיותר היוצר "רעשי רקע" המקשים על איתור הנתונים החשובים למשקיעים לשם הבנת מצב הנכס או ההתחייבות. בפועל, חלק גדול מהמשקיעים כלל אינו קורא את הערכת השווי המלאה, אלא מסתפק בתקצירים או במספרים המובאים בדוחות הכספיים עצמם. יתר על כן, הוועדה התרשמה שהצורך בצירוף הערכת שווי מלאה לדוחות עלול לחשוף פרטי מידע רגישים ברמה העסקית ואף להכביד על ההתקשרות בין תאגידים מדווחים למעריכי שווי.

לפיכך, הוועדה ממליצה לצמצם את המקרים בהם התאגיד יחויב בצירוף הערכות השווי המלאות, במקרים של הערכת שווי מהותית מאוד תוך שמירה על גילוי מספק.

במסגרת התייחסויות הציבור לדוח הביניים, התקבלו מספר התייחסויות ביחס להמלצת הוועדה לבחון מעבר למודל של גילוי תמציתי מורחב, חלף חובת צירוף הערכת השווי המלאה. ההערות התמקדו בכך שישנה חשיבות לצמצום המידע הניתן במסגרת הערכות השווי, לצד הערות שהתייחסו לנטל הכבד שיוטל על תאגידים בצמצום הערכות שווי. נוכח הערות אלה, קיימה הוועדה דיונים נוספים עם גורמים רלבנטיים בשוק, במטרה לבחון מחדש את ההמלצה ואת השלכותיה היישומיות.

משכך, הוועדה ממליצה שלא לקדם בשלב זה מודל רוחבי של גילוי תמציתי מורחב חלף צירוף הערכות שווי מלאות. תחת זאת, ממליצה הוועדה לבחון מתן פטורים ממוקדים מחובת צירוף הערכות שווי, בהתאם למאפייני ההערכה ולנסיבות הרלבנטיות, כמפורט להלן.

הערכות שווי בגין נכסים מהותיים מאוד

ביחס להערכות שווי המצורפות לדיווחי התאגיד המדווח בגין נכסים מהותיים מאוד, ממליצה הוועדה לבחון תיקון של עמדת סגל משפטית מס' 23-105: פרמטרים לבחינת מהותיות הערכות שווי. במסגרת תיקון כאמור, סגל הרשות יבחן את מבחני הצירוף הקיימים ויעדכןם באופן שיוביל לצמצום של כמות הערכות השווי המצורפות לדיווחי התאגידים המדווחים. כך למשל, ייבחן הצורך בצירוף הערכת שווי שעניינה הקצאת עלויות הרכישה (PPA) בעת שהיא נדרשת על פי כללי חשבונאות מקובלים, וזאת במקרים בהם לא נוצר רווח מהותי ממחיר הזדמנותי. בנוסף, ייבחן הצורך בצמצום צירוף הערכות שווי מהותיות מאוד של נדל"ן להשקעה. צמצום חובת הצירוף יעשה תוך שמירה על גילוי חלופי מספק המציג את עיקרי הפרמטרים הרלבנטיים.

⁴⁹ עמדת סגל 105-23 - לינק

הערכות שווי בגין נכסים משועבדים

בהתאם לתקנה 8ב(א) לתקנות הדוחות, תאגידיים מדווחים נדרשים כיום לצרף הערכות שווי של נכסים משועבדים, עד למועד פירעון תעודת ההתחייבות. בהקשר זה, הוועדה מצאה כי יישום חובה זו מוביל, במקרים רבים, לצירוף חוזר ונשנה של הערכות שווי רבות, גם כאשר אין בהן בהכרח תרומה ממשית להבנת מצב התאגיד או איכות הבטוחות.

בפרט, במקרים של תאגידיים מדווחים בעלי איתנות פיננסית גבוהה ודירוג אשראי גבוה, הערכת שווי מפורטת של כל אחת מן הבטוחות עשויה להיות בעלת ערך מוגבל למשקיעים, שכן, הסיכון לפגיעה ביכולת הפירעון נמוך יחסית, והמידע בדבר הבטוחות אינו מהווה בהכרח נדבך מרכזי בהחלטת ההשקעה.

לאור האמור, וביחס לתאגידיים אשר הנפיקו לציבור אגרות חוב, ממליצה הוועדה לבחון מתן פטור מצירוף הערכות שווי בגין בטוחות, וזאת במקרים בהם התאגידיים הללו הם בעלי דירוג מנפיק מינימאלי של AA (לפי מעלות) או Aa2 (לפי מידרוג). פטור זה נועד לצמצם עומס דיווחי אשר אינו נחוץ במלואו, תוך שמירה על רמת גילוי מספקת במקרים בהם מאפייני הסיכון של התאגיד המדווח מצדיקים הקלה כאמור.

הוועדה מדגישה כי פטור מסוג זה ראוי שייבחן בזהירות, ובכפוף לקיומם של תנאים מאזנים, לרבות המשך גילוי בדבר עצם קיומן של הבטוחות, שוויון ככל שנדרש, מהותן, והתקיימות שינוי מהותי ביחס אליהן. בכך ניתן יהיה לשמר את עקרון הגילוי הנאות, תוך הפחתת נטל דיווחי שאינו מידתי.

4. דוחות כספיים על בסיס סולו

הדוחות הכספיים המאוחדים של התאגיד המדווח משקפים את מצבו הכלכלי של התאגיד כקבוצה עסקית אחת, ומהווים כלי מרכזי עבור משקיעים, רגולטורים וגורמים בשוק ההון לצורך בחינת השווי של התאגיד וניתוח פעילותו הכוללת. לצד חשיבותם של הדוחות הכספיים המאוחדים, קיימת חשיבות לא מבוטלת למידע כספי נפרד, המתייחס לתאגיד כישות משפטית נפרדת (להלן: "דוחות סולו"). נושים פיננסיים, מחזיקי אגרות חוב, ספקים ואף בעלי מניות עשויים להפיק תועלת ממידע המתמקד בתאגיד כיחידה כלכלית עצמאית, במנותק מהחברות הבנות והכלולות.

דוחות סולו מאפשרים למשתמשי הדוחות הכספיים להעריך את איתנותו הפיננסית של התאגיד המדווח כחברת האם, את יתרות הנזילות העומדות לרשותו, את מבנה מקורות המימון הייחודי לו ואת יכולתו לעמוד בהתחייבויותיו, וזאת, גם כאשר הדוחות הכספיים המאוחדים מציגים תמונה חיובית ביחס לקבוצה כולה. במצבים מסוימים, פערים מהותיים בין מצבו של התאגיד כחברת האם לבין מצבן של החברות הבנות והכלולות עלולים לטשטש תמונת מצב אמיתית בדוחות הכספיים המאוחדים בלבד.

בהיעדר דוחות סולו, קיים קושי לנתח את הנזילות ואת כושר הפירעון של התאגיד המדווח כישות עצמאית. קושי זה רלבנטי במיוחד בתאגידיים המנפיקים לציבור אגרות חוב, ובכך יוצרים שכבת חוב ציבורית הנסמכת על נכסי התאגיד המדווח בלבד. בנסיבות אלה נדרשים המשקיעים למידע נוסף הכולל, בין היתר, תזרים מזומנים ברמת הסולו, היקף התחייבויות מהותיות וכן ריכוזיות מקורות המימון של התאגיד המדווח.

רשות ניירות ערך נדרשה במהלך השנים לאיזון בין התועלת לציבור המשקיעים מהנגשת דוחות סולו, לבין העלויות הלא מבוטלות לתאגידיים המדווחים הכרוכות בהכנת דוחות אלה, בעיקר כאשר דוחות

הסולו נדרשו להיות מוגשים בהתאם לתקני ה-IFRS לדוחות נפרדים. דרישות אלו חייבו מדידה והכרה חשבונאית בפריטים שאינם קיימים בהכרח בדוחות הכספיים המאוחדים, כגון: התחייבויות הנובעות מערבויות בין-חברתיות, פערים בחישובי הון עצמי ורווח, וכן התאמות העלולות להשפיע על יישום "מבחן הרווח" בחוק החברות ועל עמידה באמות מידה פיננסיות שונות.

לאור העלויות הגבוהות והקשיים היישומיים הנלווים להכנת דוחות סולו, לפי תקני IFRS, פעלה הרשות בשנת 2010 לקידום תיקון חקיקה שאפשר מודל דיווח חלופי, בהתאם לתקנה 9 לתקנות הדוחות. בהתאם למתווה האמור:

א. דוח הסולו נדרש להתפרסם אחת לרבעון; הדוח הרבעוני כפוף לביקורת סקורה והדוח השנתי לביקורת מלא;

ב. דוח הסולו אינו נערך לפי הוראות ה-IFRS לדוחות נפרדים, אלא הוא מבוסס על הדוחות הכספיים המאוחדים, תוך הצגת כלל הסכומים המיוחסים לחברות מוחזקות בסעיף מרכזי אחד (השקעה בדוח על המצב הכספי ורווח/הפסד מהשקעות בדוח על הרווח או ההפסד);

ג. בהתאם למנגנון זה, סכומי ההון והרווח המיוחסים לבעלי המניות זהים בין הדוח הכספי המאוחד לדוח הסולו.

מודל זה יצר פתרון פרקטי אשר נועד לאפשר פרסום מידע סולו מהותי עבור המשקיעים, תוך הפחתת עלויות הדיווח והימנעות מכפילויות חשבונאיות מורכבות. במהלך שנת 2022 גם תוקנה תקנה 9 לתקנות הדוחות, במטרה לצמצם עומס רגולטורי ומידע עודף. התיקון משנת 2022 קידם שלוש הקלות:

א. תאגידים מדווחים רשאים שלא לצרף את המידע הסולו לדוח התקופתי, כולו או חלקו, אם אין במידע ערך מוסף מהותי מעבר למידע שכבר נכלל בדוחות הכספיים השנתיים;

ב. תאגיד קטן יהיה פטור מפרסום דוחות סולו;

ג. תאגיד שלא הנפיק אגרות חוב לציבור, לא יידרש בפרסום דוחות סולו במסגרת הדוח הרבעוני או החציוני.

תוכן דוח הסולו

לאורך השנים עלו קריאות לבחינה מחודשת ומעמיקה של הצורך בדוחות סולו. מספר גופים טענו כי בחלק המקרים, ובפרט בתאגידים מדווחים שהנפיקו לציבור רק מניות, דוחות הסולו לא מוסיפים מידע מהותי מעבר לדוחות הכספיים המאוחדים. בנוסף, עלתה הצעה להפוך את פרסום דוחות הסולו להליך וולונטרי, או לכל הפחות, להעניק פטור גורף לתאגידים מדווחים אשר רק מניותיהם נסחרות בבורסה.

על כן, במסגרת דוח הביניים של הוועדה, המליצה הוועדה על תיקון תקנה 9 לתקנות הדוחות, באופן שהיא תותאם לצרכי המשתמשים בדוח התקופתי. כך, המליצה הוועדה על **ביטול חובת פרסום דוחות סולו תוך יישום מנגנון חלופי של "גילוי מרוכז"**.

במסגרת התייחסויות הציבור לדוח הביניים התקבלו מספר התייחסויות בהן הובעה הסתייגות מהמלצת הוועדה בנושא זה. התייחסויות אלה הדגישו את חשיבות דוחות הסולו ככלי לניתוח יכולת הנזילות והסולבנטיות של תאגידים על בסיס הדוחות הנפרדים.

במסגרת זו הובע חשש כי הגילוי החדש אשר יגובש, יביא לאובדן מידע מהותי הנדרש לצורך ניתוח

מצבו הפיננסי של התאגיד בדוחותיו הנפרדים, ובפרט ביחס לתאגידיים שהנפיקו אגרות חוב לציבור. כידוע, בתאגידיים כאמור, גיוס החוב מתבצע לעיתים קרובות אצל חברת האם, בעוד שהפעילות העסקית, כולה או חלקה, מתבצעת באמצעות חברות בנות. לפיכך, לצורך בחינת יכולת פירעון החוב, נדרשים המשקיעים לנתח את יתרות המזומנים, מקורות הנזילות ויכולת שירות החוב של חברת האם שבה מצוי החוב כלפי מחזיקי אגרות החוב.

על רקע זה, צוין במסגרת ההתייחסויות לדוח הביניים כי נדרש לתת מידע רחב ומפורט ביחס לחברת האם לצורך ביצוע ניתוח כאמור. כמו כן, הובע חשש כי החלפת דוחות הסולו במתכונת גילוי חדשה תוביל לגריעת מידע רלבנטי ומהותי העומד כיום לרשות המשקיעים.

בשים לב לאמור, ולאחר בחינת הערות הציבור שהתקבלו ביחס לסוגייה זו, הוועדה **סבורה כי יש מקום לבצע הקלה נקודתית ומצומצמת ביחס למצב הקיים.**

כיום, דוחות הסולו כוללים דוחות כספיים מלאים, למעט הדוח על השינויים בהון, בצירוף מספר מצומצם של ביאורים. לעמדת הוועדה, חלק מהביאורים הנכללים כיום בדוחות הסולו אינם מוסיפים, ככלל, מידע מהותי לקורא הדוחות, מעבר למידע הניתן במסגרת הדוחות עצמם ובמסגרת פרקי הגילוי האחרים המובאים בדוח התקופתי.

לפיכך, הוועדה ממליצה על הסרת מרבית הביאורים הקיימים בדוחות הסולו, תוך התמקדות בקשר שבין חברת האם לחברות הבנות כנדרש בסעיף 4(ו) לתוספת העשירית לתקנות הדוחות, לרבות ערבויות שהועמדו בתוך הקבוצה והלוואות בין התאגיד המדווח לחברות מוחזקות שלו. יובהר, כי הוועדה סבורה כי יש להישאר עם מתכונת המדידה הקבועה בסעיף 9 לתקנות הדוחות ועם מתכונת ההצגה הנוכחית - דוח נפרד הכולל חוות דעת רואה חשבון מבקרה.

התאגידיים שיידרשו בפרסום דוח הסולו

כאמור לעיל, בהתאם למצב הקיים, לא כל התאגידיים המדווחים נדרשים לצרף דוחות סולו, ואף בקרב התאגידיים החייבים בכך, החובה אינה חלה בכל מועדי הדיווח. כך, תאגידיים מדווחים קטנים אשר לא הנפיקו אגרות חוב פטורים לחלוטין מצירוף דוחות סולו; תאגיד מדווח שאינו תאגיד קטן, אשר הנפיק מניות בלבד, נדרש לצרף דוחות סולו רק במסגרת הדוחות השנתיים; ואילו תאגיד מדווח שהנפיק אגרות חוב לציבור נדרש לפרסם דוחות סולו בכל דוח עיתי שהוא מפרסם.

הוועדה בחנה את הצורך בהצגת דוחות סולו ביחס לכל אחת מקבוצות התאגידיים האמורות. הוועדה סבורה כי בנסיבות שבהן לא מתקיים אצל התאגיד המדווח קושי פיננסי משמעותי, דוחות הסולו של תאגידיים שלא הנפיקו אגרות חוב לציבור לא צפויים לספק למשקיעים מידע מהותי. זאת, שכן דוחות הסולו נועדו בראש ובראשונה לאפשר ניתוח של הנזילות והמצב הפיננסי של התאגיד המדווח כחברת האם, כפי שעולה גם מהערות הציבור שהתקבלו. כאשר אין אינדיקציה לקושי במצבו הפיננסי של התאגיד המדווח, פוחת הצורך בניתוח נפרד של נזילותו כחברת אם.

לפיכך, הוועדה סבורה כי ביחס לתאגידיים שהנפיקו מניות בלבד, והם אינם נחשבים לתאגיד קטן, יש לדרוש צירוף דוחות סולו רק במקרים שבהם חוות דעתו של רואה החשבון המבקר על הדוחות הכספיים המאוחדים כוללת אינדיקציה לקושי במצבו הפיננסי של התאגיד המדווח, בין בדרך של הפניית תשומת לב למצבו הפיננסי ובין בדרך של הערת עסק חי.

5. דוחות כספיים פרופורמה

הדוחות הכספיים פרופורמה (להלן: "דוחות פרופורמה") מהווים חלק מרכזי ממערכת הגילוי הפיננסית המוסדרת בתקנה 9א לתקנות הדוחות, הקובעת את החובה להציג לציבור המשקיעים מידע כספי המשקף את השפעתה של עסקה מהותית או של אירוע משמעותי, כאילו התרחשו במועד מוקדם יותר מהמועד שבו התרחשו בפועל.

תקנה 9א לתקנות הדוחות נועדה לאפשר תפיסת "תמונת מצב כלכלית אלטרנטיבית", המשקפת את התוצאות הכספיות והמבניות שהיו מתקבלות אילו העסקה או האירוע שינו את מבנה התאגיד המדווח לאורך תקופת הדיווח בשלמותה. בכך, דוחות הפרופורמה משמשים כלי דיווח חיוני המעניק למשקיעים יכולת להעריך באופן אנליטי, השוואתי ומבוסס נתונים את אופן השתנות מצבו הפיננסי של התאגיד המדווח בעקבות עסקאות מיזוג, רכישה, מכירה, שינויי שליטה, או שינויים מבניים משמעותיים אחרים.

הוועדה בחנה מספר סוגיות הנוגעות לאופן הצגת דוחות הפרופורמה, לרבות רמת הפירוט של דוחות אלה, השילוב בין מידע כמותי לאיכותי, היקף ההנחות הנלוות לדוח הפרופורמה והצורך בהבניה מחדש של התקנות הרלבנטיות. הוועדה מצאה כי תקנות הדוחות בנוגע לדוחות פרופורמה מתעדכנות בקצב איטי יחסית לעומת המורכבות והדינמיות של עסקאות בשוק ההון המודרני.

א. היקף תקופות השוואה

כיום, דוחות פרופורמה הכלולים בדוח התקופתי נדרשים להציג שתי תקופות השוואה מלאות בנוסף לתקופת הדיווח הנוכחית. דרישה זו נובעת מלשון תקנה 9א(א)(2) לתקנות הדוחות, אשר מאפשרת הפחתת תקופת השוואה רק במקרים חריגים שבהם הנתונים אינם משקפים באופן נאות את אירוע הפרופורמה.

הוועדה מצאה שדרישה זו, אשר נטועה בהיסטוריה רגולטורית של שוק ההון הישראלי, אינה עולה בקנה אחד עם הפרקטיקה המקובלת בעולם, ונחשבת לחריגה בהשוואה לדינים זרים. בחינה משווה העלתה כי במדינות רבות, ובהן ארצות הברית, בריטניה ומדינות האיחוד האירופי, כאשר נדרשים דוחות פרופורמה, מסתפקים לרוב בתקופת השוואה אחת בלבד.

הפער בולט במיוחד כאשר משווים את דרישת שתי תקופות השוואה של דוחות פרופורמה, לדרישות החלות בעת צירוף דוחות כספיים של חברות כלולות או נערבות, מקרים בהם הדין הישראלי עצמו כבר מסתפק בתקופת השוואה אחת. התוצאה היא חוסר אחידות רגולטורית בתוך התקנות הרלבנטיות עצמן, על אף הדמיון בין האירועים המדווחים: בשני המצבים מדובר באיחוד מידע פיננסי של תאגיד נוסף עם התאגיד המדווח, אך האיזון הרגולטורי ביניהם אינו שווה. מעבר לפער הרגולטורי, הוועדה מצאה כי לדרישה להציג שתי תקופות השוואה יש גם השלכות פרקטיות משמעותיות:

1. הכנת נתוני פרופורמה לשתי שנים נוספות דורשת עבודת התאמה נרחבת, הכוללת איסוף נתונים היסטוריים, בניית תרחישים מדומים והפעלת שיקול דעת נרחב - עבודה אשר אינה מתבצעת בעת הכנת דוחות כספיים "רגילים".
2. היקף ההתאמות הנדרש לשתי תקופות השוואה עלול לפגוע באמינות ובקוהרנטיות הנתונים, שכן, ככל שהמידע היסטורי יותר, ההסתמכות על ההנחות השונות שבבסיסו, גדלה.
3. הכנת דוח פרופורמה מצריכה לעיתים שיתוף פעולה הדוק עם תאגידים נרכשים, אשר אינם תמיד ערוכים לספק מידע מדויק ואחיד לתקופות עבר כה מרוחקות.

יתר על כן, הוועדה סבורה שהעלות לתאגיד המדווח הכרוכה בהכנת דוח הפרופורמה לא תמיד מתורגמת לערך אינפורמטיבי מוסף עבור המשקיע, שכן, במקרים רבים תקופת השוואה נוספת אינה מוסיפה תובנה מהותית מעבר לשנה אחת. על רקע מכלול שיקולים אלה, **הוועדה ממליצה על צמצום ברירת המחלל לתקופת השוואה אחת, בלבד, כך שרק השנה הקודמת לתקופת הדיווח תיכלל בדוח הפרופורמה השנתי.** צעד זה יביא להתאמה עם המסגרת הרגולטורית הקיימת עבור חברות כלולות ונערבות, מתווה הדיווח של תאגידי טק-עלית, והפרקטיקה המקובלת בשוקי הון מרכזיים בעולם.

עם זאת, הוועדה מדגישה שאין מקום לויתור גורף על שתי תקופות השוואה. כך, ישנם מצבים שבהם דוחות הפרופורמה אינם רק תוספת אינפורמטיבית, אלא משקפים את עיקר פעילות התאגיד המדווח לאחר העסקה. במצבים כאלה, מחיקת תקופה נוספת עלולה לטשטש את הבנת המשקיע את ההיסטוריה התפעולית "האמיתית" של התאגיד המדווח לאחר האירוע. על כן, יש לשמר, במקרים מסוימים, את דרישת שתי תקופות השוואה.

כך למשל, בצירוף עסקים תחת אותה שליטה; ב"רכישה במהופך" (Reverse Acquisition), שבה נדרש תיקון רטרואקטיבי למספרי השוואה, כך שהצגת שנה אחת בלבד אינה משקפת את התמונה הכלכלית; אירוע מכירה מהותי העולה לכדי אירוע פרופורמה, כאשר מכירת פעילות משמעותית יוצרת שינוי מבני עמוק בהיקף פעילותו של התאגיד המדווח; רכישה על ידי תאגיד מדווח חסר פעילות (חברת מעטפת או "שלד בורסאי"), מצב בו דוחות הפרופורמה הם למעשה הדוחות הכספיים המייצגים את פעילותו האמיתית של התאגיד המדווח לאחר הרכישה. במצבים אלה, חשיבות ההצגה הרציפה של הנתונים גוברת על הרצון לצמצם עומס דיווחי, והצגת שתי תקופות השוואה נדרשת לצורך מתן תמונה פיננסית מלאה ומהימנה.

ב. המועד הנדרש לפרסום דוחות פרופורמה

במסגרת עבודת הוועדה, עלה הצורך להסדרת לוחות הזמנים לפרסום דוחות פרופורמה. כיום, תקנה 9א(א) לתקנות הדוחות דורשת מתאגיד מדווח לפרסם דוח פרופורמה בתוך תשעים ימים ממועד צירוף העסקים, או בתוך מאה ושמונים ימים כאשר מדובר בתאגיד קטן, אלא אם פרסום הדוחות הכספיים התקופתיים הרלבנטיים מתקיים במועד מוקדם יותר. דרישה זו משקפת את ההנחה שפרסום מוקדם של דוחות פרופורמה יספק למשקיעים מידע חיוני מהותי עוד לפני הצגת הדוח התקופתי.

לאחר בחינה של יישום הוראה זו בפועל, הגיעה הוועדה למסקנה כי מנגנון זה אינו מגשים עוד את התכלית אשר לשמה נוצרה הוועדה סבורה כי ההסדר הקיים אף יוצר מורכבויות בתחום הדיווח, הן מבחינת עמידה בדרישות והן מבחינת איכות המידע אותו המשקיעים מקבלים. בפועל, לוחות הזמנים הקבועים בתקנה 9א(א) לתקנות הדוחות אינם משקפים את הדינמיקה התפעולית של תאגידיים מדווחים, אינם מתיישבים עם פרקטיקת הדיווח הנהוגה כיום בשוק ההון הישראלי, ולעיתים אף יוצרים עומס בירוקרטי וגיבוש מצבי דוח מלאכותיים שאינם מוסיפים תועלת אינפורמטיבית.

הוועדה התרשמה כי דווקא מודל שבו דוחות הפרופורמה נבחנים ומוצגים במסגרת הדוחות התקופתיים עצמם, ולא במועד עצמאי המבוסס על ספירה קלנדרית קבועה, עשוי לשרת טוב יותר את מטרות הגילוי, את המשקיעים ואת הוודאות הרגולטורית.

לפיכך, הוועדה סבורה כי הדרישה לפרסום דוחות פרופורמה במועד נפרד, אשר אינו תואם את מועד פרסום הדוחות הכספיים, לא תורמת להבטחת גילוי איכותי ואף עלולה ליצור ריכוזיות יתר של דיווחים שאינם אחידים מבחינת מסגרת ההתייחסות. ככלל, המשקיע נהנה מהערך האינפורמטיבי

של דוחות פרופורמה כאשר הוא מוצג בצמידות לדוחות הכספיים ולדוח ההנהלה, המאפשרים הצגת תמונה רטרוספקטיבית ואנליטית של התאגיד המדווח באותו מועד. במילים אחרות, עצם פיצול הדיווח למועדים שונים עלול לפגוע ברציפות המידע.

הוועדה ממליצה לבטל את המנגנון של 90/180 הימים, ולקבוע הסדר חלופי פשוט ובהיר שלפיו דוחות פרופורמה יפורסמו, בכל מקרה, לא יאוחר ממועד פרסום הדוחות הכספיים התקופתיים הרלבנטיים. המלצה זו מבוססת על עיקרון לפיו יש לדרוש גילוי מידע למשקיע במועד שבו הוא יכול להשתלב בתוך ההקשר הפיננסי המלא, ולא במועד נפרד שעלול ליצור פירוד מלאכותי בין מידע חשבונאי לבין המידע המושלם המופיע ברבעון, בחציון או בשנה.

לצד האמור, הוועדה בחנה גם את פרסום דוחות הפרופורמה בהקשר של הצעות מדף, שעה שעלול להיווצר מצב שבו תאגיד מדווח מבצע גיוס הון משמעותי מהציבור, בטרם נחשפו דוחות הפרופורמה הנדרשים להבנת השפעת אירוע הפרופורמה. במקרים אלה, קיים חשש כי המשקיעים יקבלו תמונה פיננסית חלקית בלבד ביחס לתאגיד המדווח (התאגיד המנפיק). בהתאם לכך, הוועדה סבורה כי כאשר אירוע פרופורמה מהווה "שינוי מהותי בפעילות המנפיק", מן הראוי לקבוע חובה מפורשת לפרסום דוחות פרופורמה לפני פרסום דוח הצעת המדף, כך שכלל המידע המבוקר או הסקור יהיה לנגד עיני ציבור המשקיעים בעת קבלת ההחלטה להשתתף בהנפקה.

יחד עם זאת, הוועדה סבורה שאין לקבוע חובה כללית וקשיחה החלה בכל מקרה, שכן, ישנם מצבים חריגים אשר בהם הקדמת דוחות הפרופורמה אינה אפשרית או שאינה תורמת תרומה מהותית לגילוי. לפיכך, ההסדר המוצע מבוסס על מבחן מהותיות, הנשען על מנגנון תקנה 160ג(ב) לתקנות פרטי תשקיף, אשר יורחב גם לתקנות הצעת מדף.

לסיכום, הוועדה ממליצה על עדכון מקיף של לוח הזמנים לפרסום דוחות פרופורמה, תוך ביטול מנגנון ה-90/180 ימים, ואסדרה ייעודית של דוחות אלה בהקשר להצעות מדף. הוועדה סבורה כי יישום המלצותיה, צפוי להגביר את יעילות הדיווח, לשפר את רמת השקיפות ולהפחית עומס רגולטורי מיותר.

ג. עדכון מבחני הפרופורמה

הוועדה בחנה את מבחני הפרופורמה, המשמשים כיום כבסיס לקביעה מתי נדרש תאגיד מדווח לפרסם דוחות פרופורמה כתנאי להבטחת גילוי מלא ומקיף לציבור המשקיעים. הוועדה בחנה את מאפייני המבחנים הקיימים, אשר גובשו לפני שנים רבות, בהתאם למבנה שוק ההון דאז ולמתודולוגיות חשבונאיות שהיו מקובלות באותה עת. בחינה זו העלתה כי אותם מבחנים, אשר שימשו לאורך זמן ככלי מרכזי להגדרת מהותיות של אירועי פרופורמה, אינם משקפים עוד את המציאות הכלכלית, העסקית והחשבונאית של תאגידי מדווחים בשנת 2025.

המבחנים המסורתיים, המבוססים בעיקרם על מדדי סך מאזן, היקפי הכנסות ורווחיות, אמנם היו רלבנטיים בתקופה שבה מבנה התאגידיים היה פשוט יחסית, אך כיום הם לוקים בחסר. תאגידיים מדווחים רבים פועלים באמצעות מבנים מורכבים, הכוללים פעילות בינלאומית, חברות בנות בתחום הטכנולוגיה, נכסים בלתי מוחשיים מהותיים, זרועות מימון פנימיות, פעילות מיזוגים ורכישות ענפה, וכן אירועים חד-פעמיים המשפיעים על נתוני הדוח התקופתי באופן שאינו תמיד מתיישב עם המבחנים המספריים הקלאסיים. בנוסף, מודלים עסקיים חדשים, כגון: חברות SaaS, קרנות השקעה, תאגידי אחזקות ופעילות מבוססת פלטפורמה, אינם נבחנים היטב לפי מבחני הפרופורמה ההיסטוריים. נוכח תמורות אלה, הוועדה התרשמה כי מבחני הפרופורמה הנהוגים כיום עלולים להוביל לתוצאות

לא עקביות, או לחייב פרסום דוחות פרופורמה במקרים שוליים, בעוד שמקרים מהותיים אחרים עשויים שלא להגיע לרמת הסף הנדרשת. הוועדה סבורה שיש מקום לבחון החלפה או עדכון מהותי של המבחנים הקיימים, תוך בחינת אימוץ מבחנים חלופיים המבוססים על פרמטרים שונים, לרבות מבחני הערכת סיכון; מבחן מבוסס הכנסות; מדדים מבוססי EBITDA או תזרים; מבחני חשיבות אסטרטגית לפעילות התאגיד המדווח; היקף התרומה הניהולית או התפעולית של העסקה למבנה הקבוצה; או מבחנים המבוססים על השפעות איכותיות ולא רק כמותיות.

עם זאת, הוועדה התרשמה כי ביצוע רפורמה שכזו, מצריך תשומות נרחבות ומחייב בחינה מעמיקה יותר בלוחות זמנים ארוכים יותר.

לנוכח האמור, הוועדה ממליצה לרשות לקיים הליך שיבחן באופן יסודי את כלל היבטי מבחני הפרופורמה הקיימים ויפתח מתווה מבחנים עדכני ורלבנטי יותר לעתיד.

לגישת הוועדה, הליך שכזה צפוי לתרום תרומה משמעותית להגברת בהירות הדיווח, ליעול דרישות הגילוי, לשיפור ניתוח המהותיות ולהתאמת התקנות הרלבנטיות למציאות העסקית הדינמית שבה פועלים תאגידיים מדווחים כיום.

6. צירוף דוחות כספיים של חברה כלולה

תקנה 23 לתקנות דוחות כספיים שנתיים קובעת כי תאגיד מדווח יצרף לדוחותיו הכספיים השנתיים את דוחותיה הכספיים של חברה כלולה שבה הוא מחזיק (להלן: "דוחות חברה כלולה"), ככל שהחברה הכלולה עומדת באחד המבחנים הקבועים בתקנה האמורה. תקנה 44 לתקנות הדוחות מעגנת חובה מקבילה של צירוף דוחות כלולה, ביחס לדוחות הביניים, תוך התאמת המבחנים לאופיו של דוח ביניים ולבחינה המתבצעת בכל רבעון.

א. עדכון מבחני הצירוף

אחד ממבחני הצירוף בתקנה 44 לתקנות הדוחות מתמקד בתרומת החברה הכלולה לרווחי התאגיד המדווח וקובע כי יש לצרף את דוחות החברה הכלולה בהתקיים שני תנאים מצטברים: (1) הרווח או ההפסד מהחברה הכלולה בארבעת הרבעונים האחרונים מהווה 20% או יותר מהרווח או ההפסד של התאגיד באותה תקופה ("מבחן הרווח"); ו- (2) מבחן הרווח התקיים בשנת הדיווח הקודמת או שצפוי שיתקיים בשנת הדיווח השוטפת.

מכאן, שהבחינה הנדרשת אינה רק בדיקה היסטורית אלא כוללת גם רכיב צופה פני עתיד - הערכת התאגיד המדווח, במועד הדיווח, אם הוא צפוי לעמוד במבחן הרווח בשנת הדיווח הנוכחית. למרות שמדובר במבחן צופה פני עתיד, במועד הבחינה מצויות בידי התאגיד המדווח אינדיקציות כמותיות ממשיות. כך למשל, בסוף הרבעון השני, התאגיד כבר מודע לתוצאותיה העסקיות של החברה הכלולה בשני הרבעונים שחלפו וליחס שלהן לרווחיו, וביכולתו לגבש אומדנים לגבי יתרת השנה.

עם זאת, אופן הפעלת המבחן עשוי להביא לכך שאירוע חד-פעמי אשר התרחש בתחילת השנה, ישפיע באופן מכריע על הצפי לעמידה במבחן. לדוגמה, בבחינת הצורך בצירוף דוחות כלולה לדוח הרבעון השני, אם בוצעה מכירה חד-פעמית של פעילות במהלך חודש מארס, אשר יצרה הפסד מהותי בתאגיד המדווח, מכירה זו עשויה להקטין את רווחי התאגיד באופן שיגדיל את משקל חלקה היחסי של החברה הכלולה. במצב כזה, התאגיד המדווח עשוי לצפות כי מבחן הרווח יתקיים בשנת הדיווח השוטפת, בעיקר בשל אותו אירוע חריג, אף על פי שאלמלא אותו האירוע, הוא לא היה צפוי לעמוד במבחן. כלומר, הצפי לשנת הדיווח השוטפת משקף גם את השפעות האירוע החד-פעמי,

ועל כן, יש להביא בחשבון כי העמידה במבחן עשויה להיות תוצר של תנודתיות נקודתית ולא בהכרח של שינוי מבני או מתמשך במשקל פעילות החברה הכלולה.

לאור הקשיים אשר תוארו לעיל, הוועדה ממליצה לעדכן את מבחן הרווח הקבוע בתקנה 44 לתקנות הדוחות כך שרכיב הבחינה הצופה פני עתיד, לא ייבחן עוד ביחס ל"שנת הדיווח השוטפת", אלא ביחס לארבעת הרבעונים העוקבים למועד הבדיקה. כלומר, על החברה לבחון האם התאגיד יעמוד במבחן הרווח הן בשנת הדיווח השוטפת והן בארבעת הרבעונים העוקבים.

תיקון מוצע זה מבקש לצמצם השפעה נקודתית של נתוני עבר, ובפרט של אירועים חד-פעמיים שהתרחשו ברבעונים שחלפו, על ההחלטה אם לצרף דוחות חברה כלולה, שכן, בחינה קדימה תתמקד בתרומה הצפויה העתידית של החברה הכלולה ולא בתוצאה חשבונאית חריגה שכבר "נבלעה" בתקופת המדידה. יחד עם זאת, ההמלצה אינה מתעלמת מחשיבות נתוני העבר. מקום שבו נתוני העבר משקפים שינוי מהותי ומתמשך בפעילות החברה הכלולה או במערכת היחסים עמה (למשל, שינוי במודל העסקי, היקף פעילות או רווחיות), יש לשקול אינדיקציות אלה כחלק מההערכה הצופה פני עתיד, אך זאת באופן מאוזן ותוך הבחנה בין שינוי בפעילות החברה הכלולה עצמה לבין תנודתיות חד-פעמית ברווחיות התאגיד.

ב. פטור מצירוף דוחות חברה כלולה

סעיף 18 לתקן החשבונאי IAS 28 אשר עוסק בטיפול החשבונאי בהשקעות בחברות כלולות, קובע כי כאשר ההשקעה בחברה כלולה מוחזקת בידי קרן הון-סיכון, קרן נאמנות, נאמנות יחידות או ישות דומה (לרבות קרנות ביטוח מקושרות השקעה), רשאית הישות לבחור שלא ליישם את שיטת השווי המאזני, ולמדוד את ההשקעה בשווי הוגן דרך רווח והפסד בהתאם להוראות תקן החשבונאות הבינלאומי IFRS 9. הוראה בעלת מאפיינים דומים חלה גם ביחס לישויות המסווגות כישויות השקעה בהתאם להוראות תקן חשבונאות בינלאומי IFRS 10. ישויות אלה מודדות את השקעותיהן בחברות מוחזקות בשווי הוגן דרך רווח או הפסד, בהתאם להוראות התקינה החשבונאית הרלבנטית.

ההיגיון העומד מאחורי הוראות התקינה החשבונאית הוא כי בישויות מסוג זה, הערך הרלבנטי למשקיע הוא השווי ההוגן של ההשקעה המשקף את אופן החזקתה מלכתחילה לצורכי השקעה/מימוש, ולא בהכרח "הנתונים היבשים" של דוחות החברה הכלולה המשמשים בסיס לשיטת השווי המאזני. במצב זה, דרישת הדין בדבר צירוף דוחות כספיים של חברה כלולה לדיווחי התאגיד המדווח, עשויה ליצור חוסר הלימה מסוים מול תכלית התקינה, שכן, היא מכבידה על הדיווח במידע שעשוי להיות בעל תרומה שולית להבנת שווי ההשקעה עבור ציבור המשקיעים.

לפיכך, ובשים לב להוראות התקינה החשבונאית הרלבנטית, הוועדה ממליצה שצירוף דוחות חברה כלולה יידרש רק ככל שבהתאם להוראות התקינה החשבונאית, החברה הכלולה נמדדת בהתאם לשיטת השווי המאזני. כך, אם החברה הכלולה נמדדת בשווי הוגן, התאגיד המדווח לא יידרש בצירוף דוחותיה, אף אם החברה הכלולה עומדת במבחני המהותיות הקבועים בסעיף האמור, וככל שנדרש, יינתן גילוי לאומדנים העיקריים אשר בבסיס קביעת השווי ההוגן.

ג. תיקון תקנה 23(א)(5) לתקנות דוחות כספיים שנתיים

תקנה 23(א)(5) לתקנות דוחות כספיים שנתיים קובעת כי כאשר חברה כלולה נעשתה כזו לאחר תאריך הדוח על המצב הכספי, והחברה הכלולה היא בעלת חשיבות ניכרת לעסקי התאגיד המדווח,

על תאגיד לצרף את דוחות החברה הכלולה. כאשר בוחנים את לוחות הזמנים לצירוף דוחות החברה הכלולה, לצד העובדה כי רווחי הכלולה אינם נכללים בדוח על המצב הכספי לאותה תקופה, ובצירוף לכך שנתונים עיקריים כבר ניתנים במסגרת התוספת החמישית לתקנות הדוחות, הרי שלא קיימת חשיבות ניכרת לצירוף דוחות כלולה לאחר תאריך המאזן. זאת ועוד, כאשר התאגיד המדווח רוכש חברה בת לאחר תאריך המאזן, לא קיימת חובת צירוף של הדוחות הכספיים, אלא חובת הכנת דוחות פרופורמה, וזאת למועד הדוחות הכספיים הבאים (בהתאם לתיקונים שהוצעו בפרק זה).

על כן, **הוועדה ממליצה על ביטול תקנה זו תוך הותרת דרישת צירוף דוחות החברה הכלולה במקרים בהם צפויה להתקבל החלטת השקעה, כדוגמת פרסום דוח הצעת מדף או הצעת רכש.**

7. תיקון סימני אזהרה בהתאם לתקנה 14(ב)(10) לתקנות הדוחות

תקנות הדוחות מחייבות כיום תאגיד מדווח אשר הנפיק תעודות התחייבות סחירות בבורסה, לפרסם גילוי בדבר תזרים מזומנים חזוי, וזאת, כאשר מתקיימים בתאגיד סימני אזהרה, כהגדרתם בתקנה 10(ב) לתקנות הדוחות. הוראות התקנה האמורה ורשימת סימני האזהרה הקיימים, מהווים כלי משמעותי לבחינת מצבו הפיננסי של התאגיד המדווח, לרבות, מידת יכולתו לעמוד בהתחייבויותיו ויציבותו הסולבנטית. עם זאת, במהלך עבודת הוועדה, עלה כי קיימת אי אחידות מהותית בין תאגידים מדווחים באשר למדידת סימני האזהרה, וזאת, בשל שינויים שהתרחשו בתקינה החשבונאית בשני העשורים האחרונים, כמו גם, בשל יישום מדיניות חשבונאית שונה בין התאגידים המדווחים.

במהלך דיוני הוועדה עלתה האפשרות לבצע בחינה מחודשת של סימני האזהרה, כך שישקפו בצורה טובה יותר את פרופיל הסיכונים והאיתנות הפיננסית של תאגידים מדווחים בנסיבות השוק הנוכחיות. כיום, סימני האזהרה הקיימים מתמקדים בעיקר במדדי מאזן ותזרים מזומנים, ואינם כוללים מדדים רלבנטיים נוספים, כגון יחס כיסוי חוב, יחס חוב פיננסי נטו להון, מדדי איתנות, מדדי שוק ושיעורי רווחיות שונים. בנוסף, סימני האזהרה מצריכים התאמות לתקינה החשבונאית, בה חלו תמורות משמעותיות בעשור האחרון ובפרט תקני החשבונאות IFRS 16 ו-IFRS 18.

על כן, **ממליצה הוועדה על ביצוע פרויקט ייעודי לתיקוף ולהתאמת סימני אזהרה, במטרה לגבש חלופות ראויות, מעודכנות ויישומיות לסימני האזהרה הקיימים.**

סגל הרשות הבהיר כי בכוונתו לקדם במהלך השנה הקרובה פרויקט מקיף בנושא, במסגרתו תיבחן השאלה האם קיים צורך בשינוי סימני האזהרה, ואם כן – מה יהיו אותם סימנים. לאור האמור, הוועדה לא קיימה דיון מעמיק בצורך לשנות את סימני האזהרה.

8. תיקונים בתקנות דוחות כספיים שנתיים

א. מטבע הצגת דוחות כספיים שנתיים

תקנה 6 לתקנות דוחות כספיים שנתיים קובעת כי אם הדוחות הכספיים של התאגיד המדווח הוצגו במטבע פעילות אשר אינו נמנה עם אחד המטבעות המפורטים בתוספת לתקנות אלה (שקל חדש), דולר ארה"ב ואירו) על התאגיד המדווח לצרף לדוחות הכספיים גם תרגום של הדוחות הללו למטבע פעילות של שקל חדש.

לאורך השנים, הוראות תקנה 6 לתקנות דוחות כספיים שנתיים פורשה ויושמה באופן בו על התאגיד

המדווח להציג את דוחותיו הכספיים במטבע הפעילות שלו⁵⁰. אם מטבע הפעילות אינו אחד מבין המטבעות המנויים בתוספת (כאמור, שקל חדש, דולר ארה"ב או אירו), אזי על התאגיד להציג בנוסף לדוחות הכספיים המוצגים במטבע הפעילות, גם סט דוחות כספיים מתורגם לשקל חדש. פרשנות זו נשענת על הרעיון המסדר לפיו יש חשיבות להצגת דוחות כספיים במטבע פעילות, שכן, עבור המשקיע, דוחות כספיים כאלה בדרך כלל נוחים יותר לניתוח מאשר דוחות כספיים מתורגמים. לפיכך, במקרים הרלבנטיים, תאגיד מדווח נדרש להציג שני סטים של דוחות כספיים – הראשון לפי מטבע הפעילות, והשני – בתרגום לשקל חדש.

דרישה זו, לפיה תאגיד מדווח נדרש להציג שני סטים של דוחות כספיים, הינה מחמירה ביחס לדרישות התקינה החשבונאית הבינלאומית, ואף ביחס לדין הזה. משכך, מדובר לעיתים בדרישה אשר עשויה להכביד על עורכי הדוחות הכספיים, הנדרשים לעבודת תרגום משמעותית של הדוחות הכספיים עצמם, לרבות, המידע המתואר במסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד. בהקשר זה, יצוין כי מצופה כי תאגידי מדווחים אף יבהירו במסגרת דוח ההנהלה אילו שינויים בתוצאות הפעילות מיוחסים להתפתחות הפעילות העסקית, לעומת אילו שינויים נובעים בפועל מהשינויים בשער החליפין.

לאור האמור, הוועדה סבורה שנוצר עומס רגולטורי משמעותי בצורך להציג שני סטים של דוחות כספיים, הן במטבע הפעילות והן בשקל חדש, במקרים הנופלים תחת תקנה 6 לתקנות דוחות כספיים שנתיים. עומס זה עולה במרבית המקרים על התועלת אשר תצמח למשתמשי הדוחות הכספיים. על כן, לעמדת הוועדה, בנסיבות אלה, לא קיימת הצדקה מהותית לסטייה מהעקרונות המקובלים לפי התקינה החשבונאית הבינלאומית והדין הזה, אשר מאפשרים הצגה של סט דוחות כספיים אחד, בלבד, במטבע שהוא הרלבנטי והשימושי ביותר למשתמשים.

אשר על כן, הוועדה ממליצה על תיקון תקנה 6 לתקנות דוחות כספיים שנתיים, כך שתאגיד מדווח יידרש להציג את דוחותיו הכספיים אך ורק במטבע הפעילות, כמשמעותו בתקינה החשבונאית⁵¹. גישה זו נשענת על ההנחה כי הצגה במטבע הפעילות משקפת נאמנה את סביבת הפעילות הכלכלית של התאגיד המדווח, ומאפשרת למשתמשים לנתח את המידע באופן אפקטיבי.

בהקשר זה, ניתן לקחת בחשבון את אופיו של שוק ההון בישראל, שהינו יחסית קטן אך מגוון, המאופיין בתאגידי מדווחים הפועלים לעיתים בשווקים זרים, כך שסביר להניח כי מטבע הפעילות עשוי שלא להיות שקל חדש. במצבים אלה, ייתכן כי אין הצדקה לכפות הצגה בשקל חדש. יחד עם זאת, לעמדת הוועדה יש להותיר מקום לשיקול דעת לדרישת הצגה במטבע שקל חדש במקרים חריגים, כגון כאלו שבהם מטבע הפעילות של התאגיד המדווח אינו שכיח.

ב. צירוף דוחות נערבת על פי כללי חשבונאות מקובלים בישראל (Israeli GAAP)

תקנה 19(ו) לתקנות דוחות כספיים שנתיים קובעת כי ניתן לצרף דוחות חברה נערבת הערוכים לפי כללי חשבונאות מקובלים בישראל (Israeli GAAP) אם יו"ר הרשות אישר זאת. לעומת זאת, תקנה 19(ו) לתקנות דוחות כספיים שנתיים קובעת כי ניתן לצרף דוחות חברה נערבת כשהם אינם ערוכים בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים, כאשר מערכת כללי החשבונאות שעל פיה נערכו דוחות אלו היא מקיפה (Comprehensive).

⁵⁰ יצוין, כי בהתאם לעמדת סגל 5-1 "דוחות כספיים וביקורת דוחות כספיים של מנפיקי חוץ וחברות שמטבע פעילותן הוא מטבע חוץ" כאשר קיימת לתאגיד פעילות חוץ בעלת מטבע פעילות שונה משל התאגיד, רשאי התאגיד להציג את הדוחות הכספיים במטבע הפעילות של פעילות החוץ, אם לעמדת ההנהלה הצגה זו תספק מידע שימושי יותר למשקיעים.

⁵¹ יובהר, כי פרט 6 לתוספת העשירית לתקנות הדוחות הקובע דרישת צירוף זהה לתקנה 6 לתקנות דוחות כספיים שנתיים ביחס לדוחות הסולו, יתוקן בהתאם להמלצה לעיל.

בעשור האחרון חל שינוי ניכר בתקינה הישראלית, כך שזו מתקרבת לתקינה הבינלאומית הנהוגה. כחלק מכך עלתה השאלה האם מערכת כללי החשבונאות הישראלים מהווה כיום מערכת מקיפה, כך שיש לתת פטור מוקנה לצירוף דוחות נערבת על פי כללי חשבונאות מקובלים בישראל, ובכך תקנה 19(ו) לתקנות דוחות כספיים שנתיים מתייתרת ואינה מצריכה את אישור יו"ר הרשות לכך. הוועדה ממליצה לבחון את הנושא לאור מכלול השינויים שחלו בתקינה הישראלית.

במסגרת שיחות שקיימה הוועדה עם גורמים שונים, הועלו הסתייגויות ביחס לשאלה האם ניתן לראות בתקינה החשבונאית הישראלית כמסגרת דיווח מקיפה דיה לצורך יישום תקנה 19(ו) לתקנות דוחות כספיים שנתיים. בהקשר זה, נטען כי על אף שהתקינה הישראלית כוללת מערך רחב של כללי דיווח, קיימים בה עדיין פערים ביחס לנושאים מסוימים אשר טרם הוסדרו באופן מלא, ועל כן קיים קושי לראות בה, בשלב זה, תקינה מקיפה במובנה המלא.

לאור האמור, הוועדה סבורה כי אין מקום, בשלב זה, לתקן את תקנה 19(ו) לתקנות דוחות כספיים שנתיים, ללא הסכמה רחבה בנוגע למעמדה של התקינה החשבונאית הישראלית. על כן, הוועדה ממליצה, לגורמים הרלבנטיים, לבחון לעומק את שאלת מקיפותה של התקינה החשבונאית הישראלית ובמידת הצורך לבחון את תיקון תקנה 19(ו) לתקנות דוחות כספיים שנתיים, בעתיד.

ג. עלות המכר

תקנה 33 לתקנות דוחות כספיים שנתיים קובעת כי יש לפרט סכומים של עלות המכר לגבי כל סוג הכנסה שלה ניתן גילוי לפי כללי החשבונאות המקובלים.

תקנה זו תוקנה כאשר תקן ההכנסות הרלבנטי היה IAS 18, וקבע כי יש לפצל את עלות המכר לכל סוג משמעותי של הכנסות, ובעיקר מכירת סחורות ומתן שירותים. מאז, נכנס לתוקפו תקן IFRS 15, הקובע כי יש לתת גילוי הכולל פיצול ההכנסות על פי פילוחים שונים, המפורטים יותר מאשר דרישות העבר של IAS 18, והתיקון לתקן המגזרים IFRS 8 שדורש לתת גילוי לפריטים מהותיים של הכנסה והוצאה לכל מגזר בר דיווח.

הוועדה בחנה את הצורך בתיקון דרישות הגילוי הנוגעות לעלות המכר, והגיעה למסקנה כי יש לעדכן את ההוראות הקיימות באופן שיחזק את יכולת המשתמשים בדוחות להבין את מבנה ההכנסות והעלויות של התאגיד. לעמדת הוועדה, מקום שבו קיימת הבחנה מהותית בין הכנסות ממכירת מוצרים לבין הכנסות ממתן שירותים יש מקום להציג חלוקה זו בנפרד ובהתאם, יש מקום לדרוש הצגה מקבילה גם בצד עלות המכר.

במסגרת זו, בחנה הוועדה את הגישה הנהוגה בתקנות האמריקאיות, אשר מחייבת, במקרים המתאימים, פיצול של ההכנסות בדוח הראשי תוך הבחנה בין מוצרים ושירותים. בהתאם לאותו היגיון, נדרש גם פיצול של עלות המכר המתייחסת לאותן הכנסות, כך שתוצג בנפרד עלות המכר בגין מוצרים ועלות המכר בגין שירותים.

הוועדה סבורה כי חלוקה כאמור עשויה לתרום להבנה עסקית טובה יותר של פעילות התאגיד, של מקורות הרווחיות שלו ושל השונות הכלכלית בין תחומי ההכנסה השונים. הצגה נפרדת של הכנסות ועלויות לפי מוצרים ושירותים מאפשרת למשתמשי הדוחות לבחון את שיעורי הרווח הגולמי, את מבנה העלויות ואת מגמות הפעילות באופן מדויק ורלבנטי יותר.

לפיכך, הוועדה ממליצה לתקן את התקנה כך שבדוח על הרווח הכולל, התאגיד יציג את סעיף ההכנסות תוך הפרדה בין הכנסות ממוצרים לבין הכנסות משירותים ובהתאם, תידרש הצגה מקבילה

של עלות המכר בגין כל אחד מסוגי ההכנסות האמורים. בכך תיווצר התאמה טובה יותר בין מבנה ההכנסות לבין מבנה העלויות, ותוגבר איכות הגילוי הניתן למשקיעים.

עם זאת, יצוין כי חלק מחברי הוועדה הביעו הסתייגות מההמלצה הנ"ל וציינו כי, לעמדתם, תקני החשבונאות הבינלאומיים נותנים מענה מספק בעניין זה ואין מקום להרחיב את דרישות הגילוי מעבר לנדרש בתקני החשבונאות. לעמדת חברי ועדה אלה קיים ספק רב האם ובאיזה מידה, תוספת הגילוי שיתווסף עומדת במאזן עלות תועלת הקיים בין העלות הכרוכה בגילוי המידע הנוסף (הן באיסוף ומתן המידע והן ברמת הפגיעה בסודיות מסחרית) לבין הערך למשקיעים, וזאת, בין היתר, בשים לב להשפעות צולבות של דרישת המידע הנוסף במסגרת התקנות ביחד עם דרישות הגילוי הנרחבות של תקן IFRS 18 אשר יכנס לתוקף בראשית שנת 2027.

סיכום עיקרי המלצות הוועדה לפרק המימון וסוגיות חשבונאיות:

א. יצירת פרק מימון ייעודי ומרוכז - הוועדה ממליצה על ריכוז כלל דרישות הגילוי הקשורות למימון ונזילות תחת מסגרת אחת, בפרק מימון ייעודי אשר ייכלל בדוח ההנהלה, כדי לאפשר למשקיעים תמונה מלאה וקוהרנטית של מצב מימוני/נזילותי, לצמצם פיזור בין פרקים ולמנוע כפילויות מול הדוחות הכספיים.

ב. עיגון של עמדת הסגל בעניין "אירוע אשראי בר-דיווח" במסגרת פרק המימון - הוועדה ממליצה על עיגון עמדת סגל 15-104 (אירוע אשראי בר-דיווח) כדרישת תקנות מחייבת, כולל חובת מידע איכותי וכמותי על אשראי מהותי (עילות לפירעון מיידי, תנאים מרכזיים, אמות מידה פיננסיות, שעבודים צולבים וכיו"ב).

ג. שינוי מתכונת צירוף הערכות שווי מהותיות מאוד - הוועדה ממליצה על צמצום המקרים שבהם יידרש תאגיד לצרף הערכת שווי מלאה. ביחס לנכסים משועבדים מומלץ על מתן פטור מצירוף אם לחברה דירוג מנפיק מינימאלי של AA (לפי דירוג מעלות) או Aa2 (לפי דירוג מידרוג). ביחס להערכות שווי נוספות, בדגש על עבודות שמאות מקרקעין בענף הנדל"ן, ייבחן הצורך בתיקון עמדת סגל 23-105, כך שיצומצם היקף הערכות השווי אשר יצורפו לדיווחי התאגידים המדווחים.

ד. שינוי במבנה וחובת הצירוף של דוחות סולו - הוועדה ממליצה על תיקון תקנה 9 לתקנות הדוחות כך שתבוצע הקלה מצומצמת במתכונת הגילוי הקיימת וזאת באמצעות הסרת חלק מהביאורים הקיימים. בנוסף, הוועדה ממליצה כי חברות שהנפיקו מניות בלבד ואינן תאגיד קטן יהיו פטורות מצירוף דוחות סולו ככל שחוות הדעת של רואי החשבון בדוח המאוחד אינה כוללת הפניית תשומת לב למצב פיננסי או הערת עסק חי.

ה. תיקונים בתקנות לעניין דוחות פרופורמה - הוועדה ממליצה על מספר תיקונים בתקנות הדוחות ביחס לדוחות פרופורמה: תקופות השוואה ולוחות זמנים - צמצום ברירת המחדל לתקופת השוואה אחת, במקום שתיים, בהתאמה לפרקטיקה בינלאומית; ביטול מנגנון 90/180 ימים וקביעה שדוחות פרופורמה יפורסמו לכל המאוחר עם הדוחות התקופתיים הרלבנטיים.

ו. בחינה מחדש של מבחני פרופורמה - המלצה לרשות לעדכון המבחנים הקיימים כיום, לרבות בחינת מבחנים חלופיים דוגמת כאלה אשר מבוססים על תזרים / EBITDA / סיכון / חשיבות אסטרטגית / פרמטרים איכותיים וכדומה.

ז. תיקוני תקנות ביחס לצירוף דוחות חברה כלולה - הוועדה ממליצה על מספר תיקונים ביחס לצירוף דוחות חברה כלולה: התאמת מבחן הרווח כך שהרכיב הצופה פני עתיד ייבחן ביחס ל-4

הרבעונים העוקבים לצורך צמצום השפעת אירועים חד-פעמיים; בחינת פטור מצירוף דוחות כלולה לקרנות/ישויות השקעה בהתאם ל-10 IAS 28/IFRS; ובחינת ביטול דרישה לצירוף דוחות כלולה שנעשית לאחר תאריך המאזן.

ח. פרויקט ייעודי להתאמת "סימני אזהרה" - הוועדה ממליצה על בחינה מחודשת והתאמה של סימני האזהרה לשינויים בתקינה ובשוק (כולל אפשרות לשילוב מדדים נוספים כמו כיסוי חוב/חוב נטו להון/רווחיות) ולהפחתת אי-אחידות ביישום.

ט. תיקונים נוספים בתקנות דוחות כספיים שנתיים - הוועדה ממליצה על מספר תיקונים בתקנות דוחות כספיים שנתיים: ביטול דרישת הצגה בש"ח כאשר מטבע הפעילות אינו מפורט בתוספת לתקנות תוך דרישה להצגה במטבע הפעילות בלבד; בחינת התייתרות הדרישה לאישור יו"ר הרשות לצירוף דוחות נערבת לפי תקינה ישראלית; עדכון הגילוי אודות פירוט עלות המכר לפי תקנה 33 לתקנות דוחות כספיים שנתיים.

חלק ז' | דיווחים מיידיים

תאגיד אשר הציע את ניירות הערך שלו לציבור על פי תשקיף, או שניירות הערך הללו נסחרים בבורסה, כפוף לחובת הדיווח המיידית, אשר מוסדרת במסגרת תקנות הדוחות. הדיווחים המיידיים משמשים כלי מרכזי לגילוי מידע מהותי לציבור המשקיעים בזמן אמת, בתקופה שבין הדוחות העיתיים. הוועדה בחנה את התאמתו של משטר הדיווח המיידית לסביבת שוק דינמית, בה תאגידים נדרשים להגיב לאירועים מורכבים בפרקי זמן קצרים מאוד.

תקנות הדוחות קובעות חובת דיווח מיידית על אירועים קונקרטיים בחיי התאגיד, וכן קיימת תקנת סל המטילה חובה על התאגיד לדווח על "כל אירוע או ענין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים בשל טיבם, היקפם או תוצאתם האפשרית, ואשר יש להם או עשויה להיות להם השפעה מהותית על התאגיד, וכן בדבר כל אירוע או ענין שיש בהם כדי להשפיע באופן משמעותי על מחיר ניירות הערך של התאגיד".

במהלך שנת 2024, התאגידים המדווחים פרסמו למעלה מ-38 אלף דיווחים שונים, בהם מדווח לציבור המשקיעים היקף גדול של מידע. לעיתים תאגידים מפרסמים מידע חלקי או עודף אשר אינו תורם בהכרח לקבלת החלטות השקעה מושכלות. נוכח אתגרים אלה, והפער שבין מטרות הדיווח המיידית לבין אופן יישומו בפועל, בחנה הוועדה את הצורך בעדכון עיתוי הדיווח המיידית, צמצום ועדכון של חובות דיווח קיימות, והרחבה או התאמה של מנגנוני דיווח רלבנטיים.

הוועדה סבורה כי נדרש איזון בין הצורך בשקיפות מלאה ומהירה, לבין היכולת להבטיח כי המידע המתפרסם יהיה מדויק, רלבנטי ובעל ערך אמיתי למשקיעים. כמו כן, נדרש איזון בין הצורך בפרסום מהיר של מידע מהותי לבין החשש מפגיעה של הפרסום באינטרסים מסחריים לגיטימיים של התאגיד. על כן, וכחלק מהמאמץ לצמצם עומס רגולטורי שאינו נדרש, מחד, ולשפר את איכות הגילוי לציבור, מאידך, גיבשה הוועדה שורה של המלצות אשר עוסקות בעיתוי הדיווח המיידית, בהיקף חובת הגילוי ובסוגי האירועים שבגינם תקום חובת דיווח מיידית, וכולן נועדו להתאים את שיטת הדיווח המיידית להתפתחויות בשוק ההון ולצרכי המשתמשים בו.

להלן עיקרי הנושאים והצעדים המוצעים בתחום זה.

1. עיתוי פרסום הדיווח המיידית

תקנה 30(ב) לתקנות הדוחות קובעת את המועד שבו קמה חובה להגיש דיווח מיידית על אירוע המפורט בפרק ג' לתקנות הדוחות, כאשר מועד זה נגזר מהזמן בו נודע לתאגיד על האירוע לראשונה. עם התקנת תקנות הדוחות, נקבע פרק זמן של 15 ימים להגשת דיווח מיידית, ובמהלך השנים, הייתה מגמה של קיצור פרק הזמן להגשת הדיווח המיידית עד למצב שבשנת 2015, בוצע תיקון ראשון במסגרתו הורחב במעט פרק הזמן להגשת דיווח מיידית.

על פי מועדי הדיווח הנוכחים, אם האירוע שעליו יש לדווח, נודע לתאגיד לראשונה עד לשעה 09:30 ביום מסחר כלשהו, חייב התאגיד לדווח על האירוע כבר באותו היום, עד לשעה 13:00. אם האירוע שעליו יש לדווח, נודע לתאגיד לראשונה לאחר השעה 09:30 ולפני השעה 17:00 ביום מסחר כלשהו, חייב התאגיד לדווח על האירוע עד לשעה 09:30 ביום המסחר שלאחריו. אם האירוע שעליו יש לדווח, נודע לתאגיד לראשונה לאחר השעה 17:00 ביום מסחר כלשהו או ביום שאינו יום מסחר, חייב התאגיד לדווח על האירוע עד השעה 13:00 ביום המסחר שלאחריו.

קביעת מועד הדיווח מצריכה איזון בין מספר שיקולים. הדיווח המיידית נועד לספק לציבור המשקיעים

מידע מהותי בזמן אמת, וזאת על מנת להבטיח שהמסחר בבורסה יביא לתמחור נאות של ניירות ערך. חובת דיווח זו היא מאבני היסוד של שוק הון משוכלל ויעיל. כמו כן, חובת הדיווח המיידית נועדה לצמצם פערי מידע בין אנשי הפנים לציבור הרחב (ובכך לצמצם את פוטנציאל השימוש לרעה במידע פנים בידי אנשי פנים). שיקולים אלו תומכים בפרסום הדיווח המיידית תוך זמן קצר יחסית ממועד קרות האירוע נשוא הדיווח. תימוכין להותרת מועד הדיווח כפי שהוא ניתן למצוא בעובדה שפרק הזמן הנוכחי מוביל להצגת המידע למשקיעים במהירות, וכך מגביר את יעילות שוק ההון בקביעת מחיר השוק הראוי. כל זאת, לצד צמצום הסיכון לקיומו של מידע פנים (מן הטעם, שפרק הזמן שבין מועד התרחשות האירוע בר הדיווח, לבין פרסום הדיווח המיידית בגינו, אינו רב).

מנגד, פרק הזמן הקבוע כיום קצר יחסית בהשוואה לשוקי הון מפותחים בעולם. יתר על כן, קביעת פרק זמן ארוך יותר, מהמועד בו אירוע נודע לתאגיד ועד לפרסום הדיווח המיידית, תעניק לתאגידים המדווחים שהות להיערכות וניתוח השלכות האירועים, מה שצפוי לתרום להגברת הדיוק בתוכן הדיווח המיידית ולצמצום פוטנציאל המקרים של אירועים המדווחים שלא לצורך, בהיעדר זמן מספק לניתוח מקיף של השלכות האירוע נשוא הדיווח. כך, ההסדר הקיים כיום עלול לייצר תרחישי קיצון בהם פרק הזמן להיערכות, גיבוש ופרסום הדיווח המיידית הוא קצר מאד, דבר אשר עלול להקשות על התאגיד לקבל ייעוץ מקצועי ולפגוע באיכות הדיווח המיידית, בהיקף המידע המובא במסגרתו ובבקרה על האמור בו.

מלבד חובות הדיווח המתייחסות לאירועים ספציפיים וברורים, קמה חובת דיווח גם לפי תקנת הסל הקבועה בתקנה 36 לתקנות הדוחות. תקנה זו מבוססת בעיקרה על מבחן המהותיות, אשר עלול להיות קשה ליישום ובחינה בפרק זמן קצר, וזאת בייחוד אם אירוע מהותי הוא "חיצוני" לתאגיד ולא בשליטתו, כמו אירוע הקשור ללקוח של התאגיד או החלטה של רשות ממשלתית, אשר התרחשותם לא הייתה צפויה מראש, בנוגע לעסקי התאגיד.

בנוסף, הארכת פרק הזמן למתן הדיווח המיידית, כאמור לעיל, תוכל גם להקל על תאגידים מדווחים הפועלים בחו"ל באופן שהיא תצמצם את הצורך בעבודה על הכנת דיווח מיידית מחוץ לשעות העבודה המקובלות.

לאור כל האמור, הוועדה סברה שיש להאריך את תקופת הדיווח המיידית. הוועדה בחנה שתי חלופות אפשרויות להארכת פרק הזמן להגשת דיווח מיידית, כמפורט להלן:

א. חלופה אפשרית ראשונה - דיווח מיידית על אירוע מהותי יינתן תוך פרק זמן של עד 48 שעות מהמועד שבו הוא "נודע" לתאגיד לראשונה. במקרה של אימוץ חלופה זו, הארכת משך התקופה להגשת הדיווח המיידית תספק לתאגיד המדווח פרק זמן נוסף לצורך עיבוד המידע ועדכון הגורמים הרלבנטיים בתאגיד והוא צפוי לאפשר לאותם גורמים להיערך ולגבש דיווח מיידית מפורט ואיכותי יותר. מנגד, החשש למסחר המתבסס על שימוש במידע פנים גדל בצורה משמעותית.

ב. חלופה אפשרית שנייה - דיווח מיידית על אירוע מהותי יינתן לא יאוחר מפתיחת יום המסחר שלאחר חלוף 24 שעות מהמועד שבו הוא "נודע" לתאגיד לראשונה. במקרה של אימוץ חלופה זו, התאגידים המדווחים מקבלים תקופה מינימאלית אחידה של 24 שעות שאמורה לאפשר להם לנתח את האירוע לעומקו על המשמעויות שלו כך שהדיווח יהיה מפורט ואמין. מנגד התקופה בה יתקיים מסחר ללא המידע תהיה קצרה יחסית. כמו כן יתרון נוסף בחלופה זו שהדיווחים יפורסמו לפני פתיחת המסחר ולא במהלכו כך שהדבר יאפשר למשקיעים שהות לקרוא וללמוד את האירוע טרם תחילת המסחר ויצמצמו האירועים בהם תידרש השהיית מסחר יזומה.

הוועדה ממליצה להאריך את פרק הזמן בו נדרש להגיש דיווח מיידי בהתאם לחלופה השנייה לאור השיקולים המתוארים לעיל ובפרט לאפשר לתאגיד המדווח זמן היערכות נרחב יותר למתן הדיווח המיידי תוך שיפור איכות המידע אשר יובא במסגרתו, לצד שמירה על העיקרון לפיו המידע יוצג למשקיעים במהירות. יודגש, כי גם לפי הצעת הוועדה תקופת הדיווח המנדטורית עדיין תהיה תואמת ואף קצרה מהמקובל בשווקים מובילים אחרים, כגון: ארה"ב או קנדה.

2. עיכוב דיווח בנוגע למשא ומתן להתקשרות מהותית של התאגיד

תקנה 36(א) לתקנות הדיווח קובעת חובת דיווח מיידי בדבר כל אירוע או ענין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים בשל טיבם, היקפם או תוצאתם האפשרית, ואשר יש להם או עשויה להיות להם השפעה מהותית על התאגיד, וכן בדבר כל אירוע או ענין שיש בהם כדי להשפיע באופן משמעותי על מחיר ניירות הערך של התאגיד.

לצד חובת הדיווח כאמור, קבע המחוקק הסדר המאפשר לתאגידיים זכות לעכב את הגשת הדיווח. ככלל, תאגיד רשאי לעכב הגשת דוח מיידי על אירוע או עניין, אם הגשתו עלולה למנוע השלמת פעולה של התאגיד או עסקה שהתאגיד צד לה או שיש לו עניין בה או להרע באופן ניכר את תנאיה. ואולם, בנוגע למשא ומתן לעסקה שהתאגיד צד לה או שיש לו עניין בה, הקודם להתקשרות בהסכם מקדים, רשאי התאגיד לעכב את הדיווח גם אם הגשתו אינה עלולה לגרור תוצאות כאמור.⁵² יצוין, כי לצד זכות העיכוב בשלב המשא ומתן, קיימת לתאגידיים אפשרות להמשיך ולעכב דיווח גם לאחר חתימה על הסכם מקדים, וזאת בתנאי שהגשת הדיווח המיידי עלולה למנוע את השלמת העסקה או להרע באופן ניכר את תנאי העסקה.⁵³ עם זאת, זכות עיכוב הדיווח מבוטלת בהתקיים אחד משני התנאים הבאים:⁵⁴

א. פרטי המשא ומתן פורסמו ברבים;

ב. התאגיד נמצא בתקופה הרגישה.⁵⁵

במרוצת השנים התעוררו לא מעט קשיים ביישומה של התקנה, ובפרט לעניין חשיפת מידע רגיש בשלב מוקדם לעסקה וקשיים ביישום זכות עיכוב המידע. קשיים אלו, שהובאו בפני הוועדה גם במסגרת הערות הציבור שהתקבלו לקול הקורא שפורסם על ידי הוועדה בחודש אפריל 2025, התעוררו עקב המתח המובנה שקיים בין החשיבות של דיווח בזמן אמת, עוד בשלב המשא ומתן, על אירועים שיש להם השפעה מהותית על התאגיד לבין החשש שדיווח על שלבים מוקדמים בעסקה יכשיל או יפגע בסיכויי השלמת העסקה ובמיקסום תנאי העסקה לטובת התאגידיים.

בדיוני הוועדה עלה שמנגנון זכות עיכוב מידע הקבוע בתקנות מספק **מענה חלקי בלבד** לקשיים אלו, וזאת לנוכח שינויים בסביבה העסקית, הפיכת עסקאות מורכבות וגדולות לתופעה שכיחה יותר, והצורך של התאגידיים להתמודד עם סביבה תקשורתית המשתנה במהירות, ושבה אינפורמציה – לרבות מידע שהוא בבחינת מידע חסוי שהודלף בשלב רגיש וחסוי של דיונים – הופך במהירות לנחלת הכלל. לעיתים קרובות, תאגידיים מוצאים את עצמם נדרשים להגיב על מידע שפורסם בתקשורת בנוגע למשא ומתן להתקשרות בעסקה מהותית, אף אם מדובר בשלבים מוקדמים של המשא ומתן.

⁵² "הסכם מקדים" – הסכם עקרונות, מזכר הבנות, זיכרון דברים או הסכם בעל אופי דומה, בין בכתב ובין בעל פה, הכולל את הסכמות הצדדים לעיקרי תנאי העסקה.

⁵³ תקנה 36(ב)(2) לתקנות.

⁵⁴ תקנה 36(ב) לתקנות.

⁵⁵ תקנה 36(ב)(1) לתקנות: 3 ימים לפני המועד האחרון להמרת ניירות ערך המירים של התאגיד, וכן במקרה שבו פורסם מסמך סופי של הצעה לציבור, הצעת רכש או כל הליך אחר הדומה להם במהותו (להלן: "התקופה הרגישה").

נוסף על כך, קיים פער רגולטורי בין משטר הדיווח בישראל שמחייב לחשוף מידע עוד לפני חתימה על הסכם סופי לבין משטר הדיווח במדינות מובילות בעולם אשר דוחה את חובת הדיווח לשלב החתימה על הסכם סופי ומחייב. פער זה מקשה על תאגידים מדווחים בישראל המנהלים מו"מ על עסקאות עם חברות בינלאומיות, המצפות לחשאיות לאורך כל שלבי המו"מ ועד לחתימה על הסכם סופי.

אם כן, ההסדר הקיים מביא תאגידים להתחבט במספר שאלות יישומיות:

א. האם משא ומתן על עסקה פלונית מתקדם דיו כדי להקים חובת דיווח, ואם כן - האם עומדת לתאגיד זכות לעכב את הפרסום אודותיו;

ב. כיצד להתמודד עם פרסום מידע ברבים בשלב עיכוב הדיווח. בפרט כאשר העסקה נעשית עם גורם שמחייב את התאגיד המדווח בחיסיון מידע עד להשלמת העסקה;

ג. האם להעדיף "לשחרר" את המידע לציבור בשלב המשא ומתן על מנת לשמור על הציבור מעודכן חרף אי הוודאות הכרוכה בשלב זה או להביא בפני הציבור את המידע רק כשהוא מוגמר, סופי וודאי.

על רקע כל האמור, הוועדה בחנה שינוי אפשרי בדין הישראלי:

דחיית מועד חובת הדיווח לשלב החתימה על הסכם סופי - בשים לב לחוסר הוודאות להשלמת העסקה בשלבים הראשונים של העסקה, ולאור הפער הרגולטורי בין ההסדר החוקי בישראל לבין ההסדר המקביל במדינות מובילות בעולם, שינוי זה ידחה את מועד חובת הדיווח כך שיחול רק בשלב מתקדם יותר של העסקה. יובהר, שהאמור אינו גורע מהצורך לדווח על פרטי עסקה גם בשלבים מוקדמים יותר ככל שהתאגיד המדווח נמצא בתקופה הרגישה ו/או פרטים בדבר העסקה פורסמו ברבים (וראו סעיף 3 להלן לעניין בחינת אימוץ מודל "אין תגובה" בידי הוועדה).

ישנם מספר שיקולים בעד ונגד דחיית מועד הדיווח. כך למשל, שיקולים בעד דחיית מועד הדיווח הם:

א. הגדלת הוודאות למשקיעים והקטנת התנודתיות במסחר - דיווח על עסקאות מתגבשות בשלב מאוחר יותר יסייע לספק למשקיעים מידע שהוא וודאי, נכון ומדויק יותר, שכן, הוא יהיה מבוסס על תנאי ההסכם הסופי, וזאת חלף פרסום מידע חלקי שמבוסס על שיחות ראשוניות שלעיתים אף אינן מובילות להבשלת הסכם בפועל. בהתאם, המסחר במניות יהיה על בסיס מידע מדויק יותר;

ב. השוואת מצב לדין הקיים בארה"ב ועידוד עסקאות בינלאומיות - בהקשר זה, יש להדגיש כי בארה"ב אין חובת דיווח אודות משא ומתן, והמועד הראשון בו נדרש התאגיד לדווח על שלב בעסקה לרכישת נכסים הוא במועד החתימה על הסכם סופי ומהותי;

ג. התאמת התקנות לפרקטיקה הדיווחית - לתאגידים מדווחים זכות קנויה לעכב את הדיווח בזמן המשא ומתן, כאשר לאחר מכן, לתאגידים זכות לעכב את הדיווח ככל ופרסום מיידי עלול לפגוע בתנאי העסקה או להרע באופן ניכר את תנאיה. פרסום מידע בדבר עסקה מתגבשת עלול לסכל את העסקה עקב סיבות שונות ובפרט חוסר רצון של הצד השני לחשוף את העסקה המתגבשת או את פרטיה. לכן, בפועל, תאגידים רבים מנצלים את זכות העיכוב, ודוחים את הדיווח לשלבים מאוחרים יותר בהתקשרות - זאת בהנחה שלא פורסם בפומבי מידע על אודות העסקה המתגבשת. אם כן, דחיית מועד הדיווח לשלבים מתקדמים יותר, תשקף את הפרקטיקה הנהוגה בשוק;

ד. הפחתת הצורך בפרסום מידע רגיש - המצב המוצע יסייע לתאגידים כך שיוכלו לנהל משא ומתן באופן דיסקרטי מבלי שתבוץ מעליהם חובת הדיווח והצורך לחשוף מידע רגיש על

העסקה המתגבשת. בנוסף, המצב המוצע יכול להפחית את החשש של חברות בינלאומיות או פרטיות מביצוע עסקאות עם תאגידים מדווחים ישראלים מחשש שיפורסם מידע רגיש בשלב מקדמי מאוד;

ה. הגדלת הוודאות למועד שמקים חובת דיווח כך שיהיה מועד מוגדר - בפרקטיקה הקיימת כיום, קיים לעתים קושי להגדיר במדויק באיזה מועד משא ומתן הופך למידע מהותי, וכן האם הסכם שנחתם עולה כדי הסכם מקדים אם לאו;

ו. צמצום דיווחים שנועדו למטרות שיווקיות בלבד - כיום, ישנם תאגידים שמפרסמים דיווחים על משאים ומתנים בגין עסקאות המצויות בשלבים גולמיים למדי, גם כאשר ברור שאין היתכנות גבוהה להתממשות העסקה. מטרת הדיווח במקרים אלה עלולה להיות הגדלת היקף המסחר במניה או כדי להוביל לעליית מחיר המניה. יצוין, כי אין בכוונת הוועדה לאסור על דיווחים וולונטריים אודות משא ומתן, מקום בו התאגיד סבור כי דיווח כאמור הנו ראוי או נדרש. יחד עם זאת, היעדר חובה חוקית לדיווח וקיומה של פרקטיקה בה הדיווח אינו נהוג, צפויים להערכת הוועדה להשפיע גם על היקפם של דיווחים אלה ולצמצם דיווחים שנועדו למטרות שיווקיות.

מנגד, השיקולים נגד דחייה של מועד הדיווח הם:

א. הגדלת אסימטריה במידע והרחבת הסיכון לשימוש במידע פנים - דחיית מועד הפרסום אודות עסקה, ממועד המשא ומתן למועד מאוחר יותר, כרוכה באופן טבעי בפגיעה בהיקף המידע העדכני המדווח למשקיעים מקרב הציבור. דחיית מועד פרסום המידע מאריכה את התקופה בה קיימת אסימטריה במידע. בנוסף, עיכוב פרסום המידע מוביל להרחבת התקופה בה קיים בתאגיד המדווח מידע פנים, כאשר מידע אודות העסקה אשר לא פורסם לציבור, נחשב למידע פנים;

ב. פגיעה בשקיפות בגין אירועים המתרחשים בתאגיד המדווח, והיכולת של משקיעים להשפיע על תנאי העסקה ובקרה על ההנהלה - כיום, התקנות מורות על פרסום דיווחים בשלב מוקדם וראשוני של עסקאות מהותיות. כתוצאה מכך, המשקיעים מעודכנים בזמן אמת על מהלכים שהתאגיד המדווח מבצע ונשארים מעודכנים ביחס לכיוונים שהתאגיד פונה אליהם ולנתיבי התפתחות פוטנציאלים. כמו כן, דחיית מועד הדיווח, מצמצמת עד מבטלת את יכולתו של ציבור המשקיעים להשפיע על העסקה ועל תנאיה, ולמתוח ביקורת על ההנהלה ועל שיקול דעתה ביחס להסכם אשר עתיד להיחתם;

ג. מידע שאינו סופי או ודאי טעון דיווח גם בהקשרים אחרים מלבד משא ומתן - ישנם אירועים נוספים שבגינם חברות מפרסמות דיווח מיידים, גם כאשר האירוע אינו סופי או ודאי;

ד. הארכת התקופה בה עלול לדלוף מידע על עסקה - בשל דחיית מועד פרסום הדיווח המיידים אודות העסקה, גדל הפוטנציאל לדליפת מידע אודות העסקה ולפרסום ברבים, מבלי שהתאגיד היה מעוניין לדווח עליה.

לאחר שקילת היתרונות והחסרונות, הוועדה ממליצה לדחות את מועד הדיווח המיידים אודות התקשרות מהותית לשלב החתימה על הסכם מחייב, כך שלא יידרש דיווח מיידים בשלב המשא ומתן או הסכם מוקדם. יובהר, כי אין להסיק מדחיית מועד הדיווח כי המידע בשלב המשא ומתן אינו מהותי, והדחייה נובעת ממספר שיקולים אחרים כפי שפורטו לעיל. מכאן, שהמידע המצוי ברשות התאגיד המדווח בשלב המשא ומתן עשוי לעלות כדי מידע מהותי, בהתאם למבחנים המקובלים כיום, ולפיכך להוות מידע פנים. יש לוודא על כן, כי מן התיקון בנוגע למועד הדיווח לא ישתמע שינוי

בנוגע להיותו של המידע מהותי, באופן שיקרין על עבירת מידע הפנים.

מטרת המלצה זו, היא להגביר את הוודאות בשוק ההון, ולצמצם את התנודתיות במסחר תוך מתן הקלה לחברות כך שהן יוכלו לפעול בשוק המסחרי והתחרותי בצורה מיטבית. וכן ליישר קו עם הסטנדרט הבינלאומי שכאמור מחייב דיווח מקום שהעסקה הושלמה. יתרונה של חלופה זו בכך שהיא לא תצריך החלטה על עיכוב, על כל ההשלכות הנובעות מכך. השאיפה לדחות את מועד הדיווח המיידי בדבר התקשרות מהותית השתקפה כבר בתיקון שנערך בשנת 2015, בו נוספה תקנה משנה 36(ב) אשר קבעה כי עיכוב דיווח על משא ומתן לעסקה שהתאגיד צד לה או שיש לו עניין בה, אינו מותנה בתנאים. השינוי המוצע כעת נועד להגשים כוונה זו.

הוועדה סבורה כי האמור מהווה איזון ראוי בין הצורך בהגנה על האינטרסים של התאגידים המדווחים לאי פרסום מידע רגיש בשלב מוקדם וביצירת ודאות מספקת למשקיעים, מחד, לבין הרצון לתת למשקיעים מידע עדכני טרם השלמת העסקה ולהימנע מתקופה ארוכה מדי בה יהיה קיים מידע פנים, מאידך. לעמדת הוועדה, שינוי המצב הקיים עשוי לתמוך בביצוע עסקאות עם חברות פרטיות ו/או חברות בינלאומיות, דבר שבסופו של דבר ישתקף בשיפור מצבם של המשקיעים.

3. פרסום ברבים ומודל "אין תגובה"

כמפורט לעיל, לפי הדין הקיים כיום, זכות העיכוב מתבטלת במקרה של פרסום המידע ברבים או בתקופות רגישות. במקרה הספציפי בו המידע דולף ופורסם ברבים מתבטלת זכות העיכוב, והתאגיד נדרש לדווח מיידית.

בהקשר זה, ניתן לציין כי כיום אנו מצויים בעידן בו מידע רב מתפרסם בתקשורת וברשתות החברתיות, ולעיתים מדובר במידע שאינו מהותי או שאינו מדויק. מצב זה מוביל לכך שתאגידים מדווחים נדרשים, לכאורה, לפרסם דיווחים מיידיים, אשר על פניו הם לא היו צריכים לפרסם, ובכך נדרש התאגיד להשקעת תשומות ניהוליות ואחרות לדיווח מיידי על אירועים בשלבי התהוות תוך חשש לפגיעה ביעילות השוק.

כמו כן, לעיתים קרובות תאגידים מוצאים את עצמם בסיטואציה בה מידע על עסקה אשר נבחנת על ידם מודלף ומפורסם בכלי התקשורת והם נאלצים לחשוף את המידע בפני ציבור המשקיעים - גם בנסיבות שבהן החשאיות היא תנאי חיוני להשלמת העסקה, והתאגיד כלל לא התכוון לפרסם מידע על העסקה בשלביה המוקדמים. מטבע הדברים, גורמים שונים עשויים לעשות שימוש אסטרטגי בהדלפות מידע כדי לפגוע באינטרסים של תאגיד. מנגד, החשש הוא כי פרסום מידע על אירוע מהותי לתאגיד, ללא תגובה מצידו, יוביל לכך שהמשקיעים לא יידעו אם מדובר במידע אמין שעליהם להתייחס אליו, ועלול להיווצר מסחר המבוסס על שמועות וספקולציות. לסיכום, נדרש איזון בין האינטרס הלגיטימי של התאגיד המדווח המצדיק מלכתחילה את אי פרסום המידע לבין האינטרס בתקינות המסחר.

מההתייחסויות שהובאו בפני הוועדה עלה כי המצב הקיים יוצר קושי עבור תאגידים מדווחים. כמו כן, בארה"ב למשל, כאשר מתפרסם מידע בציבור לגבי משא ומתן בטרם החתימה על ההסכם, לתאגידים יש אפשרות שלא להגיב ("No Comment") ביחס לאותו פרסום. כלומר, יש אפשרות להימנעות עקבית מתגובה לשמועות בעיתונות או להתפתחויות ועסקאות עתידיות שטרם דווחו לציבור על ידי התאגיד. המטרה היא למנוע גילוי בררני או מוקדם של מידע מהותי, כך שבמקום פרסום אישור או הכחשה כאשר פורסם ברבים מידע על התאגיד שטרם דווח על ידו, הוא לא מתייחס לכך בכלל. שימוש עקבי במנגנון זה מסייע במניעת מתן רמזים משתמעים שעלולים להטעות משקיעים, וכן מונעת

פרסום הצהרות שעלולות להתברר בדיעבד כבלתי מדויקות. עם זאת, במקרים בהם יש פעילות חריגה בניירות הערך של התאגיד, הכללים של הבורסות המובילות (NYSE; Nasdaq) מאפשרים לבורסה לפנות לתאגיד ולדרוש פרסום הבהרה או דיווח בנוגע לאירוע או הפרסום.

לאור כך, הוועדה בחנה את האפשרות לשינוי המצב המשפטי בישראל, כך שיאומץ מודל "אין תגובה" בדין הישראלי. לצד זאת, הוועדה בחנה אם במודל הישראלי יש לקבוע חריג לפיו תאגידים ידרשו לדיווח אם המידע דלף והשפיע משמעותית על מחיר ניירות הערך. זאת, מתוך נקודת הנחה לפיה על ציבור המשקיעים לקבל החלטות השקעה על בסיס דיווחיהם של התאגידים המדווחים ולא על בסיס פרסומים בכלי התקשורת.

במסגרת דוח הביניים, ביקשה הוועדה לקבל את התייחסות הציבור להצעה לאימוץ מודל "אין תגובה" בדין הישראלי. מהערות הציבור שהתקבלו עלתה תמיכה רחבה בקרב המגיבים באימוץ המודל. לצד זאת, חלק מהמגיבים התייחסו לצורך במתן הבהרות בנוגע לאופן יישום המודל ולהפעלת החריגים לו, ואילו חלק אחר מהמגיבים הציע לאמץ את המודל ללא החריג הנוגע להשפעה משמעותית על מחיר נייר הערך.

לאור האמור, הוועדה ממליצה לאמץ בדין הישראלי מודל מקביל, כך שתאגידים מדווחים לא יחויבו להגיב לפרסומים בתקשורת, כל עוד לא קיים מידע מהותי המחייב דיווח על פי דין. לצד זאת, ממליצה הוועדה לקבוע חריג אשר לפיו יידרש דיווח מיידי אם מידע דלף ופורסם בתקשורת, ונמצא כי הייתה לו השפעה משמעותית בפועל על מחיר ניירות הערך של התאגיד.

לצד היתרון הברור שהוועדה רואה בקביעת החריג האמור, הוועדה עמדה גם על הקשיים שעלולים להתעורר מיישומה הלכה למעשה. בין היתר, מתעוררת השאלה אם יש מקום להטיל על התאגידים את החובה לנטר השפעה משמעותית במחירי ניירות הערך שלהם ולאתר את הפרסום, בפרט כאשר הוא אינו מופיע בתקשורת המסורתית; עלול להתעורר קושי באשר לשאלה מתי חלה "השפעה משמעותית"; עלול להתעורר קושי לנטרל השפעות אחרות על מחיר נייר הערך שאינן קשורות למידע שדלף; ועוד. לפיכך, הוועדה ממליצה להמשיך ולבחון כיצד נכון ליישם מודל זה.

4. מתן מידע על נתונים כספיים אגב רכישת נכסים מכוח התוספת החמישית לתקנות הדוחות

בצד תקנת הסל הקבועה בתקנה 36 לתקנות הדוחות, תקנה 36(א) לתקנות הדוחות קובעת חובה ספציפית לדיווח מיידי של תאגיד המתקשר בעסקה לרכישת נכסים ופעילויות מהותיים. במקרה שכזה, חובת הדיווח חלה כיום לאורך כל אחד משלבי העסקה: החל משלב המשא ומתן, דרך שלב ההתקשרות בהסכם מקדים, חתימה על הסכם רכישה ולבסוף בשלב השלמת העסקה.⁵⁶

מבחינה היסטורית, חובת דיווח זו מבוססת, בין היתר, על התפיסה לפיה רכישת נכס או פעילות מהותיים הינם אירועים בעלי השלכות משמעותיות על פעילות התאגיד ומצבו הפיננסי ומשכך נדרש לספק מידע על אירועים אלו לציבור המשקיעים. בנוסף, חובה זו נועדה לספק ודאות רגולטורית לתאגידים המדווחים בנוגע לחובת הדיווח.

התוספת החמישית לתקנות הדוחות קובעת את הפרטים שיש לכלול בדיווח מיידי העוסק ברכישת נכסים. היקף הגילוי הנדרש נגזר מסוג הנכס, מהותיותו ומהשלב בו מצויה העסקה: משא ומתן, התקשרות בהסכם מקדים, חתימה על הסכם רכישה והשלמת העסקה.

ככלל, ככל שהעסקה נמצאת בשלב מתקדם יותר, נדרש גילוי נרחב ומקיף יותר על הרכישה. כך,

⁵⁶ ראו גם את התוספת החמישית לתקנות הדוחות.

בשלב החתימה על הסכם רכישה, נדרש התאגיד המדווח להגיש דוח מיידי שבו יובא גילוי מלא על הרכישה. מקום בו העסקה היא לרכישת פעילות או ניירות ערך של תאגיד אחר, סעיף 2(2) לתוספת החמישית קובע כי יש לכלול במסגרת הדיווח המיידי נתונים כספיים עיקריים מתוך הדוחות הכספיים של התאגיד הנרכש.

סעיף 2(2) לתוספת החמישית קובע כי יש להתייחס לסך הנכסים וההתחייבויות, מחזור ההכנסות ורווחי התאגיד האחר. זאת כדי לשקף למשקיעים את מצבו הכספי של התאגיד האחר ותוצאות פעילותו, בהקשר זה, סגל הרשות פרסם את שו"ת מס' 104.28 לפיו נתוני הרווחיות שיש לכלול בדיווח המיידי כוללים את הרווח הגולמי, הרווח התפעולי והרווח הנקי של התאגיד האחר.

חובת דיווח זו יוצרת קושי עבור חברות פרטיות, הנרתעות מביצוע עסקאות עם חברות ציבוריות. החשש הוא כי במועד החתימה על ההסכם, בטרם השלמת העסקה וללא ודאות כי אכן תושלם, הן יידרשו לחשוף לציבור נתונים כספיים שלהן, המהווים מידע רגיש אשר לולא העסקה, לא היה נחשף לעיני הציבור.

הוועדה סבורה שדחיית מועד הגילוי אודות הנתונים הכספיים הרלבנטיים למועד השלמת העסקה תיצור איזון הולם יותר בין הצורך בגילוי מידע מהותי לציבור והאינטרסים המסחריים הלגיטימיים של תאגידי מדווחים. היא תבטיח כי הנתונים הכספיים יפורסמו רק במועד ההשלמה של העסקה, כך שהם לא יחשפו לפני שיש ודאות להשלמת העסקה. בד בבד, תנאי העסקה עצמה יפורסמו כבר במועד הדיווח הראשוני על העסקה, כך שיהיה בידי המשקיעים מידע מסוים להעריך את היקף העסקה, מהותה, והשלכותיה על התאגיד.

משיקולים דומים, הוועדה בחנה גם האם יש לדרוש את הנתונים הכספיים בכל עסקה או שמא יש לקבוע רף מהותיות מסוים, כך שהדרישה למתן נתונים כספיים תקום רק מקום בו מדובר ברכישות משמעותיות מאוד. בהקשר זה, הבחינה יכולה להיעשות על ידי מבחני מהותיות אשר קיימים כבר כיום בדיון, ביחס לחברה כלולה או ביחס לצורך בפרסום דוח פרופורמה. כלומר, בחינה של שווי הפעילות הנרכשת או ניירות הערך מול המאזן או הרווח הנקי של התאגיד המדווח.

הוועדה שקלה שתי חלופות אפשריות לקביעת רף המהותיות לצורך מתן נתונים כספיים של הפעילות הנרכשת - 10% או 20%, מהמאזן או הרווח הנקי. לאחר בדיקה מדגמית שנערכה על ידה, הוועדה סבורה כי קביעת רף מהותיות של 10% לצורך צירוף המידע הכספי של החברה הנרכשת יהיה האופטימלי והמאוזן ביותר. באמצעות רף כאמור, ניתן יהיה לסנן חלק מהמקרים אשר אינם משמעותיים לתאגיד המדווח, אך לא יהיה מדובר ברף גבוה מדי אשר יוביל למצב שהמידע לא יינתן ביחס לאירועים שמשפיעים בצורה מהותית מאוד על עסקי התאגיד. כמו כן, ללא קשר לרף שנקבע, התפיסה היא כי מקרים הדורשים אישור אסיפה כללית נחשבים משמעותיים לתאגיד, ויודגש כי במקרים אלה, הנתונים הכספיים בכל מקרה ימסרו לציבור המשקיעים במסגרת דוח זימון האסיפה הכללית.

לאור האמור, הוועדה ממליצה כי מקום בו העסקה מותנית בקיומם של תנאים מתלים, יש לדחות את מועד הדיווח על הנתונים הכספיים הרלבנטיים לשלב השלמת העסקה, חלף שלב החתימה על הסכם מחייב. בנוסף, הוועדה ממליצה כי אם העסקה מהווה פחות מ-10% מהמאזן וגם פחות מ-10% מהתרומה לרווח הנקי, אזי התאגיד המדווח לא יידרש לדווח את הנתונים הכספיים גם במועד ההשלמה של העסקה.

5. תקנה 36 לתקנות הדוחות כתקנת סל

תקנה 36 לתקנות הדוחות מטילה על תאגיד מדווח חובה לפרסם דיווח מיידית כאשר מתרחש אירוע מהותי אשר אינו נכלל במהלך פעילותו הרגילה, או כאשר מדובר באירוע בעל פוטנציאל להשפעה מהותית על מחיר ניירות הערך שלו.

תקנה זו קובעת הוראת סל, אשר מהווה כיום את המקור החקיקתי העיקרי לחובת הדיווח המיידית (ראו בהמשך). מחוקק המשנה הישראלי בחר שלא לקבוע רשימה סגורה של מקרים המחייבים פרסום דיווח מיידית, אלא להתבסס על סטנדרט של מהותיות כמגבש חובת דיווח. לפיכך, תקנה 36 לתקנות הדוחות חלה על מגוון רחב של אירועים. היתרון של מודל חקיקתי זה נובע מהקושי להגדיר מראש רשימה סגורה של אירועים מהותיים, ומכך שחובת הדיווח חלה על מגוון של חברות, בתחומי פעילות שונים, וקיימת דינמיות ושונות רבה בעסקיהן. כלומר, תפקידה של תקנה זו הוא ללכוד אירועים מהותיים שאינם נכללים בהוראות דיווח ספציפיות, ולהבטיח כי מידע מהותי כאמור יובא לידיעת המשקיעים בזמן אמת. כמו כן, סטנדרט המהותיות קיים למעשה בידי ניירות ערך בכל סוגי הגילוי – בתשקיף, בדוח העיתות ובדיווח המיידית לסוגיו – כך שבמובן זה תקנה 36 לתקנות הדוחות אינה יוצאת דופן.

אולם, למודל חקיקתי זה יש גם חסרונות.⁵⁷ ראשית, הסטנדרט של מתן מידע מהותי למשקיע הסביר נתון מטבעו לפרשנות ומצריך החלטה בידי התאגידים המדווחים. החלטה פרשנית זו תיבחן בדיעבד בידי רשות ניירות ערך או בתי המשפט. למעט אם נקבעו הנחיות של רשות ניירות ערך או תקדימים של בתי המשפט, תאגידים מדווחים שונים עשויים לנקוט בפרקטיקות דיווח שונות. על רקע עמימות הסטנדרט והתוצאות של הפרת חובת הדיווח, עולה חשש כי תקנה 36 לתקנות הדוחות מובילה לפרקטיקה של עודף דיווחים מיידיים, בין היתר, בשל הרצון של תאגידים מדווחים להימנע מחשיפה להפרת חובות דיווח.

שנית, תקנה 36 לתקנות הדוחות הותקנה לפני הרפורמה עליה המליצה ועדת ברנע, אשר השוותה את משטר האחריות בשוק המשני ובשוק הראשוני. על אף שיש בסיס לעמדה לפיה חוק ניירות ערך מאפשר אבחנה במשטר האחריות בין דיווח שוטף ובפרט דיווחים מיידיים לבין גילוי בתשקיף בהתאם לנסיבות,⁵⁸ בפועל עולה שאלה אם לא מתפתח סטנדרט אחריות מחמיר מדי בנוגע לתקנה 36 לתקנות הדוחות, אשר אינו מביא בחשבון די הצורך את אופי הדיווחים בהתאם לתקנה זו (ראו בהמשך, דיון מפורט בנושא במסגרת נספח ז' העוסק במשטר האחריות האזרחית). למותר לציין, כי משטר אחריות מחמיר עלול אף הוא ליצור תמריץ לעודף דיווחים.

לבסוף, משטר הדיווח בישראל שונה בהיבט זה מהמשטר הנוהג בדין האמריקאי, שבו קיימת רשימה של אירועים מהותיים המחייבים דיווח מיידית, בעוד "סעיף הסל" מעוגן רק בכללי הבורסות.

לאור האמור, הוועדה בחנה את השאלה – האם יש מקום לבצע התאמה בישראל למודל האמריקאי, לפיו תקבע רשימת אירועים מהותיים המחייבים דיווחים חלף תקנה כללית.

בנוסף על השיקולים שתוארו לעיל, הוועדה עמדה על הבדל מהותי בין משטר הדיווח בישראל לארה"ב. לרשות ניירות ערך בארה"ב יש את הסמכות לקבוע כללים, לרבות בעניין חובת דיווח מיידית. סמכות זו משמשת את ה-SEC להתאים את חובות הדיווח המיידית להתפתחויות בשוק. בישראל, לעומת זאת, הטלת חובת דיווח מיידית מחייבת תיקון של תקנות הדוחות. לפיכך, תקנה 36 מהווה כלי להתאמת דרישות הדיווח למציאות העסקית המשתנה. לצד זאת, סגל רשות ניירות ערך מפרסם

⁵⁷ עידו באום ודב סולמון "לא למתמטיקאים בלבד: מבחן התוחלת באיסור השימוש במידע פנים ובחובת הדיווח" משפט ועסקים כד(2) (2021).

⁵⁸ מוטי ימין ואמיר וסרמן תאגידים וניירות ערך 399-402 (2006).

לעתים פרשנויות בנוגע לתקנה 36 לתקנות הדוחות (בדומה לפרשנויות אחרות לדיני ניירות ערך), במטרה להגביר את הוודאות בשוק. יתר על כן, במשטר הדיווח בישראל לא נהוג לקבוע הוראות דיווח בכללי הבורסות (על המדרג הנורמטיבי הנובע מכך וכללי האחריות הנגזרים מכך). לפיכך, "יבוא" המודל האמריקאי מצריך גם הסמכת רשות ניירות ערך לקבוע חובות דיווח מיידי.

הוועדה בחנה מספר חלופות לאיזון בין השיקולים שהוצגו לעיל, במטרה להגביר את הוודאות ולמנוע דיווחי יתר, אך מבלי לפגוע באיכות הגילוי לציבור המשקיעים. בין השאר, בחנה הוועדה את הרחבת סמכות רשות ניירות ערך⁵⁹ לקבוע מקרים שיצריכו דיווח מיידי, תוך ייעוד סעיף הסל למקרי קיצון (והקלה במשטר האחריות ביחס להפרת חובת הדיווח המיידי מכוח תקנת הסל).

עם זאת, דיון בהסמכת רשות ניירות ערך לקבוע חובות דיווח חורג מהסמכות שהוענקה לוועדה בכתב המינוי שלה.

הוועדה סבורה כי ככלל, יש יתרון בכך שמצבים שכיחים הטעונים דיווח מיידי יוגדרו באופן ספציפי, וזאת על מנת להגביר את הוודאות המשפטית בנוגע לאירועים המחייבים דיווח מיידי ולפרטי הגילוי הנדרשים במסגרתו. בדרך זו, חובת הדיווח הכללית מכוח תקנת הסל תשמש כנורמה שיורית, החלה רק ביחס למקרים שאינם נכללים במסגרת חובות הדיווח הספציפיות.

בהתאם לכך, וככל שתוקנה לרשות סמכות לקבוע הוראות לעניין דיווחים מיידיים, הוועדה ממליצה כי הרשות תפעל, במידת האפשר, לקביעת רשימה של מצבים המחייבים דיווח מיידי. לצד זאת, בנוגע לתקנת הסל, בין אם תיוותר מעוגנת בתקנות ובין אם תעוגן במסגרת כללי הרשות, מוצע לבחון צעדים לעיגון מעמדה כנורמה שיורית, וכן להגברת הוודאות המשפטית ביחס להיקף תחולתה, בין היתר בהיבטי משטר האחריות, פרמטרים למהותיות המידע או באשר לתהליכים הראויים שעל תאגיד מדווח לנקוט לשם עמידה בחובת הדיווח.

כל עוד לא הוקנתה לרשות סמכות כאמור, הוועדה ממליצה כי הרשות תפעל להגברת הוודאות המשפטית באמצעות קביעת חובות דיווח מיידי ספציפיות במסגרת התקנות, וכן באמצעות פרסום עמדות פרשניות באשר לנסיבות המחייבות דיווח. בהקשר זה, מפנה הוועדה גם להתייחסותה ולהמלצות הכלליות בנוגע למשטר האחריות, כמפורט בנספח ז' לדוח זה.

בכל מקרה, יצוין כי ישנם תאגידי המפרסמים את מדיניות הדיווחים שלהם כדי להבהיר מהם הקריטריונים המשמשים אותם לבחינת מהותיות אירועים מסוימים, כגון דיווח על הליכים משפטיים. **הוועדה מבקשת להבהיר כי אינה רואה מניעה לפעול באופן זה ואף רואה יתרונות מסוימים בפרסום המדיניות במסגרת התקשורת בין התאגיד המדווח למשקיעים ואולם אין בפרסום המדיניות כדי לגרוע מחובות התאגיד על פי דין.**

6. חובת עדכון - תקנה 2א37 לתקנות הדוחות

תקנה 2א37 לתקנות הדוחות קובעת כי מקום בו תאגיד פרסם דוח המתייחס לאירוע או עניין שצפוי להתרחש במועד מאוחר למועד פרסום הדוח (להלן: "הדוח המקורי"), חלה עליו חובה לפרסם דיווח מיידי על כל התפתחות מהותית שחלה ביחס לאירוע או העניין האפשריים (להלן: "דיווח מעדכן").

הרציונל בבסיס התקנה הוא שדיווחים של תאגיד מדווח על אירועים שצפויים להתרחש בעתיד משקפים כי אותם אירועים צפויים להיות מהותיים, ולפיכך, יש מקום לעדכן בעניינם, שכן אחרת, המידע הקיים עליו מתבססים המשקיעים עלול להפוך ללא רלבנטי. בהקשר זה, חובת העדכון נועדה

⁵⁹ ראה בהקשר זה סעיף 17 לחלק ב' לדוח זה.

להבטיח כי המידע שעל בסיסו מקבלים המשקיעים החלטות השקעה נותר עדכני ומשקף את מצב הדברים בפועל.

תקנה 2א37 לתקנות הדוחות נוספה על רקע תופעה בעייתית במסגרתה תאגידים מדווחים לא דיווחו על עדכונים בנוגע למידע מהותי שפורסם, בפרט כאשר העדכון היה שלילי. החובה הקבועה בתקנה האמורה היא רוחבית ומתייחסת גם להתפתחויות שליליות, לגביהן קיים חשש כי תאגידים יעדיפו להימנע מדיווח או לדחותו, וכך התפתחויות שליליות לא יובאו לידיעת הציבור במועד, באופן העלול ליצור תמונה חלקית או מטעה של מצב הדברים. התקנה נועדה אפוא, למנוע מצב שבו מידע בדבר אירוע עתידי שדווח יהיה תלוי ועומד תקופה ארוכה ללא עדכון, אף אם צפי התאגיד לא התממש או חל שינוי מהותי לרעה לגביו.

במסגרת דיוני הוועדה, ולאור הערות הציבור שהתקבלו בעקבות פרסום הקול הקורא, עלה כי אצל תאגידים מדווחים רבים קיים קושי בנוגע לאופן יישום התקנה, וזאת לאור מספר קשיים פרשניים ומעשיים:

א. הגדרת המהותיות – היעדר הגדרה ברורה ל-“התפתחות מהותית” מאפשר טווח רחב מדי לפרשנות, ובהתאם נוצר חוסר אחידות באופן יישום התקנה על ידי תאגידים.

ב. בחינת מהותיות נדרשת ביחס לאירוע או לתאגיד – כנגזרת מהגדרת המהותיות כשלעצמה, עולה השאלה האם התפתחות מהותית נבחנת ביחס לאירוע עצמו או ביחס להיקף ההשפעה על התאגיד בכללותו.

ג. תחולת חובת העדכון על דוחות עיתיים – לאחרונה (יוני 2024) קבע בית המשפט המחוזי⁶⁰ כי חובת העדכון מכוח תקנה 2א37 לתקנות הדוחות חלה גם על מידע שנכלל בדיווחים עיתיים, ללא צורך בבחינת מהותיות המידע שפורסם במסגרתם, אלא להתפתחויות שחלו ביחס אליו.

לפיכך, ולצורך אחידות בין התאגידים המדווחים, בחנה הוועדה את התקנה בכללותה, תוך התייחסות ליישום התקנה בפרקטיקה. הוועדה בדעה כי אכן קיימת חשיבות לחובת העדכון, בין היתר, לאור הרציונל שבבסיס התקנה, כפי שאלה פורטו לעיל. אולם, הניסיון המצטבר במהלך השנים מראה שלעיתים נמסרים עדכונים אשר אינם בעלי משמעות למשקיעים, והוועדה סבורה כי יש להתאים את חובת העדכון באופן שימנע דיווח על פיה שלא לצורך.

לאור האמור, מוצע להבהיר כי לא נדרש לדווח מכוח חובת העדכון לגבי כל פריט מידע מעדכן. ככלל, יש צורך בדיווח מיידי מעדכן כאשר מדובר במידע מעדכן שהוא מהותי עבור המשקיע הסביר בניירות הערך של התאגיד, כאשר בחינת המהותיות היא **בראי היקף ההשפעה על התאגיד בכללותו ולא ביחס לאירוע הספציפי שדווח**. לצד זאת, ובנוסף, יידרש דיווח מקום בו לאחר פרסום הדיווח המקורי מתקבל מידע חדש או חל שינוי נסיבות, אשר משנה באופן מהותי את המידע שהוצג במסגרתו, **כך שזה הפך למעשה למטעה אם לא יעודכן**. באופן זה, חובת העדכון תמנע מצב בו דיווח קיים הפך הלכה למעשה לדיווח המטעה את ציבור המשקיעים, משום שאינו מביא בחשבון שינוי נסיבות מהותי שהתרחש מאז פרסום הדיווח המקורי.

כמו כן, כיום, בהתאם ללשון התקנה, כאשר התאגיד המדווח מציין בדוח המקורי מועד צפוי להתקיימות האירוע או העניין, על התאגיד לפרסם דיווח מיידי המעדכן על מצב האירוע, נכון למועד שצוין. דרישה זו מובילה למצב של עודף דיווחים בהם אין מידע מעדכן מהותי, אלא מדובר בדחיה או שינוי בלוחות הזמנים להתקיימות האירוע או העניין. כאמור, תכלית התקנה נועדה להתמודד עם התופעה שתאגידים מדווחים רבים לא עדכנו את ציבור המשקיעים בנוגע למידע מהותי שפורסם

⁶⁰ ת"צ (מחוזי תל אביב-יפו) 20-11-28270-11 ג' נגבי נ' בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ (נב) 3.6.2024.

על ידם, ולמנוע מצב שבו מידע בדבר אירוע עתידי, אשר דווח למשקיעים, יהיה תלוי ועומד ללא עדכון במשך תקופה ארוכה. ערך נוסף של חובת העדכון כאמור הוא כי תאגידים יפרסמו מלכתחילה לוחות זמנים מהימנים לפעולות הצפויות להתרחש בעתיד.

הוועדה מציעה לשנות את החובה לפרסם דיווח מיידית מעדכן רק לאור העובדה שהגיע המועד אשר צוין בדוח המקורי, וזאת על מנת להימנע מפרסום דיווחים אשר אינם כוללים מידע מהותי חדש. לפיכך, הוועדה ממליצה כי בהנחה ואין בידי התאגיד מידע מהותי בגינו יש לעדכן, תקום הדרישה לחובת עדכון רק אם התרחשות האירוע או אי התרחשותו באותו מועד שצוין מראש, מהווה מידע מהותי בפני עצמו. בד בבד, בכל מקרה תידרש חובת עדכון לצורך "סגירת מעגל", כלומר במועד בו האירוע הסתיים.

בכל הנוגע להתפתחויות ביניים אשר אינן מהותיות ברמת התאגיד, תאגידים מדווחים יוכלו לכלול עדכונים לגביהן במסגרת הדוחות העיתיים שלהם. עמדה זו רלבנטית במיוחד ביחס להליכים משפטיים, כיוון שבמסגרת הליכים מסוג זה, ישנן התפתחויות ביניים רבות אשר אינן מהותיות ברמת התאגיד. עדכונים בנוגע להתפתחויות אלה יינתנו במסגרת הדוחות העיתיים של התאגיד, ובלבד שלא מדובר בעדכון או התפתחות מהותית ברמת התאגיד.

קושי נוסף אשר עלה ביישום תקנה 2א37 לתקנות הדוחות, נוגע לשאלה האם קמה חובת עדכון ביחס לאירועים אשר דווחו לציבור המשקיעים, במקור, במסגרת דוח עיתי, וזאת, לאור החלטת בית המשפט אשר צוינה לעיל.

ככלל, מיקומו של הגילוי המקורי (בתשקיף, בדוח עיתי, או בדוח מיידית), אינו זה שצריך להכתיב אם יידרש עדכון בעניינו, וחובת העדכון עשויה לחול במצבים השונים. ואולם, חובת העדכון נועדה לאירועים מהותיים מלכתחילה, שאינם מקבלים ביטוי במסגרת הנתונים הטעונים עדכון ממילא במסגרת דוחות העיתיים, כגון נתוני הכנסות, רווח, וכדומה. לגבי נתונים אלה הציפייה היא כי ככלל העדכון ייעשה במסגרת הדוח העיתי הבא ולא במסגרת דוח מיידית. כלומר, יש מקום להבהיר כי חובת העדכון לא תחול על נתונים הנדרשים בדיווח במסגרת הדיווחים עיתיים כמו נתונים מתוך הדוחות הכספיים (הכנסות, הוצאות, רווחים וכו') או נתונים הנדרשים בפרק עסקי התאגיד כמו צבר הזמנות, השקעות כספיות בקווי ייצור וכו'. נתונים אלו נדרשים, ככלל, בעדכון במסגרת הדוחות העיתיים הבאים ולא בדיווח מיידית. פרשנות אחרת עלולה ליצור עומס דיווחי רב ונטל בלתי סביר על התאגידים המדווחים, ולהקים חובת עדכון שגבולותיה אינה ברורים.

לאור האמור, הוועדה ממליצה לתקן את חובת העדכון ברוח הדברים האמורים, כך שתחול רק ביחס לאירועים מהותיים ולא תחול ביחס לנתונים המתעדכנים כדבר שבשגרה במסגרת הדוחות העיתיים מכוח הוראות הדין.

7. דיווחים על החזקות בעלי עניין

א. דוח מיידית על מצבת החזקות בעלי עניין

תקנה 33(ג) לתקנות הדוחות קובעת כי תאגיד מדווח נדרש לדווח ביום המסחר החמישי שלאחר תום כל רבעון, דיווח מיידית ובו פירוט של בעלי העניין בו ושל החזקותיהם בניירות הערך של התאגיד (להלן: "דוח מצבה"). מבחינה פרקטית, מידע זה מדווח באמצעות מערכת המגנ"א על גבי טופס דיווח ת-077 (להלן: "הטופס"). לאור נוסח התקנה, דוח מצבה צריך לכלול התייחסות לכל סוגי ניירות הערך המוחזקים על ידי בעלי העניין, לרבות אגרות חוב שאינן ניתנות להמרה למניות (אג"ח סטרייט או ניירות ערך מסחריים). באשר להיקף הגילוי הנדרש, הרי שתקנה 33(ג) לתקנות הדוחות

מפרטת, במסגרת סעיפים (1) עד (18), את הפרטים שתאגיד מדווח נדרש לכלול בדוח מצבה. כמו כן, מקום בו בעל עניין הוא קבוצת דיווח מוסדית, על התאגיד המדווח לתת גילוי בנפרד לכל חבר בקבוצת הדיווח המוסדית (לדוגמה: קופות גמל, קרנות נאמנות, נוסטרו).

הוראות תקנה 33(ג) לתקנות הדוחות, ובפרט הדרישה לדווח את כל הפרטים האמורים לגבי כל סוגי ניירות הערך של התאגיד, לרבות אגרות חוב רגילות (אשר אין בהן מרכיב הוני), יצרה עומס דיווחי משמעותי. לעיתים, הדיווח המורכב ממאות שורות, אשר נפרש לעיתים על פני עשרות עמודים. זהו, למשל, המצב בתאגידים מדווחים שהנפיקו לציבור מספר סדרות של אגרות חוב, ושיש בהם מספר גופים מוסדיים שהם בעלי עניין. דיווח מיידי עמוס שכזה גם מקשה על המשתמשים בו וגם מצריך השקעת משאבים מהתאגיד המדווח לצורך עדכון הטופס. מבחינה טכנית, העלאת הטופס למערכת המגנ"א והדיווח שלו לוקחים זמן רב.

עד לשנת 2011, תקנות הדוחות קבעו חובת דיווח בגין מניות וניירות ערך המירים בלבד. אולם, בשנת 2011, בעקבות ריבוי הסדרי החוב בשוק ההון הישראלי, שונתה תקנה 33 לתקנות הדוחות ונקבע כי יש לדווח על מניות ועל ניירות ערך אחרים.

הרחבת חובת הדיווח בשנת 2011, כך שתחול גם על אגרות חוב שאינן ניתנות להמרה במניות, נבעה ככל הנראה מהדעה כי מידע בגין פעולות אלה יהווה איתות לשוק ביחס למידת האמון שנותן בעל העניין בתאגיד. כמו כן, הדרישה לדיווח עשויה לשמש כגורם מרתיע מפני ביצוע מניפולציות ושימוש במידע פנים על ידי בעלי עניין בתאגיד. אולם, במבחן הזמן נראה שמידע זה לא מקנה ערך משמעותי למשקיעים או למחלקות האכיפה ברשות.

לכן, הוועדה ממליצה לבטל את חובת הדיווח על אגרות החוב במסגרת דוח המצבה, ולדווח במסגרתו רק על החזקה במניות והמירים. לצד זאת, הוועדה מציעה כי במקרה בו בעל השליטה מחזיק מעל היקף מסוים של סדרת אגרות חוב שאינה המירה, תקום לתאגיד חובה לציין זאת במסגרת דוח המצבה. שכן, גילוי שכזה עשוי לספק למשקיעים מידע בעל ערך בנוגע להחזקות בעל השליטה, התחייבויות התאגיד ומידת האמון של בעל השליטה בתאגיד.

סוגיה נוספת הנוגעת לגילוי בדוח מצבה, עוסקת בדרישה מכוח סעיף (15) לתקנה האמורה, הדורש גילוי נפרד עבור כל חבר קבוצת דיווח מוסדית במצבת החזקות. כאמור, מקום בו יש לתאגיד בעלי עניין שהם גופים מוסדיים, דרישת הפיצול יוצרת עומס רב בטופס. בהקשר זה, יש לזכור שלעניין זכויות הצבעה רואים את כל חברי הקבוצה כמחזיקים ביחד, ועצם הפיצול לא מעניק תוספת מידע משמעותית.

כמו כן, מכוח אותה הוראה, ביחס לחברי קבוצת דיווח מוסדית, נדרש לציין בדוח המצבה את שיעור ההחזקה המרבי והמזערי של כל אחד מהחברים בקבוצת הדיווח, בניירות הערך של התאגיד המדווח, בתקופה שתחילתה במועד התוקף של דוח המצבה הקודם. הוועדה מציעה לוותר על תוספת מידע זו על רקע הנטל הכרוך בה, ומכיוון שמדובר בחישוב מסורבל, כאשר לא פעם, קיים קושי להגיע לחישוב מדויק לצורך מתן המידע.

לפיכך, הוועדה ממליצה לבטל את הדרישה לפצל את הדיווח בנוגע להחזקה בנפרד של כל חבר קבוצת דיווח מוסדית. הוועדה סבורה כי ניתן להסתפק בציון שיעור ההחזקה של כל הקבוצה ביחד, זאת, מכיוון שבכל מקרה לעניין החזקה וזכויות הצבעה נלקח בחשבון שיעור ההחזקה הכולל של כל הקבוצה. עם זאת, מקום בו ההשקעה מחשבון הנוסטרו תעלה על אחוז מסוים שיקבע, תהיה חובת ציון במסגרת המצבה. יודגש כי תאגידים מדווחים המעוניינים בכך, עדיין יוכלו לתת פירוט של החלוקה בתוך קבוצת הדיווח המוסדית במסגרת שדה "הערות" אשר קיים בטופס, ביחס לכל

בעל עניין. בנוסף, לאור האמור, הוועדה ממליצה לבטל את הדרישה למתן פריטי המידע בדבר שיעור החזקה המרבי והמזערי.

סוגייה נוספת אותה הוועדה בחנה, בהקשר של דוח המצבה, היא פרק הזמן להגשת הדיווח האמור לציבור המשקיעים. בהתאם לתקנות ניירות ערך (מועדי הגשת הודעה של בעל עניין או נושא משרה בכירה), תשס"ג-2003, המועד להגשת הודעה לתאגיד המדווח, על שינוי בהחזקות בניירות ערך על ידי בעל עניין שאינו מחייב דיווח מיידי, אלא עדכון במסגרת דוח מצבה, הוא עד ליום המסחר השני שלאחר תום כל רבעון. לגבי התאגיד המדווח, כאמור, החובה היא לדווח לציבור את מצבת החזקות בעל עניין עד ליום המסחר החמישי שלאחר תום כל רבעון.

בהתאם לפרקי הזמן הנוכחיים אשר קבועים בדין, לתאגיד המדווח יש, בפועל, שלושה ימי מסחר לצורך הכנת דוח מצבה, מכיוון שעל התאגיד לקבל את כל הנתונים מבעלי העניין עצמם. בתאגידים אשר יש להם בעלי עניין רבים, מדובר בפרקי זמן קצרים, לאור כמות הנתונים והמידע שמתקבל, ובשל הצורך בעיבוד המידע, התאמתו והכנתו לדיווח. כמו כן, לאור השינוי שחל בימי המסחר של הבורסה, החל מחודש ינואר 2026, כך שיום שישי הוא גם יום מסחר, ולאור העובדה כי יום שישי לא צפוי להיות במתכונת עבודה מלאה אצל מרבית הגופים הפועלים בשוק ההון הישראלי, הוועדה ממליצה להאריך את פרק הזמן להגשת הודעה של בעל עניין, לתאגיד המדווח, ביום מסחר נוסף, ולצד זאת להאריך את פרק הזמן לפרסום דוח מצבה על ידי התאגיד המדווח, בשני ימי מסחר.

ב. דוח מיידי על שינויים בהחזקות בעלי עניין

מלבד דיווח על מצבת החזקות בעלי עניין, תקנה 33 לתקנות הדוחות קובעת חובת דיווח מיידי מקום בו יש שינויים בהחזקות בעלי עניין אשר מדווח במערכת המגנ"א באמצעות טופס דיווח ת-076. כאשר בעל העניין הוא בעל שליטה או נושא משרה בתאגיד, קמה חובת עדכון באופן מיידי על כל שינוי בהחזקות. לעומת זאת, מקום בו מדובר בבעל עניין, מכוח החזקות בלבד, כלומר בעל עניין שאינו בעל שליטה או נושא משרה, יידרש דיווח מיידי רק כאשר היקף השינוי מאז הדיווח האחרון הוא בשיעור של 2% (למעלה או למטה).

לאור הדרישה האמורה, נוצר עומס דיווחי, ולא מעט תאגידים מדווחים מגישים פעמים רבות טופס ת-076, רק מכיוון שהוא נדרש על פי תקנה 33 לתקנות הדוחות, גם אם מדובר בשינוי מזערי שהוא בעל השפעה זניחה ואין בו כדי לתרום מידע מהותי לציבור המשקיעים. כך, על פי בדיקת הוועדה, במהלך שלוש השנים האחרונות, סך כמות הדיווחים של טופס הדיווח ת-076 מהווה כ-10% מסך כלל הדיווחים של התאגידים המדווחים, בכל שנה.

על רקע זה, הוועדה בחנה את האפשרות לצמצם את תדירות הדיווח בנוגע לשינויים בהחזקות בעלי שליטה או נושאי משרה, ולעבור לדיווח מרוכז אחת לתקופה מסוימת, וזאת, לצד קביעת רפים אשר חצייתם תחייב דיווח מיידי בזמן אמת. כמו כן, הוועדה בחנה את האפשרות ליצור אבחנה בין דיווח מיידי על שינויים בהחזקה של בעל שליטה ונושאי משרה מרכזיים, אשר לגביהם קיימת גם חובת דיווח מיידי בעת מינוי או בעת הפסקת כהונה (כלומר דירקטור, מנכ"ל וסמנכ"ל כספים; להלן: "נושאי משרה מרכזיים") לבין יתר נושאי משרה, אשר לגביהם אין חובת דיווח מיידי בעת המינוי או בעת סיום כהונה (להלן: "יתר נושאי המשרה"). כך, לגבי יתר נושאי המשרה, חובת הדיווח על שינוי בהחזקות תהיה דומה למנגנון של בעל עניין אשר אינו בעל שליטה.

לעמדת הוועדה, המידע החשוב יותר לציבור המשקיעים, בכל הנוגע לשינויים בהחזקות במניות התאגיד המדווח, הוא כאשר מדובר בבעלי שליטה ו/או בנושאי משרה מרכזיים. לכן, על פי אותו רציונל מכוחו ניתן פרק זמן ארוך יותר לדיווח בעת מינוי או הפסקת כהונה של יתר נושאי המשרה,

נראה כי ניתן להעניק פרק זמן דומה גם לשם דיווח לגבי שינויים בהחזקות במניות של נושאי המשרה האלה, אלא אם כן מדובר בשינוי מהותי (ראו להלן).

לצורך יצירת מנגנון דיווח חדש, בנוגע לבעל שליטה ונושאי משרה מרכזיים, אשר לגביהם קיימת גם חובת דיווח מיידית בעת המינימום או בעת הפסקת הכהונה, הוועדה בחנה חלופות אפשריות ליצירת דיווח מרכזי.

לאחר בחינת החלופות, הוועדה ממליצה כי לגבי בעלי שליטה ונושאי משרה מרכזיים, יינתן דיווח מרוכז אחת לשבוע, לצד קביעת רף של 1% מההון, אשר חצייתו באופן מצטבר, במהלך ימי המסחר מעת פרסום הדיווח המרוכז הקודם, תקדים את חובת הדיווח המרוכז השבועי.

הוועדה סבורה כי הפתרון המוצע על ידי יוצר איזון, והוא צפוי לצמצם את מספר הדיווחים המיידיים על שינויים בהחזקות בעלי העניין. ויודגש, כי במקרה אשר בו ישנה פעילות בהיקף חריג, מצד בעל העניין הרלבנטי, או אז יפורסם דיווח מיידית בזמן אמת. בהקשר זה, יצוין כי כאשר יהיה בעתיד דיווח מיידית אודות השינויים בהחזקות בעלי העניין אשר יתבצע אחת לשבוע, הרי שבמסגרת טופס הדיווח יפורטו הרכישות שבוצעו על ידי בעלי העניין, בחתך יומי, בדומה לאופן בו המידע מדווח לציבור במתכונת הדיווח הקיימת כיום.

לגבי יתר נושאי המשרה, אותם נושאי משרה אשר בגינם אין חובת דיווח מיידית על מינוי או סיום כהונה, הוועדה ממליצה כי חובת הדיווח על שינוי בהחזקות שלהם תהיה דומה למנגנון של בעל עניין שאינו בעל שליטה, כלומר, יידרש דיווח מיידית רק כאשר השינוי ממועד הדיווח האחרון הוא בשיעור של 2% מההון (למעלה או למטה), ובכל מקרה ניתן יהיה לראות את הנתונים והשינויים על יתר נושאי המשרה במסגרת הדיווח על מצבת החזקות בעלי עניין.

8. דיווח על שינוי בהיקף המניות הרדומות

בהתאם להוראות תקנה 31(ב) לתקנות הדוחות, תאגיד מדווח נדרש בפרסום דיווח מיידית מקום בו נוצרו בהון המניות המונפק שלו מניות רדומות, או שחל שינוי בהיקף מניות אלה. יצוין, כי במסגרת התקנה לא נקבע רף מינימאלי, המחייב דיווח מיידית, וכפועל יוצא מכך, תאגידי מדווחים נדרשים לדווח על כל שינוי בהיקף המניות הרדומות, גם אם מדובר בשינוי זניח עד אפס. על רקע זה, מוצע ליישם ביחס לחובת הדיווח על שינוי בהיקף המניות הרדומות, פתרון זהה לפתרון המוצע ביחס לדיווח על שינויים בהחזקות בעלי עניין, קרי, **יינתן דיווח מרוכז אחת לשבוע, לצד קביעת רף של 1% מההון, אשר חצייתו באופן מצטבר, במהלך ימי המסחר מעת פרסום הדיווח המרוכז הקודם, תקדים את חובת הדיווח המרוכז השבועי.**

9. דיווח מקדים לדוחות הכספיים

במסגרת הערות הציבור שהתקבלו בגין דוח הביניים, עלתה ההצעה לבחון את האפשרות לפרסום דיווח כספי מוקדם, ובפרט פרסום דוח לרבעון הרביעי של שנת הדיווח במהלך חודש ינואר של השנה העוקבת, בסמוך לסיום שנת הדיווח, חלף ההמתנה לדוח התקופתי השנתי המתפרסם כיום עד תום הרבעון הראשון (עד יום 31 במאוס). מהערות הציבור עולה כי מהלך כזה עשוי לתרום להנגשת מידע עדכני יותר למשקיעים, להגביר את זמינות המידע בשוק, ובכך אף לתמוך בפיתוח ושכלול שוק ההון. בהקשר זה, ביום 20 בנובמבר 2013⁶¹ פרסם סגל הרשות את עמדת סגל מס' 105-26 (להלן: **"עמדת סגל 105-26"**) אשר מבהירה את האופן המומלץ, לעמדת סגל הרשות, לפרסום מידע כספי מקדים.

⁶¹ העמדה כוללת עדכונים מיום 26.3.2019.

כך למשל, נקבע במסגרת העמדה כי ניתן לפרסם דיווח מקדים בכפוף להודעה מוקדמת, עמידה בדרישות תוכן מינימאליות כגון: דוח רווח והפסד, דוח על המצב הכספי ודוח תזרים מזומנים, וכן חובות עדכון במקרה של פערים או הפסקת פרסום.

מבדיקה שערכה הוועדה עלה כי בארה"ב, הגישה כלפי תוכן הדיווח המקדים היא גמישה יותר, כאשר התאגיד המדווח יכול לבחור אילו נתונים הוא מפרסם ואין דרישה להודעה מראש או למבנה תוכן מחייב. לצד זאת, ה-SEC מבהיר כי אם תאגיד מפרסם הודעה פומבית על תוצאות פעילות או מצב פיננסי שלו לתקופה רבעונית או שנתית, שכבר הסתיימה, הרי שעל התאגיד להגיש על כך גם דיווח מיידי.

על רקע זה, הוועדה ממליצה לסגל הרשות לבחון את עמדת סגל מס' 26-105 ביחס לפרסום דיווח כספי מוקדם, ואת הצורך, ככל שיש כזה, בהתאמות או בעדכונה במטרה לעודד דיווח מקדים לדוחות הכספיים.

10. תקנה 37 לתקנות הדוחות - החלטות החברה אשר אינן טעונות אישור האסיפה הכללית

תקנה 37 לתקנות הדוחות מחייבת תאגיד מדווח בדיווח מיידי על עסקאות כאמור בסעיפים 270(3) ו-270(4) לחוק החברות, כאשר אלה אינן טעונות אישור אסיפה כללית בהתאם לתקנה 2 לתקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי ענין), התש"ס-2000 (להלן: "תקנות ההקלות"). במסגרת הדיווח המיידי נדרש התאגיד לפרט את עיקרי העסקה, תמצית נימוקי הדירקטוריון ואת זכותם של בעלי המניות להתנגד למתן ההקלות.

הזכות של בעל מניות מיעוט להתנגד למתן הקלה, זכות אשר הייתה מעוגנת בתקנה 1 לתקנות ההקלות, בוטלה בשנת 2016. מאז ביטול הזכות, אין לבעל מניות מיעוט אפשרות להתנגד בזמן אמת לעסקאות מסוג זה. בהתאם לכך, פחתה התועלת בפרסום דיווח מיידי על עסקה עם בעל שליטה אשר אינה טעונה אישור אסיפה כללית, שכן, על אף הדיווח, אין לבעלי המניות הזכות לדרוש כי ההחלטה תובא לאסיפה כללית.

לאור האמור, הוועדה ממליצה לבטל את תקנה 37 לתקנות הדוחות, כך שדיווח על עסקאות מהסוג האמור יינתן במסגרת הדוח העיתי העוקב שיפורסם לאחר אישור העסקה. בפרט, מוצע לכלול את הגילוי האמור בפרק הממשל התאגידי אשר בדוח התקופתי, באופן שיבטיח את נגישות המידע ונראותו לציבור המשקיעים.

11. תקנה 131 לתקנות הדוחות - בקשה להסרת קיפוח של בעלי מניות או למניעתו

תקנה 131 לתקנות הדוחות קובעת חובת דיווח מיידי במקרה שבו הוגשה על ידי בעל מניות בקשה להסרת קיפוח או למניעתו, למעט מקרים שבהם השפעת הבקשה על התאגיד המדווח היא זניחה. התקנה מחייבת לכלול בדיווח המיידי את מועד הגשת הבקשה, עיקריה וכן את החלטות בית המשפט שניתנו בקשר אליה.

מבדיקה שערכה הוועדה נמצא כי דיווח בגין אירועים אלו אינו שכיח, שכן, לאורך השנים נמצא מספר מצומצם מאוד של דיווחים כאלה שהוגשו על גבי הטופס הייעודי. מיעוט הדיווחים בנושא מעלה שאלה האם יש צורך בתקנה זו כחלק מרשימת האירועים המחייבים דיווח מיידי.

מכל מקום, ככל שתוגש על ידי בעל מניות תביעה כאמור, על התאגיד המדווח יהיה לבחון את המהותיות שלה עבורו, ובהתאם לקבוע אם נדרש דיווח מיידי מכוח תקנה 36 לתקנות הדוחות. כלומר, ככל שהגשת תביעה כאמור על ידי בעל מניות תעלה לכדי אירוע מהותי, בכל מקרה תקום חובת דיווח מיידי לתאגיד, גם ללא תקנה 131 לתקנות הדוחות.

יתרה מכך, כמתואר לעיל, לגישת הוועדה בהליכים משפטיים ישנן התפתחויות ביניים רבות שאינן מהותיות ברמת התאגיד המדווח, ואת הגילוי על התפתחויות ביניים בהליכים משפטיים אלה יש לתת במסגרת הדוחות העיתיים ולא בדיווחים מיידיים. המשמעות היא שכל שהוגשה בקשה להסרת קיפוח על ידי בעל מניות, אך לא מדובר באירוע מהותי המחייב דיווח מיידי, הוועדה ממליצה כי ניתן יהיה לתת את הגילוי על כך במסגרת הדוחות העיתיים.

לאור האמור, הוועדה ממליצה לבטל תקנה 131 לתקנות הדוחות ולהעביר את חובת הדיווח על בקשות להסרת קיפוח או למניעתו לפרק הממשל התאגידי בדוח התקופתי.

12. תקנה 36 לתקנות הדוחות - אי השגת יעד בשימוש בתמורת הקצאת ניירות ערך

תקנה 39 לתקנות פרטי תשקיף מסדירה את הגילוי הנדרש במסגרת פרסום תשקיף, ביחס לשימוש בתמורת ניירות הערך המוצעים. בהתאם לתקנה האמורה יש לכלול פירוט בדבר אופן השימוש הצפוי בכספי ההנפקה, ובכלל זה, בין היתר, יש להציג את יעדי ההשקעה שלשם מיועדת התמורה, את היקף המשאבים הכספיים שיוקצה לכל יעד, וכן את לוחות הזמנים הצפויים למימושם.

תקנה 36 לתקנות הדוחות קובעת כי במקרה של סטייה מן האמור בתשקיף, בין אם לא הושג אחד מן היעדים שנקבעו ובין אם נרשמה חריגה בלוחות הזמנים שנקבעו למימושם, על התאגיד לפרסם דיווח מיידי המפרט את הסיבות לכך.

ככלל, נמצא כי בפועל, יעדי השימוש בתמורת ההנפקה אשר תאגידיים מציינים במסגרת התשקיף מנוסחים לעיתים קרובות כיעדים כלליים, רחבים או ארוכי טווח, כך שתמורת ההנפקה תוכל לשמש אותם למטרות מגוונות. אופן פעולה זה מקשה על זיהוי ברור של יעד קונקרטי, ובהתאם גם על הקביעה אם היעד הושג או לא.

כמו כן, בכל מקרה, המידע האמור מקבל ביטוי במסגרת הדוח התקופתי. כך, תקנה 10 לתקנות הדוחות קובעת כי על תאגיד לפרט בדוחותיו אודות השימוש בתמורת ניירות הערך שהוצעו בתשקיף האחרון, תוך התייחסות ליעדים שצוינו, לסכומים וללוחות הזמנים שנקבעו בו. במקרה בו לא הושג אחד או יותר מהיעדים או שהיה עיכוב בהשגתם, על התאגיד המדווח לפרט גם את הסיבות לכך. תקנה 10ג(ד) לתקנות הדוחות קובעת כי חובה זו חלה על התאגיד עד למיצוי מלוא תמורת ההנפקה או עד להגשת דוח סופי בדבר ייעודה.

לאור האמור, הוועדה ממליצה לבטל את תקנה 36 לתקנות הדוחות, כך שדרישת הגילוי המיידי לגבי אי קיום או סטייה מהותית מיעוד תמורת הנפקה שצוין בתשקיף, תינתן במסגרת הדוח התקופתי. יובהר, כי אין באמור כדי להסיר את הצורך בהגשת דיווח מיידי בנושא ייעוד התמורה כאשר מדובר בעניין מהותי לפי תקנה 36 לתקנות הדוחות.⁶²

⁶² ראו לדוגמה עניין טי.א.ר.די בו חברה השקיעה באופן ספקולטיבי את תמורת ההנפקה ונגרמו הפסדים כבדים למשקיעים בשל כך.

13. מיזוג

תקנה 31 ציא ופרק גו בתקנות הדוחות

תקנה 31 ציא לתקנות הדוחות קובעת חובת דיווח מיידי כאשר מתקבלת החלטה על ביצוע מיזוג, וכן את הפרטים שיש לכלול במסגרת דיווח זה. לצד זאת, במסגרת תקנות הדוחות קיים פרק גו העוסק באופן ייעודי במיזוג ומסדיר את היקף הגילוי הנדרש בעת ביצוע מיזוג, תוך עמידה על האבחנה בין מיזוג מהותי למיזוג שאינו מהותי ובהתאם קביעת דרישות גילוי לכל סוג מיזוג כאמור. לכן, לשם יצירת מבנה אחיד ומניעת כפילויות, מוצע להעביר את תקנה 31 ציא לפרק גו בתקנות הדוחות.

מיזוג משולש הופכי

כאמור לעיל, לפי הדין הקיים, עסקת מיזוג היא אירוע המחייב דוח מיידי בהתאם לפרק גו לתקנות הדוחות, כאשר היקף הגילוי נגזר בין היתר מסיווג העסקה כמיזוג מהותי או שאינו מהותי. לצורך הסיווג, תקנות הדוחות קובעות חזקה כי מיזוג הוא מהותי אם מתקיימים לגביו אחד מהמבחנים הקבועים בתקנות, המתייחסים לרווח, לתמורה או להיקף נכסי חברת היעד או החברה הקולטת, לפי העניין. הגדרות המונחים "מיזוג", "חברת מתמזגת", "חברה קולטת" ו-"חברת יעד" נשענות על ההגדרות הקבועות בחוק החברות, אשר מבוססות על מבנה מיזוג סטטוטורי שבו חברת היעד מתחסלת ונבלעת בחברה הקולטת.

הוראות הדין לאופן עסקת מיזוג מנויות בסעיפים 327-314 לחוק החברות, והן מהוות עקרונות בסיס לביצוע של עסקת מיזוג. מתוך הוראות אלו, התפתחו וריאציות שונות של עסקאות מיזוג, בין היתר מיזוג משולש הופכי, שבו החברה שמתחסלת היא חברה ייעודית שהוקמה לצורך המיזוג, בעוד שהחברה הנרכשת בפועל ממשיכה להתקיים.

למעשה, נכון להיום המנגנון של מיזוג משולש הופכי לא מקבל ביטוי מתאים בתקנות הדוחות. על כן, מוצע להבהיר כי נדרש גילוי בדומה לזה החל במקרה של מיזוג או "מיזוג מהותי" לפי העניין, על פי התפישה כי מהות המהלך היא שמכתיבה את אופי הגילוי. האמור לעיל מתיישב גם עם הפרקטיקה המקובלת לדיווח בנושא.

לפיכך, הוועדה ממליצה להוסיף בתקנות הדוחות הגדרה למונח "מיזוג" אשר תכיל בתוכה גם התייחסות ל"מיזוג משולש הופכי", ובהתאם לכך, יש להבהיר כי דרישות הגילוי החלות על מיזוג מהותי יוחלו במפורש גם על מיזוג משולש הופכי בהתאמה למבנה העסקה.

14. שינוי בשליטה בתאגיד

קיומו של בעל שליטה בתאגיד מדווח הוא בעל משמעות מהותית למשקיעים. קיומו של גורם שולט משליך, בין היתר, על אופן קבלת ההחלטות בתאגיד, על אסטרטגיית הפעילות העסקית שלו, ועל מנגנוני הממשל התאגידי החלים עליו. מנגד, בתאגידים ללא בעל שליטה, מתקיימת מערכת איזונים שונה, המבוססת על פיזור ההחזקות ועל תפקידים של האורגנים המנהלים. בהתאם לכך, זהותו של בעל השליטה בתאגיד, ככל שקיים, מהווה מידע מהותי למשקיעים, ולעיתים אף מהווה שיקול מרכזי בהחלטת ההשקעה בתאגיד.

קיימים מספר מנגנונים במסגרתם עשוי לחול שינוי במעמד השליטה בתאגיד. כך, למשל, רכישת שליטה במסגרת הצעת רכש מיוחדת או מלאה נעשית בהליך פומבי, אשר מביא את המידע לידיעת הציבור ומאפשר לבעלי המניות להביע את עמדתם. באופן דומה, הקצאה פרטית אשר עשויה להקנות

שליטה טעונה אישור אסיפה כללית, ובהתאם מתפרסם לגביה דוח זימון אסיפה הכולל מידע מפורט לציבור המשקיעים. שינוי בזהות בעל השליטה יכול להתרחש, למשל, גם לנוכח רכישת או מכירת מניות, או התקשרות בהסכמי הצבעה.

הצורך בגילוי כאמור מקבל משנה תוקף, לאור תיקוני החקיקה הצפויים בחוק החברות ביחס לתאגידי ללא בעל שליטה, אשר קובעים הסדרים שונים לתאגידי עם שליטה לעומת תאגידי ללא שליטה. על כן, לשאלת קיומו של בעל שליטה בתאגיד מדווח יש השלכות נורמטיביות ישירות על זכויות וחובות התאגיד ואורגניו.

ברי כי שינוי במבנה השליטה בתאגיד המדווח, אשר בעקבותיו נעשה או חדל גורם להיות בעל שליטה, עולה על פי רוב לכדי אירוע או עניין מהותי לעסקי התאגיד, וכפועל יוצא מכך, קמה מכוח תקנה 36 לתקנות הדוחות החובה לפרסם דוח מידי על שינוי שליטה בתאגיד כאירוע אשר יש בו כדי להשפיע משמעותית על מחיר ניירות הערך של התאגיד. עם זאת, לאור חשיבות המידע הזה למשקיעים ולתאגיד המדווח, סבורה הועדה כי יש מקום להבהיר ולעגן חובת דיווח מידי ספציפית הדורשת מתן גילוי על מצבים בהם חדל להיות בעל שליטה בתאגיד מכל סיבה שהיא.

בהקשר זה, יצוין כי קביעת קיומו של בעל שליטה אינה בהכרח תוצאה של מבחן כמותי חד משמעי, אלא היא מבוססת גם על מבחנים איכותיים, אשר עשויים להיות מורכבים ליישום. יחד עם זאת, דווקא בשל מורכבות זו, קיים צורך בהבהרת המצב העובדתי לציבור המשקיעים, מקום בו תאגיד מדווח הגיע למסקנה כי גורם מסוים הפך לבעל שליטה בו, או חדל מלהיות כזה.

לצד זאת, הוועדה עמדה על כך שיייתכנו מקרים בהם המועד שבו "נודע" לתאגיד על שינוי במעמד השליטה אינו חד משמעי. זאת, בין היתר, לאור העובדה כי קביעת שליטה מבוססת על שילוב של מבחנים כמותיים ואיכותיים, כאשר בחינת המבחן האיכותי עשויה להצריך זמן לבחינה ולגיבוש עמדה.

מבלי לגרוע מן הדין הקיים, הוועדה מציעה לקבוע תקנה ייעודית עבור מצב דברים זה, לפיה תאגיד מדווח יידרש לפרסם דיווח מידי מקום בו גורם מסוים נעשה או חדל להיות לבעל שליטה בתאגיד או שחל שינוי בזהות הגורם השולט בתאגיד אשר שולט בתאגיד המדווח, וזאת מהמועד שבו נודע לתאגיד לראשונה על השינוי כאמור.⁶³

⁶³ על בעל העניין להגיש הודעה לתאגיד כך שזה יוכל לפרסם במועד את הדיווח.

סיכום עיקרי ההמלצות הוועדה לפרק דיווחים מיידיים:

- א.** הארכת פרק הזמן להגשת דיווח מיידית בהתאם לחלופה לפיה דיווח מיידית יוגש לא יאוחר מפתיחת יום המסחר שלאחר חלוף 24 שעות מהמועד שבו האירוע נודע לתאגיד לראשונה.
- ב.** דחיית מועד הדיווח ברכישת נכס מהותי או בהתקשרות בהסכם מהותי לשלב החתימה על הסכם מחייב, וכן דחיית מועד הדיווח על נתונים כספיים ברכישת נכס מהותי לשלב ההשלמה.
- ג.** אימוץ מודל "אין תגובה" בדין הישראלי לצד קביעת חריג לפיו תאגידים ידרשו לדיווח אם המידע דלף והשפיע משמעותית על מחיר ניירות הערך. לאור הקשיים העלולים להתעורר מיישום החריג, מוצע להמשיך לבחון את אופן יישומו.
- ד.** דרישה לדיווח מיידית בגין חובת עדכון במקרים הבאים: כאשר מדובר במידע מעדכן שהוא מהותי עבור המשקיע הסביר בניירות הערך של התאגיד או כאשר היה שינוי מהותי ביחס למידע שכבר פורסם, כך שזה הפך למעשה למטעה אם לא יעודכן; במועד סיום האירוע עליו דווח בדיווח מיידית קודם, זאת לצורך "סגירת מעגל" ומתן עדכון למשקיעים; במועד שצוין בדוח שפורסם, רק אם התרחשות האירוע או אי התרחשותו באותו מועד שצוין מראש, מהווה מידע מהותי בפני עצמו. כמו כן, גילוי על התפתחויות ביניים לא מהותיות יהיה במסגרת הדוחות העיתיים של התאגיד המדווח.
- ה.** ככלל, ביטול הדרישה לדיווח על אג"ח סטרייט במסגרת מצבת החזקות בעלי עניין וכן ביטול הדרישה לפיצול בין חברי קבוצת דיווח מוסדית.
- ו.** צמצום תדירות הדיווח המיידית על שינוי החזקות בעלי עניין לגבי בעל שליטה ונושאי משרה מרכזיים ומעבר לדיווח מרוכז אחת לשבוע ביום קבוע, לצד רף של 1% מההון, אשר חצייתו תחייב דיווח מיידית בזמן אמת. לגבי יתר נושאי משרה קביעת חובת הדיווח דומה למנגנון של בעל עניין שאינו בעל שליטה, כלומר יידרש דיווח מיידית רק כאשר השינוי מהדיווח האחרון הוא בשיעור של 2% מההון (למעלה או למטה).
- ז.** ביטול דיווח מיידית על עסקאות כאמור בסעיפים 270(3) ו-270(4) לחוק החברות, כאשר אלה אינן טעונות אישור אסיפה כללית בהתאם לתקנה 2 לתקנות ההקלות. הגילוי המוצע יינתן במסגרת פרק ממשל תאגידית בדוח התקופתי.
- ח.** הוספת הגדרה של המונח "מיזוג" בתקנות הדוחות תוך התייחסות למיזוג משולש הופכי.
- ט.** קביעת תקנה ייעודית עבור דיווח מיידית מקום בו גורם נעשה או חדל להיות לבעל שליטה בתאגיד או חל שינוי בזהות הגורם השולט בתאגיד השולט בתאגיד המדווח, וזאת מהמועד שבו נודע לתאגיד לראשונה על השינוי.

נספח א' | כתב המינוי של הוועדה

כ"ח בשבט תשפ"ה
26 בפברואר 2025

לכבוד

פרופ' אסף חמדני, אוניברסיטת תל אביב
 עו"ד אמיר הלמר, רשות ניירות ערך
 עו"ד אמיר וסרמן, רשות ניירות ערך
 עו"ד ניצן סנדור, בנק לאומי לישראל בע"מ
 רו"ח נבו ברנה, מטריקס אי.טי בע"מ
 רו"ח יעל ג'רסי, PWC
 רו"ח הדר וינר-שוורץ, ילון לפידות, בית השקעות
 ד"ר רות רוז, אוניברסיטת אריאל
 עו"ד אלי דניאל, רשות ניירות ערך

מכובדי,

הנדון: ועדה לבחינת דרישות הגילוי בדוחות עיתיים ומיידיים

הנכם מתמנים בזאת לכהן כחברי ועדה שתפקידה לגבש הצעות לשיפור דרישות הגילוי החלות על התאגידים המדווחים לציבור המשקיעים בשוק ההון הישראלי.

מספר התאגידים המדווחים בישראל עמד בתום שנת 2024 על כ-600 תאגידים (ללא תאגידים הרשומים ברישום כפול). התאגידים הללו פרסמו במהלך השנה, לציבור המשקיעים, למעלה מ-38 אלף דיווחים שונים. יתרה מכך - היקף המידע הנכלל בדוחות העיתיים של תאגיד מדווח, ובפרט, בדוח התקופתי על פרקיו השונים (פרק תיאור עסקי התאגיד, דוח הדירקטוריון, הדוחות הכספיים והפרק הכולל פרטים נוספים על התאגיד) הינו רב מאוד.

השינוי המשמעותי בהיקף ובאיכות המידע הנכלל בדוחות העיתיים התרחש לפי כ-20 שנה, עם היישום לראשונה של המלצות "ועדת ברנע" בדוח התקופתי לשנת 2004, ודומה כי מאז היקף המידע הנכלל בדוח התקופתי גדל במידה לא מועטה.

בחלוף השנים מאז יושמו המלצות ועדת ברנע, ועל רקע הגידול המשמעותי בהיקף המידע המדווח, נראה כי בשלה העת לבחון מחדש את הצורך בעדכון ושיפור איכות הדיווח לציבור המשקיעים באופן שיותאם לעת הזו.

הוועדה מתבקשת לבחון את הגילוי הנדרש כיום במסגרת הדוחות העיתיים (לרבות, גילוי אשר נכלל במסגרת תשקיף), ובפרט דוח הדירקטוריון ופרק תיאור עסקי התאגיד, וכן, את הוראות הגילוי המתייחסות לפרסום דיווחים מיידיים. במסגרת בחינה זו, הוועדה מתבקשת לבדוק את הצורך לעדכן את הוראות הגילוי הקיימות. בין השאר, מתבקשת הוועדה לבחון את מבנה הדיווח, האם קיים צורך בהוספת פריטי מידע שאינם ניתנים כיום, והאם יש מקום לצמצם דרישות גילוי קיימות - זאת במטרה שציבור המשקיעים בניירות ערך יוכל לקבל החלטות השקעה מושכלות, תוך הבאה בחשבון של השלכות משטר הדיווח על התאגידים והמשקיעים, של התפתחויות בניהול העסקים ובאופן צריכת המידע, ושל מתכונת הגילוי בשוקי הון מפותחים בעולם.

במסגרת זו, הוועדה תבחן ותתייחס, בין היתר, לנושאים אלה:

- בחינת הצורך בהתאמת הוראות הגילוי בפרק תיאור עסקי התאגיד אשר בדוח התקופתי;
- בחינת הצורך בהתאמת הוראות הגילוי בדוח הדירקטוריון אשר נכלל בדוחות העיתיים;
- בחינת הצורך בעדכון וצמצום הוראות הגילוי בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970, לגבי הפרטים הנוספים הנכללים במסגרת הדוח התקופתי (תקנות 10א-29 לסט התקנות האמורות);
- בחינת הצורך בשינוי הוראות הגילוי, לרבות לעניין העיתוי, של דיווח מיידי אודות אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים;
- בחינת הצורך בהקלות בנוגע לתדירות פרסום דיווחים מיידיים שעניינם שינוי החזקות בעלי עניין ו/או או שינויים במספר המניות / אגרות חוב הרשומים למסחר בבורסה.

לאור היקף הנושאים הרחב, מתבקשת הוועדה למקד את עבודתה בהוראות הגילוי החלות על **כלל** התאגידים המדווחים, ולא בסקטורים מסוימים או בנושאים ספציפיים, דוגמת: גילוי ענפי, ESG וחברות רישום כפול המדווחות בהתבסס על הדין הזה.

סדרי עבודה

בראש הוועדה יעמוד פרופ' אסף חמדני, אשר ישמש כיושב ראש הוועדה. עו"ד אלי דניאל ישמש כמרכז הוועדה.

יושב ראש הוועדה יקבע את סדרי עבודתה. הוועדה תתייעץ ותשמע גורמים רלבנטיים, לפי שיקול דעתה. הוועדה מתבקשת להגיש לח"מ דוח ביניים הכולל את המלצותיה בתוך תשעה חודשים ממועד התחלת עבודת הוועדה. דוח הביניים יפורסם להערות הציבור. עם סיום הדיון בהן ועדכון המלצות הוועדה, יוגש דוח הוועדה הסופי.

רשות ניירות ערך תעמיד לרשות הוועדה את האמצעים המנהליים שיהיו דרושים לעבודתה. אני מודה לכם על נכונותכם ליטול חלק בצוות ומאחלים לכם הצלחה ועבודה פורייה.

בברכה,

עו"ד ספי זינגר

יו"ר רשות ניירות ערך

י"א בשבט התשפ"ו
31 בדצמבר 2025

לכבוד
עו"ד רוני טלמור,
ראש אשכול תאגידים ושוק ההון, משרד המשפטים

הנדון: ועדה לבחינת דרישות הגילוי בדוחות עיתיים ומיידיים

הינך מתמנה בזאת לכהן כחברה בוועדה לבחינת דרישות הגילוי בדוחות עיתיים ומיידיים. הוועדה מונתה על ידי יו"ר ראש רשות ניירות ערך (להלן - "הרשות") ביום 26 בפברואר 2025. בראש הוועדה עומד פרופ' אסף חמדני, אשר משמש כיושב ראש הוועדה.

הוועדה התבקשה לבחון את הגילוי הנדרש כיום במסגרת הדוחות העיתיים ובפרט דוח הדירקטוריון ופרק תיאור עסקי התאגיד, וכן, את הוראות הגילוי המתייחסות לפרסום דיווחים מיידיים. במסגרת בחינה זו, הוועדה התבקשה לבדוק את הצורך לעדכן את הוראות הגילוי הקיימות.

ביום 25 בדצמבר 2025 הגישה הוועדה ליו"ר הרשות דוח ביניים הכולל את המלצותיה. דוח הביניים פורסם להערות הציבור ביום 29 בדצמבר 2025, ועם סיום הדיון בהן ועדכון המלצות הוועדה, יוגש דוח הוועדה הסופי.

אני מודה לך על נכונותך להצטרף וליטול חלק בצוות ומאחל לך הצלחה ועבודה פורייה.

בברכה,

עו"ד ספי זינגר
יו"ר רשות ניירות ערך

העתק: עו"ד שרון אפק, מנהל מערך ייעוץ וחקיקה, המשנה ליועצת המשפטית לממשלה.

נספח ב' | קול קורא שפורסם על ידי הוועדה

ט' בניסן תשפ"ה,
7 באפריל 2025

**קול קורא: עדכונים בנוגע לפרק תיאור עסקי התאגיד,
דוח הדירקטוריון ודיווח מיידי על אירוע או עניין מהותי**

תמצית

ביום 26 בפברואר 2025 מינה יושב ראש רשות ניירות ערך (להלן - "הרשות") את הוועדה לבחינת דרישות הגילוי בדוחות עיתיים ומידיים (להלן - "הוועדה"). הוועדה הוסמכה לבחון את הגילוי הנדרש כיום במסגרת הדוחות העיתיים (לרבות, גילוי אשר נכלל במסגרת תשקיף), ובפרט דוח הדירקטוריון ופרק תיאור עסקי התאגיד אשר נכלל בדוח התקופתי (להלן - "פרק תיאור עסקי התאגיד"), וכן את הוראות הגילוי המתייחסות לדיווחים מיידיים. בין השאר, התבקשה הוועדה לבחון את מבנה הדיווח, האם קיים צורך בהוספת פריטי מידע שאינם ניתנים כיום, והאם יש מקום לצמצם דרישות גילוי קיימות - זאת במטרה שציבור המשקיעים בניירות ערך יוכל לקבל החלטות השקעה מושכלות, תוך הבאה בחשבון של השלכות משטר הדיווח על התאגידים והמשקיעים, של התפתחויות בניהול העסקים ובאופן צריכת המידע, ושל מתכונת הגילוי בשוקי הון מפותחים בעולם.

הוועדה פונה בקול קורא לציבור המשקיעים, לתאגידים המדווחים ולגורמים נוספים בשוק ההון המשתמשים בדיווחי התאגידים (כגון: אנליסטים, חתמים ומפיצים), לשם קבלת התייחסותם לנושאים בהם הוסמכה לדון הוועדה.

יש לציין, כי לאור היקף הנושאים הרחב, הוועדה תמקד את עבודתה בהוראות הגילוי החלות על כלל התאגידים המדווחים, ולא בסקטורים מסוימים או בנושאים ספציפיים, דוגמת: גילוי ענפי ESG וחברות רישום כפול המדווחות בהתבסס על הדיון הזה, ומשכך, אין מקום להתייחס לנושאים אלה במסגרת ההתייחסויות שיועברו לוועדה.

קול קורא

הוועדה מבקשת לקבל מהציבור התייחסויות בשאלה כיצד להתאים את דרישות הגילוי, כך שאלה יספקו מידע מהותי ורלבנטי למשקיעים, תוך יצירת סביבה דיווחית פשוטה ונוחה, בשים לב לסטנדרט דיווח התואם את המגמות בשוקי הון מפותחים בעולם.

מבלי לגרוע מכל סוגיה אחרת, להלן דוגמאות לסוגיות אשר הוועדה מעוניינת לקבל התייחסויות בעניינן:

א. מבנה ותכני הדיווח התקופתי - האם יש מקום לערוך שינויים מהותיים במבנה או בתכנון של הדיווח התקופתי, ובכלל זה האם יש מקום לשמור על המבנה הקיים לפיו הדוח התקופתי מחולק לארבעה חלקים (פרק תיאור עסקי התאגיד, דוח הדירקטוריון, הדוחות הכספיים והפרק הכולל את הפרטים הנוספים); האם נכון להפריד מהפרקים הקיימים בדוח התקופתי פריטי מידע שניתן לשייך לתחומים ספציפיים, וזאת לשם יצירת פרקים ייעודיים נפרדים בתחומי הממשל התאגידי והמימון;

האם יש צורך בביצוע שינויים בחובת הצירוף, לדוח התקופתי, של הערכות שווי מהותיות מאוד, ו/או חובת הגילוי בנוגע להערכות שווי מהותיות (לפי תקנה 8 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970); האם, ככלל, יש צורך בעידוד תאגידים מדווחים להציג מידע תחזיתי בפני ציבור המשקיעים, וכיצד ניתן לעשות זאת.

ב. פרק תיאור עסקי התאגיד - האם יש מקום לשינוי דרישות הגילוי ביחס לפרק זה; והאם נדרש שינוי בגילוי בנוגע לסיכונים, לרבות, בנוגע להיקף המידע אשר נכלל בסעיף זה ובנוגע לסיווג של כל סיכון וסיכון.

ג. דוח הדירקטוריון - האם יש מקום לשינוי דרישות הגילוי ביחס לדוח הדירקטוריון; כיצד אפשר ליישם גישות מודרניות יותר לדיווח הניתן במסגרת דוח הדירקטוריון ולהתאים אותו לסביבה העסקית הרלבנטית ולמגמות בשוק ההון, בשים לב לדוחות דירקטוריון המקובלים כיום בשווקים שונים בעולם, בדגש על שוק ההון האמריקאי, בו מתפרסם דוח הנהלה ייעודי; כיצד לעודד תאגידים מדווחים לגלות מידע תחזיתי בנוגע לתוכניות העסקיות של התאגיד ואופן מימושו, ניתוח מגמות השוק שלו וצפי הכנסות.

ד. דיווח מיידית על אירוע או עניין מהותי - האם יש מקום לשינויים בחובת דיווח זו, לרבות מסגרת הזמנים הקבועה כיום והיקף ועיתוי הגילוי אודות משאים ומתנים; האם יש מקום לשנות את האסדרה הנוגעת לשימוש במצגות ואמצעים ויזואליים בדיווחים מיידיים.

ה. פרק הפרטים הנוספים אשר בדוח התקופתי - האם יש מקום לבצע שינויים בכל הנוגע לגילוי אשר ניתן ביחס לתגמול נושאי המשרה הבכירה בתאגידים המדווחים (גילוי לפי תקנה 21 לתקנות הדוחות).

ו. חובת העדכון - האם יש מקום לבצע תיקון בכל הנוגע לחובת העדכון המעוגנת בתקנה 2א37 לתקנות הדוחות.

ז. שיחות ועידה - האם יש מקום להסדיר במסגרת תקנות הדוחות, או בסט תקנות חדש, את אופן קיום שיחות הוועידה, לרבות, בנוגע לפרסום תמלול שלהן.

ח. החזקות בעלי עניין - האם יש מקום לשנות את מועד הדיווח על שינוי בהחזקת בעלי עניין, באופן שדיווח שכזה יפורסם באופן מרוכז אחת לתקופה קבועה (למשל אחת לשבוע); האם יש מקום לשנות את מתכונת הדיווח באופן שחובת הדיווח על שינויים בהחזקות של בעל עניין, תחול על בעל העניין (הוא ידווח לציבור) ולא על החברה.

נודה לקבלת התייחסותכם בכתב⁶⁴ עד ליום 29 במאי 2025. הוועדה תתייחס בכובד ראש לכלל הפניות שיתקבלו, והיא עשויה לפנות אל חלק מהגורמים שיעבירו אליה התייחסות, לשם הצגת הערות ו/או התייחסויות נוספות, בעל פה.

לשם הנוחות מצורפת בנספח טבלת שאלות בה ניתן להסתייע לצורך שליחת מענה עבור שאלות ספציפיות, בהתאם לאמור לעיל. עם זאת, **יובהר כי השאלות הנכללות במסגרת הטבלה שבנספח אינן מחייבות וניתן להעביר התייחסות גם, או רק, לנושאים אשר אינם מוזכרים במסגרת הנספח.**

את התייחסותכם יש לשלוח באמצעות דואר אלקטרוני ליד: Vaada-hamdani@isa.gov.il

⁶⁴ נבקשכם להעביר את פרטיכם, הכוללים שם, כתובת דוא"ל וטלפון במסגרת המענה לקול הקורא.

נספח

מס'	הנושא
1.	האם נדרש לגרוע סעיפים שונים מפרק תיאור עסקי התאגיד? ככל שכן, אנא פרטו.
2.	האם נדרש להוסיף פריטי גילוי שונים לפרק תיאור עסקי התאגיד? ככל שכן, אנא פרטו.
3.	האם יש מקום לייצר פרק נפרד לתחום המימון? ככל שכן, האם רק לחברות שהנפיקו אג"ח לציבור?
4.	האם יש מקום לייצר פרק נפרד לתחום הממשל התאגידי? ככל שכן, אנא פרטו.
5.	האם יש מקום לדרישה מנדטורית למתן מידע בנוגע לממשל תאגידי במתכונת "אמץ או גלה"? ככל שכן, אנא פרטו והבהירו אם יש מקום לכלול מידע כאמור בפרק נפרד בדוח התקופתי.
6.	האם בהתאם לפרט 1 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף יש מקום לתת את המידע על תיאור התאגיד ועסקיו, בהתאם לתוספת האמורה, לתקופה קצרה יותר? ככל שכן, אנא פרטו.
7.	מהי לדעתכם מטרת דוח הדירקטוריון וכיצד יש לעצב את דרישות הגילוי כדי להשיג מטרה זו?
8.	האם נדרש לגרוע פריטי גילוי שונים מדוח הדירקטוריון? ככל שכן, אנא פרטו.
9.	האם נדרש להוסיף פריטי גילוי שונים לדוח הדירקטוריון? ככל שכן, אנא פרטו.
10.	האם נדרש לעשות שינוי באופן ההתייחסות למדדים פיננסיים שאינם מבוססים על כללי חשבונאות מקובלים (נתוני NON-GAAP), לרבות להיקף הגילוי הנדרש בגינם? ככל שכן, אנא פרטו.
11.	האם יש מקום לאפשר שימוש בכלים ויזואליים מתקדמים, תקצירים אינטראקטיביים, וניתוחים מבוססי טכנולוגיה במסגרת דוח הדירקטוריון?
12.	האם יש מקום לשנות את מסגרת הזמנים הקבועה כיום לפרסום דיווח מידי בגין אירוע או עניין מהותי? ככל שכן, אנא פרט מהי מסגרת הזמנים המתאימה בעיניכם ומדוע.
13.	האם יש מקום לבטל את הצורך בדיווח על קיומו של מו"מ בגין רכישה מהותית? ככל שכן, אנא פרטו מהו מועד הדיווח המתאים בעיניכם ומדוע.
14.	האם יש להסדיר את אופן פרסום המצגות? ככל שכן, באיזה אופן?
15.	האם יש להסדיר את אופן פרסום תכנים של שיחות ועידה? ככל שכן, באיזה אופן?
16.	האם נדרש לבצע שינויים בכל הנוגע לצירוף הערכות שווי מהותיות מאוד או בכל הנוגע לגילוי אודות הערכות שווי מהותיות? ככל שכן, אנא פרטו.
17.	האם נדרש לבצע שינויים בכל הנוגע לצירוף דוחות כספיים של חברות כלולות מהותיות או חברות נערבות? ככל שכן, אנא פרטו.
18.	האם נדרש לבצע שינוי בנוגע לגילוי אודות חמשת מקבלי השכר הגבוה בתאגיד המדווח? ככל שכן, אנא פרטו.
19.	האם נדרש לבצע תיקון בכל הנוגע לחובת העדכון המעוגנת בתקנה 2א37 לתקנות הדוחות? ככל שכן, אנא פרטו.
20.	האם יש מקום לשנות את מועד הדיווח על שינוי בהחזקות בעלי עניין, באופן שדיווח שכזה יפורסם באופן מרוכז אחת לתקופה קבועה? ככל שכן, אנא פרטו.
21.	לאור השינויים הטכנולוגיים שחלו בשנים האחרונות (לרבות ההתקדמות בתחום ה-AI), אילו שינויים נגזרים ביחס להיקף ואופי הגילוי הניתן בדוחות העיתיים והמיידים?

נספח ג' | רשימת המוזמנים אשר הציגו בפני הוועדה

1. פורום ה-CFO's
2. איגוד החברות הציבוריות
3. מכון לואיס ברנדייס לחברה לכלה ולדמוקרטיה, המכללה למינהל
4. ארגון היועצים המשפטיים הפנימיים (ACC)
5. עו"ד ענבל זכאי-חורב ומר אורן הילינגר, מליסרון בע"מ
6. רו"ח שלומי שוב, פורום שווי הוגן, אוניברסיטת רייכמן
7. אסי גינסבורג, סמנכ"ל כספים, אורמת טכנולוגיות אינק
8. ד"ר שחר הדר, משרד עוה"ד מיתר ושות'
9. פרופ' דב סולומון, המרכז האקדמי למשפט ועסקים
10. עו"ד אורי הלר ועו"ד ליאור פורת, משרד עוה"ד גורניצקי ושות'
11. איגוד הבנקים
12. מר עודד ורד, מנהל מחלקת המחקר, הפניקס
13. מר עומר זורע, מנהל מחלקת נוסטרו, הראל
14. מר שי בן עמר, מנהל מחלקת מחקר, מיטב
15. עו"ד אלון גלזר, סמנכ"ל, לידר שוקי הון
16. מר שי עזר, מנהל מחקר, מור בית השקעות
17. מר אלעד שפיגלמן
18. פרופ' אריאל מרקילביץ, Suffolk University
19. מר דור אליגולא, Bridgewise Analitics Ltd

נספח ד' | בחינה השוואתית של אורך הדוחות שהוצגה בפני הוועדה

השוואה של אורך הדוחות התקופתיים בישראל 2005-2024

מסמך זה בוחן את ההתפתחויות באורך הדוחות הכספיים בישראל בשני העשורים האחרונים. הבחינה בוצעה בחלוקה לפי הפרקים השונים לדוחות ומאפייני החברות כגון גודל וענף פעילות. בנוסף, בוצעה השוואה לנתונים שהתפרסמו על אורך הדוחות בארה"ב ובבריטניה.

המדגם

המדגם כולל נתונים לגבי אורך הדוחות השנתיים התקופתיים לשנים 2005, 2015 ו-2024. הנתונים נאספו בחלוקה לפי הפרקים הבאים: תיאור עסקי התאגיד⁶⁵, דוח הדירקטוריון, הדוחות הכספיים וסה"כ הדוח התקופתי.

מדגם הבחינה כולל 142 חברות שהיו קיימות לאורך כל התקופה⁶⁶ (מתוכן, 132 חברות ציבוריות), אשר מהוות כרבע מסך החברות הנסחרות בבורסה (וכרבע מסך שווי שוק המניות). החלוקה של החברות לפי ענף הפעילות היא כדלקמן: נדל"ן ובינוי - 42 חברות, מסחר ושירותים - 33 חברות, תעשייה - 32 חברות, טכנולוגיה - 22 חברות, אנרגיה וחיפושי נפט וגז - 6 חברות, שירותים פיננסיים - 5 חברות, ביומד - 2 חברות.

טבלה 1: תיאור המדגם לבחינה

ענף	מספר חברות	מספר חברות ציבוריות	שווי שוק מניות, מיליוני ש"ח 2024	% מסך החברות	% משווי שוק המניות
נדל"ן ובינוי	42	37	99,987	26%	40%
מסחר ושירותים	33	31	55,731	37%	49%
תעשייה	32	31	27,723	60%	37%
טכנולוגיה	22	22	28,583	15%	12%
אנרגיה וחיפושי נפט וגז	6	4	13,237	18%	18%
שירותים פיננסיים	5	5	6,577	14%	24%
ביומד	2	2	189	5%	0%
סה"כ	142	132	232,027	25%	26%

⁶⁵ בענף הנדל"ן לא נספרו העמודים הכוללים פירוט פרויקטים ספציפיים (מהותיים/מהותיים מאוד) בכדי לנטרל את ההשפעה של פרויקטים ספציפיים.

⁶⁶ ללא חברות דואליות ללא ענף בנקים וביטוח וללא חברות בהן היה שינוי מהותי בפעילות החברה (שינוי שם/ענף וכד').

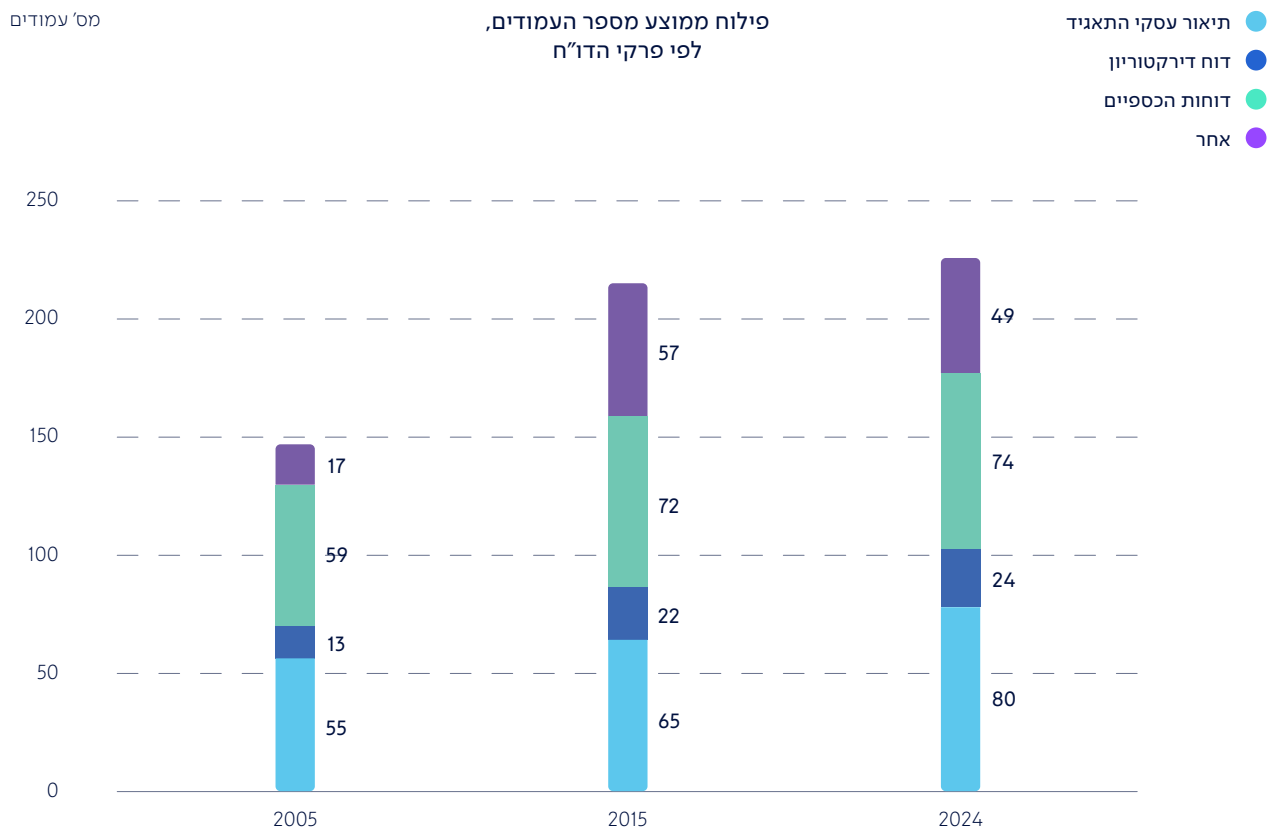
ממצאים עיקריים

בשנת 2024 מספר העמודים הכולל של הדוחות השנתיים בחברות הנסחרות בבורסה שנכללו במדגם עמד במוצע על 227 עמודים, לעומת 144 עמודים בשנת 2005. כלומר, במהלך עשרים השנים האחרונות חלה עלייה של כ-60% באורך הדוחות הכולל. במוצע ברמת חברה נרשמה עלייה של כ-70%. עיקר הגידול באורך הדוחות התרחש בין השנים 2004-2015, עם עלייה ממוצעת של כ-50%. לעומת זאת, הגידול שחל בעשור האחרון היה כ-5% בלבד.

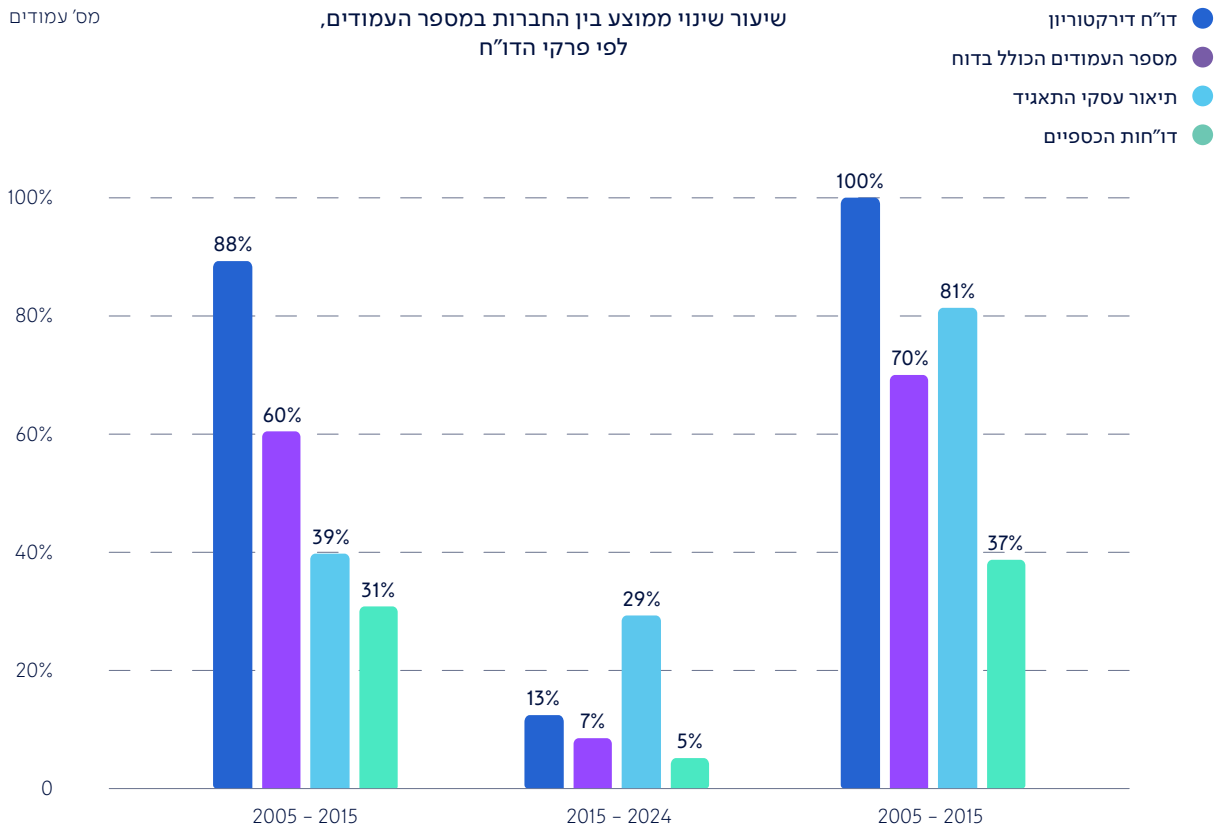
הצמיחה בין השנים 2005-2024 התרחשה בכל פרקי הדוח, כמפורט להלן:

- תיאור עסקי התאגיד גדל מ-53 עמודים ל-77 עמודים במוצע, המהווה גידול של 45% (הגידול הממוצע ברמת חברה הינו 84%);
- דוח דירקטוריון גדל מ-13 עמודים ל-24 עמודים במוצע (הגידול הממוצע ברמת חברה הינו 100%), המהווה גידול של כ-85%;
- הדוחות הכספיים גדלו מ-59 עמודים ל-74 עמודים במוצע, המהווה גידול של כ-25% (הגידול הממוצע ברמת חברה הינו 37%).

תרשים 1: פילוח ממוצע מספר העמודים, לפי פרקי הדוח



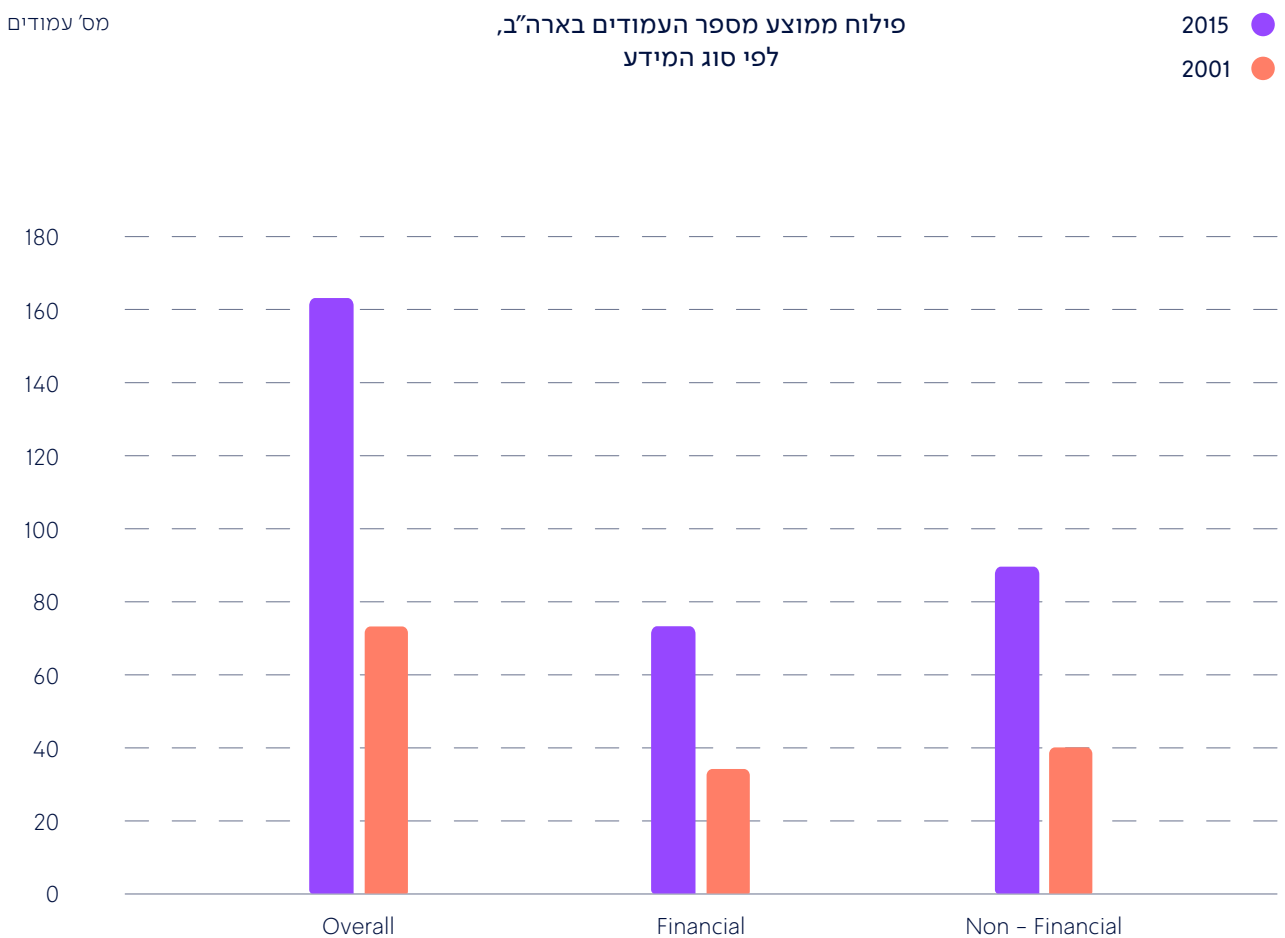
תרשים 2: שיעור שינוי ממוצע בין החברות במספר העמודים, לפי פרקי הדוח



השוואה בינלאומית

בהשוואה בינלאומית ניתן לראות כי המצב בישראל אינו חריג. כך, על פי מחקרים⁶⁷ בתקופה המקבילה סך אורך הדוחות הוכפל הן בארה"ב והן בבריטניה. בשנת 2015 ממוצע מספר העמודים הכולל בדוחות בארה"ב עמד על כ-160 לעומת כ-70 עמודים בשנת 2001, גידול של כ-130%. ממוצע מספר העמודים של הדוחות הכספיים בארה"ב היה כ-70 בשנת 2015, לעומת כ-30 בשנת 2001, וכ-40 בשנת 2005 (המקבילה לניתוח שלנו). כלומר, במהלך העשור התרחשה עלייה של כ-75%. פרקי הדוח אשר אינם כוללים מידע פיננסי בחברות בארה"ב עלו בממוצע מכ-40 עמודים בשנת 2001 לכ-90 עמודים בשנת 2015, כלומר מדובר בגידול של כ-125%.

תרשים 3: פילוח ממוצע מספר העמודים בארה"ב, לפי סוג המידע⁶⁸



החוקרים מעריכים כי גידול זה באורך הדוחות נבע בעיקר משינויים רגולטוריים, כגון דרישות גילוי על אחריות תאגידית וקיימות ועוד, לצד הגידול בהיקפי הפעילות של החברות.

⁶⁷ Guo, Y. (2023), "An analysis of annual report length and content in UK-listed companies (2000-2020)"; Sharma, U., Davey, H (2017), "The impact of accounting regulations on annual report length", Ashton J. (2023) "The never-ending story", Governance and Compliance.

⁶⁸ Sharma, U., Davey, H (2017), "The impact of accounting regulations on annual report length".

בחינת המתאם הסטטיסטי לגודל חברה

עתי נבחן את קיומו של קשר בין אורך הדוחות ובין גודל החברה והשינויים בגודל החברה שחלו בתקופה הנסקרת בחברות הציבוריות בבורסה. הממצאים מראים כי לאורך כל שנות הבדיקה נמצא מתאם חיובי מובהק של כ-0.5 בין גודל החברה (שווי המניות) ובין מספר העמודים הכולל בדוח התקופתי.

2024	2015	2005	
0.543	0.405	0.526	מקדם המתאם
0.001	0.001	0.001	PV
132	131	122	מס' חברות ציבוריות

כמו כן, נמצא מתאם חיובי מובהק של כ-0.4 בין השינוי בגודל החברה ובין השינוי במספר העמודים הכולל בתקופה 2005-2015. לעומת זאת, לא נמצא מתאם מובהק בין השינוי בגודל החברה ובין השינוי במספר העמודים בין השנים 2015-2024.

2005-2024	2015-2024	2005-2015	
0.275	0.014	0.429	מקדם המתאם
0.002	0.869	0.001	PV
122	131	122	מס' חברות ציבוריות

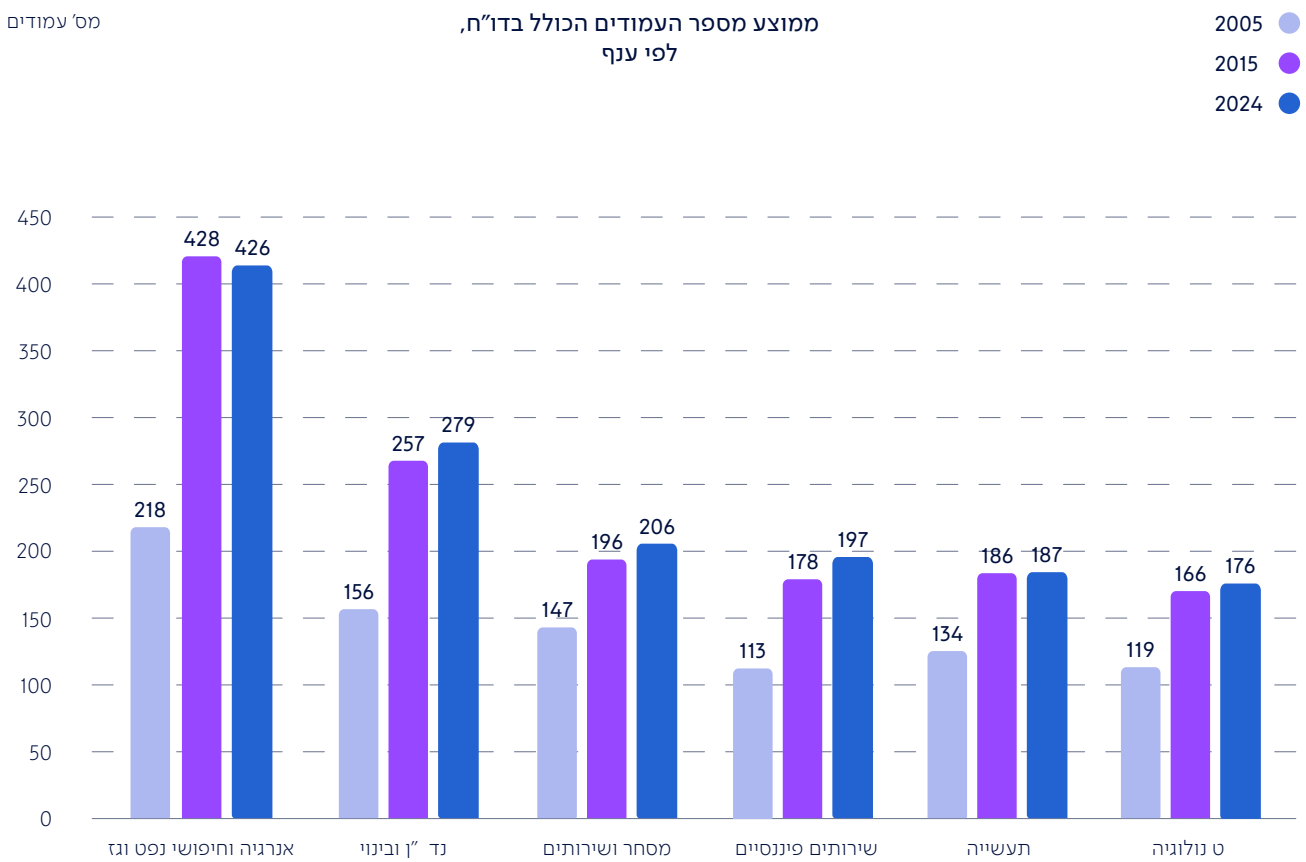
ממצאים אלה מצביעים על קשר מובהק בין אורך הדוחות לבין גודל החברה וכן בין הגידול באורך הדוחות (בתקופה בה חל הגידול העיקרי) לבין הגידול בשווי החברות עצמן. עם זאת, חשוב לציין כי מדובר במתאם בלבד שאינו בהכרח מעיד על סיבתיות וכי אורכן של מרבית הדוחות גדל בתקופה זו וכך גם שווין של מרבית החברות.

בחינת ההבדלים באורך פרקי הדוח התקופתי בין ענפי הפעילות השונים בישראל

נדל"ן ובינוי, אנרגיה וחיפושי נפט וגז, ומסחר ושירותים הינם ענפים המאופיינים בדוחות השנתיים הארוכים ביותר, כאשר מספר העמודים הכולל הממוצע עולה על 200 עמודים בשנת 2024. בשאר הענפים שנבחנו (שירותים פיננסיים, תעשייה וטכנולוגיה) מספר העמודים הכולל בדוחות נע סביב 170-200 עמודים.

ניתן לראות שבמהלך התקופה העליות הגבוהות ביותר במספר העמודים הכולל התרחשו בענפים כגון: אנרגיה וחיפושי נפט וגז (95%)⁶⁹, נדל"ן ובינוי (79%), ושירותים פיננסיים (74%), כאשר בשאר הענפים הצמיחה הינה כ-50%-40%.

תרשים 4: ממוצע מספר העמודים הכולל בדוח, לפי ענף

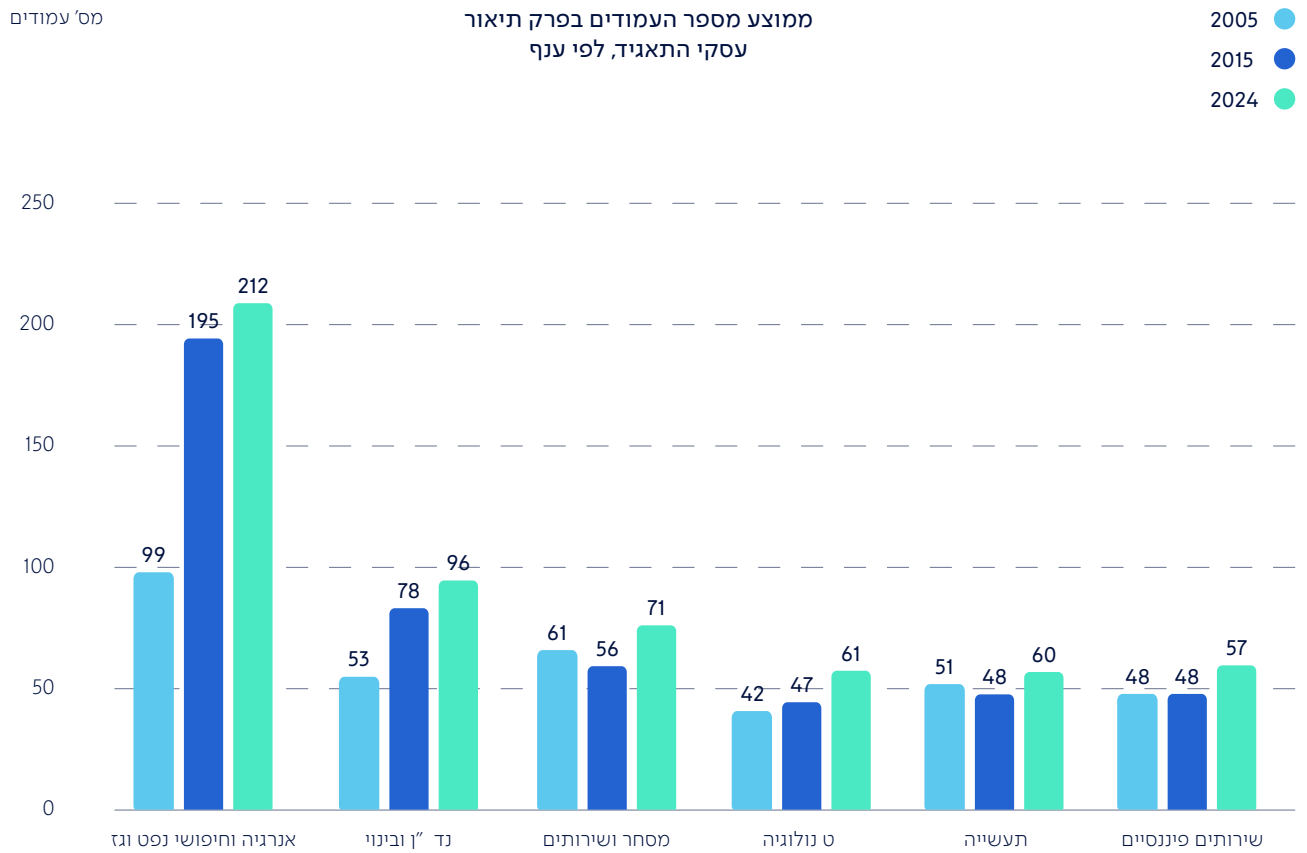


פרק תיאור עסקי התאגיד עלה בכ-80% בחברות ענף הנדל"ן לכ-90 עמודים בממוצע.⁷⁰ ענף האנרגיה מאופיין בפרק תיאור עסקי התאגיד הארוך ביותר, של מעל 200 עמודים בממוצע (הוכפל במהלך התקופה). בשאר הענפים ממוצע עמודים בפרק זה נע בין 60-70 עמודים.

⁶⁹ חלק מכך נובע מחברת החשמל הכוללת בדוחותיה נספח אקטואריה הערכת שווי מהותית מאוד (בעל השפעה על פרק 'פרטים נוספים').

⁷⁰ בענף הנדל"ן ללא פירוט פרויקטים ספציפיים (מהותיים/מהותיים מאוד)

תרשים 5: ממוצע מספר העמודים בפרק תיאור עסקי התאגיד, לפי ענף



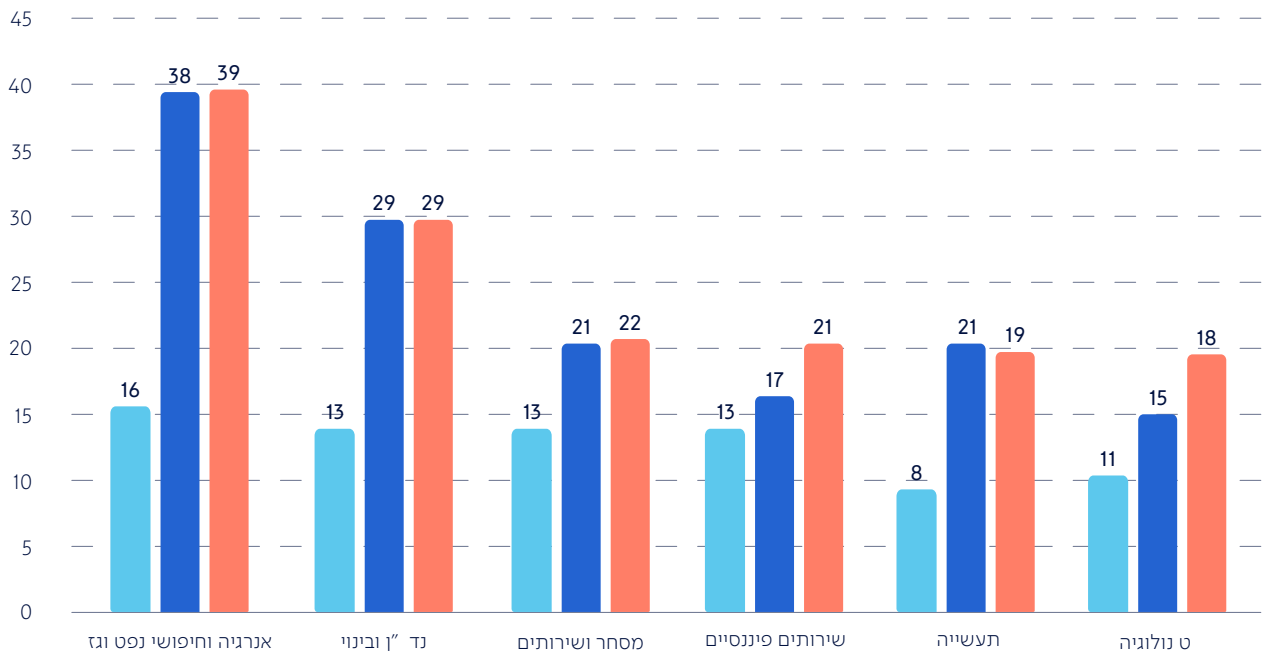
ענפי הנדל"ן ובינוי והאנרגיה הם בעלי דוחות הדירקטוריון הארוכים ביותר, כ-30 עמ' (נדל"ן ובינוי) וכ-40 עמ' (אנרגיה) בממוצע. בענפים אלו גם נרשמה העלייה הגבוהה ביותר (מעל 100%) במספר העמודים הממוצע בין שנים 2005-2024. לעומת זאת, בשאר הענפים מספר העמודים הממוצע בדוחות הדירקטוריון הינו כ-20 עמודים (בשנת 2024), כאשר העלייה שנרשמה מאז 2005 הינה כ-60% בכל ענף.

תרשים 6: ממוצע מספר העמודים בדוח דירקטוריון, לפי ענף

מס' עמודים

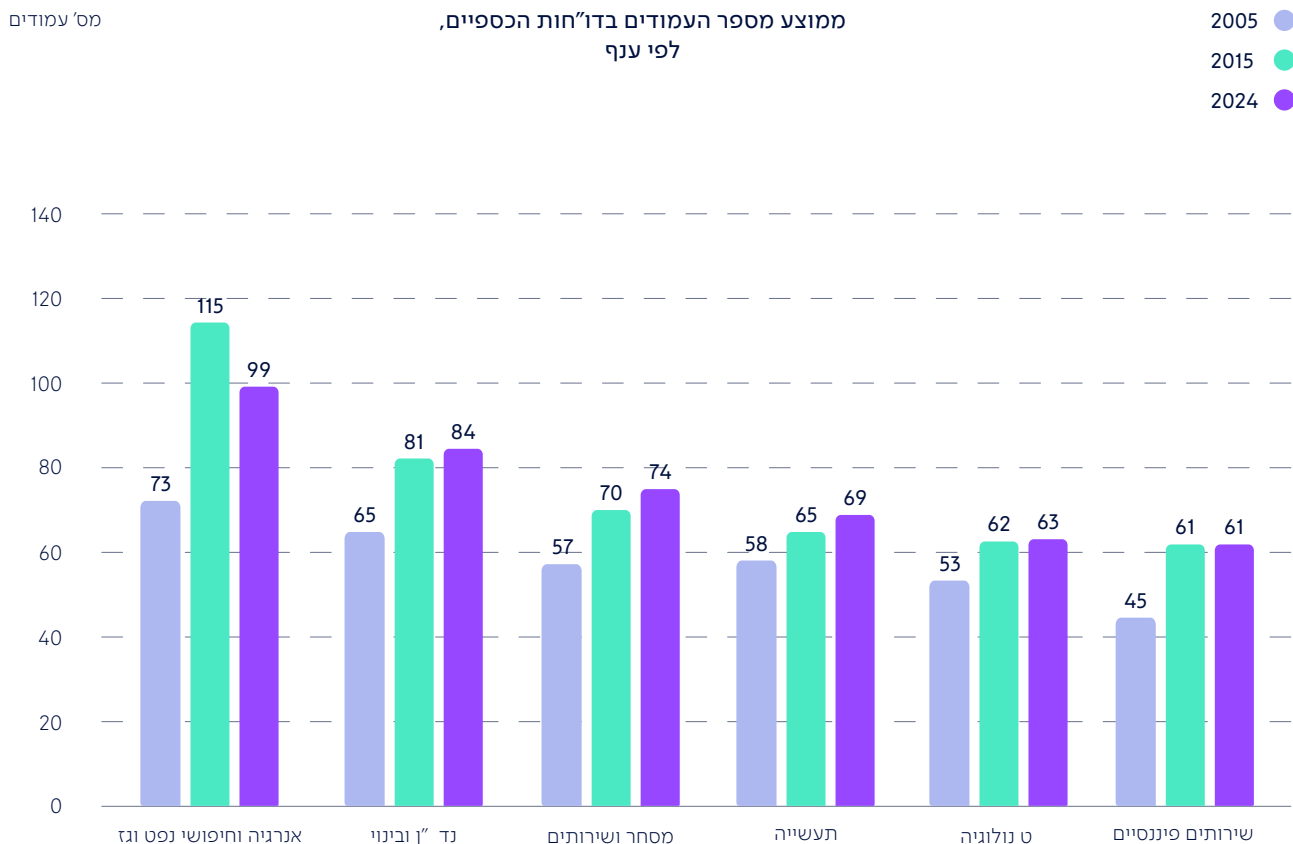
ממוצע מספר העמודים בדו"ח דירקטוריון, לפי ענף

2005 ●
2015 ●
2024 ●



העלייה המתונה ביותר במספר העמודים (בין 20%-40%) נרשמה בדוחות הכספיים. ענפים, כגון: נדל"ן ובינוי, ואנרגיה מאופיינים בדוחות הכספיים הארוכים ביותר, בין 80-100 עמודים בממוצע. בשאר הענפים מספר העמודים הממוצע נע בין 60-75 עמודים.

תרשים 7: ממוצע מספר העמודים בדוחות הכספיים, לפי ענף



סיבות אפשריות להארכת הדוח התקופתי בחברות הנסחרות בבורסה בישראל

- 1. אסדרה בענף נפט וגז** - ברוב החברות בענף נפט וגז שנמצאות במדגם (4 מתוך 6) מיושם גילוי הנוגע לתקנות פרטי תשקיף לגבי נפט וגז, דבר העשוי להסביר את הגידול באורך הדוחות שחל בסקטור זה (בפרט בפרק 'תיאור עסקי תאגיד').
- 2. בשנים 2009-2012, בעקבות המשבר הפיננסי העולמי, חלו עדכונים בנוגע למתן גילוי ייעודי למחזיקי אגרות חוב** (בעל השפעה על פרק 'דוח הדירקטוריון').
- 3. בשנים 2010-2016 קודם תחום הגילוי הענפי, בדגש על ענפי מדעי החיים, נדל"ן מניב, ונדל"ן יזמי** (בעל השפעה על פרק 'תיאור עסקי תאגיד').
- 4. לאחר פרסום המלצות ועדת ברנע, ניתנו מספר הוראות גילוי ספציפיות, לדוגמה: גילוי אודות דירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית, אומדנים חשבונאיים קריטיים ועוד.** (בעל השפעה על פרק 'דוח הדירקטוריון').
- 5. גידול בהיקפי הפעילות ובמגוון תחומי הפעילות של החברות הנסחרות לאורך השנים** (כפי שמתבטא במתאם עם שווי שוק המניות).

נספח ה' | הבהרות סגל הרשות אשר פורסמו במהלך עבודת הוועדה

עמדת סגל

עמדות סגל הרשות המובאות להלן הן עמדות מקצועיות המשקפות החלטות ועמדות בסוגיות הנוגעות ליישום דיני ניירות ערך ודיני החברות. תוכן העמדות המפורסמות מנחה את הרשות בהפעלת סמכותה והציבור יוכל להשתמש בהן ולהחילן בנסיבות דומות.

ה' תמוז תשפ"ה

1 יולי 2025

עמדת סגל משפטית מספר 20-104: הקלה בחובת הדיווח של דוח דירוג על-ידי החברה המדורגת (טופס דיווח ת-125)

רקע

הליך של "דירוג" מוגדר בחוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, תשע"ד-2014, כהערכת יכולת הפירעון של תאגיד כישות או הערכת סיכויי הפירעון של מכשיר פיננסי שהונפק, על פי סולם השוואתי שנקבע לעניין יכולת עמידה בהתחייבויות, בהתאם לשיטת הערכה שקבעה חברה העוסקת בדירוג לפי דין (להלן ובהתאמה: "הליך דירוג" ו-"חברת דירוג"). פרק ה' לתקנות הסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ה-2014 קובע כי בסיומו של הליך הדירוג, על חברת הדירוג מוטלת חובה לפרסם את הממצאים באמצעות דוח דירוג המדווח לרשות ניירות ערך ולציבור ומפורסם באתר חברת הדירוג (להלן: "דוח הדירוג").

בו-בזמן, קבלת הדירוג מהווה אירוע מהותי עבור תאגיד מדווח שנקבע לגביו הדירוג, או לגבי תאגיד שהנפיק מכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג (להלן: "החברה המדורגת"). לכן, במקרה בו החברה המדורגת היא תאגיד מדווח כהגדרתו בחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, פרסום דוח הדירוג הוא אירוע המקום חובת דיווח מיידית מכוח תקנה 36(א) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 (להלן: "תקנות דוחות תקופתיים ומידיים"), המתייחסת ל"אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים".⁷¹ אל הדיווח המיידית של החברה המדורגת מצורף דוח הדירוג שפורסם על ידי חברת הדירוג. כפועל יוצא של חובות אלה, כיום דוחות דירוג מפורסמים לציבור באמצעות שני טפסי דיווח מקבילים: טופס ד-125 (דוח מיידית על אירועים הקשורים בדירוג) המדווח על ידי חברת הדירוג וכן טופס ת-125 (דוח מיידית על דירוג תעודות התחייבות/דירוג תאגיד או הפסקת דירוג) המדווח על ידי התאגיד המדווח, אשר הוא או ניירות ערך שהונפקו על ידו, הם נושא דוח הדירוג. כל אחד מהטפסים מכיל קובץ PDF זהה של דוח הדירוג, ושני הדיווחים מופיעים תחת דיווחי החברה המדורגת במערכת המגנ"א ובמערכת המאיה של הבורסה לניירות ערך בתל אביב (להלן: "המערכות").

מטרת עמדה משפטית זו היא לשקף את עמדת סגל רשות ניירות ערך (להלן: "סגל הרשות") בנוגע לחובת הדיווח של טופס ת-125 על ידי חברת מדורגת שהיא תאגיד מדווח מקום בו דוח במגנ"א דוח הדירוג ע"י חברת הדירוג.

⁷¹ תקנה 36(א) קובעת לעניין חובת פרסום דוח מיידית כי "בדוח יובאו פרטים בדבר כל אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים בשל טיבם, היקפם או תוצאתם האפשרית, ואשר יש להם או עשויה להיות להם השפעה מהותית על התאגיד, וכן בדבר כל אירוע או עניין שיש בהם כדי להשפיע באופן משמעותי על מחיר ניירות הערך של התאגיד".

עמדת סגל הרשות

לאור העובדה כי דוח הדירוג מפורסם על ידי חברת הדירוג ומוצג במערכות תחת דיווחי החברה המדורגת,⁷² לעמדת סגל הרשות, כאשר החברה המדורגת סבורה כי חברת הדירוג דיווחה דיווח נאות, החברה המדורגת אינה נדרשת לפרסם גם היא את דוח הדירוג באמצעות טופס ת-125. לפי עמדה זו, יש לראות בדיווח של חברת הדירוג באמצעות טופס ד-125 כדיווח של החברה המדורגת לכל דבר ועניין, ובכלל זה לעניין חובת הדיווח של החברה המדורגת מכח סעיף 36(א) לתקנות דוחות תקופתיים ומיידיים.

מהאמור אף עולה כי יראו את הדיווח של חברת הדירוג כדיווח הנכלל בדוח הצעת מדף של החברה המדורגת על דרך של הפניה, כאמור בתקנה 4 לתקנות ניירות ערך (הצעת מדף של ניירות ערך), התשס"ו-2005.⁷³ עם זאת, יובהר כי על החברה המדורגת לצרף את מכתב ההסכמה של חברת הדירוג, להכללת הדירוג בתשקיף או בדוח הצעת המדף (בהתאם להוראת תקנה 62א(א)(2) לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט-1969).

ביטול חובת הדיווח בטופס ת-125 כאמור, צפוי למנוע כפילות בדיווחים ולהקל על החברות המדורגות ועל עומס הדיווחים שלהן, והכל תוך שמירה על שקיפות ועל ענייניו של ציבור המשקיעים. יובהר, כי במקרים של הפסקת דירוג, על החברה המדורגת לבחון את הדיווח של חברת הדירוג.

כאשר הדיווח של חברת הדירוג לא ממצה וחסרים בו פרטים מהותיים, בפרט ביחס לסיבות שהביאו להחלטה האמורה, ככל שהדבר ידוע לחברה, על החברה המדורגת יהיה לדווח על האירוע בעצמה תוך ציון כלל הפרטים המהותיים כאמור. הדיווח ייעשה באמצעות טופס ת-053 או ת-121 חלק השימוש בטופס ת-125.

כן יצוין, כי חברה מדורגת אשר תבקש להמשיך ולפרסם דוחות דירוג באמצעות שימוש בטופס ת-125, תוכל להמשיך לעשות כן.

אנשי קשר: עו"ד יובל בן אברהם, רו"ח (משפטן) יעקב (יקי) גולד | טלפון: 02-6556406

⁷² שיוך דוח הדירוג לחברה המדורגת במסגרת דיווחי טופס ד-125 מתבצע באמצעות בחירה מתוך רשימה סגורה של חברות מדורגות שמופיעה בטופס הדיווח או הקלדה ידנית של מספר ברשם של החברה המדורגת. באופן זה מערכות המגנ"א מזהות ומבצעות שיוך אוטומטי בין הדיווח לבין החברה המדורגת.

⁷³ זאת בכפוף לכך שדוח הדירוג כולל את הסכמת חברת הדירוג להכללתה כאמור, בהתאם להוראות תקנה 62א לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט-1969.

י"ט אב תשפ"ה
13 אוגוסט 2025

הבהרה למכתב מנהל מחלקת תאגידים 2025

במסגרת **"מכתב מנהל מחלקת תאגידים לגבי דגשים לדוח לשנת 2024 והפעילות הצפויה של המחלקה לשנת 2025"**, ניתנה התייחסות לכללים החלים ביחס לפרסום מצגות במסגרת דיווחים מיידיים. שם נאמר כי "עמדת הסגל כפי שמשתקפת מעמדותיו ומשו"תים שפורסמו בעבר היא שניתן לכלול במצגות מידע מהותי למשקיע רק ככל שהוא נכלל בדיווחי התאגיד שפורסמו במגנ"א וככל שאינו יוצר מצג חד צדדי או מטעה לגבי התאגיד".

לעניין זה סגל הרשות מבקש להבהיר כי האמירה במכתב המנהל לפיה ניתן לכלול במצגות מידע מהותי למשקיע רק ככל שהמידע נכלל בדיווחי התאגיד שפורסמו במגנ"א, רלוונטית למקרים הבאים:

1. תאגיד המציע ניירות ערך לראשונה לציבור (IPO) רשאי להציג מידע במצגת, לרבות מצגת שמפורסמת בדיווח מיידים במגנ"א, רק לאחר שהתאגיד פרסם תשקיף (או טיוטת תשקיף) לציבור אשר כולל את המידע שבמצגת (ראו שו"ת 104.9).
2. כאשר תאגיד מדווח העביר למשקיעים, אנליסטים, עיתונאים או כל גורם אחר מצגת הכוללת מידע מהותי שלא פורסם בדיווחי החברה (ראו עמדות סגל 104-4, 104-9).

לעמדת הסגל לאור העובדה כי המצגת מפורסמת כדיווח מיידים ומשכך חלה לגבי כל המידע הנכלל בה, לכל דבר ועניין, האחריות החלה על תאגיד מדווח מכח דיני ניירות ערך, אזי אין מניעה עקרונית כי תאגיד מדווח ישלב במסגרת המצגת המדווחת לציבור, מידע נוסף על זה שניתן בדיווחי החברה ובלבד שאין בכך כדי להטעות משקיעים.

סגל הרשות מוצא לנכון לחזור ולהדגיש בהקשר זה את שנקבע בשו"ת 104.8. לפיו התאגיד אינו רשאי לכלול במצגת המתפרסמת כל הסתייגות לגבי אחריותו ביחס למידע הנכלל במצגת למעט התייחסות לאחריותו ביחס למידע צופה פני עתיד, ככל שזה ניתן במצגת.

עמדת סגל

עמדות סגל הרשות המובאות להלן הן עמדות מקצועיות המשקפות החלטות ועמדות בסוגיות הנוגעות ליישום דיני ניירות ערך ודיני החברות. תוכן העמדות המפורסמות מנחה את הרשות בהפעלת סמכותה והציבור יוכל להשתמש בהן ולהחילן בנסיבות דומות.

ה' תמוז תשפ"ה

1 יולי 2025

עמדת סגל משפטית מספר 21-104: אופן דיווח דוח מצבה של החזקות בעלי בעניין (ת-077)**רקע**

תקנה 33(ג) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 (להלן: "תקנות הדוחות") קובעת כי תאגיד מדווח נדרש לדווח ביום המסחר החמישי שלאחר תום כל רבעון, דוח ובו פירוט של בעלי העניין בו ושל החזקותיהם בניירות הערך של התאגיד (להלן: "דוח מצבה"). מידע זה מדווח באמצעות טופס דיווח ת-077 (להלן: "הטופס"). לאור נוסח התקנה, דוח מצבה אמור לכלול התייחסות לכל סוגי ניירות הערך המוחזקים על ידי בעלי העניין, לרבות אגרות חוב שאינן ניתנות להמרה למניות (אג"ח סטרייט) וניירות ערך מסחריים. באשר להיקף הגילוי הנדרש, הרי שהתקנה מפרטת, במסגרת פסקאות (1) עד (18), את הפרטים שתאגיד מדווח נדרש לכלול בדוח מצבה.

הוראות תקנה 33(ג) לתקנות הדוחות⁷⁴, ובפרט הדרישה לדווח את כל הפרטים האמורים לגבי כל סוגי ניירות הערך של התאגיד, לרבות אגרות חוב רגילות (שאינן בהן מרכיב הוני), יצרה במהלך השנים האחרונות עומס דיווחי משמעותי. עומס זה בא לידי ביטוי, לעיתים, בדיווח המורכב ממאות שורות, אשר נפרש לעיתים על פני עשרות עמודים. כך למשל, זהו המצב בתאגידים בהם הונפקו לציבור לא מעט סדרות אגרות חוב, שעה שיש בהם מספר גופים מוסדיים שהם בעלי עניין.

פירוט זה בדוח המצבה מקשה על המשקיעים מקרב הציבור אשר מבקשים לעשות בו שימוש, שכן, מדובר בדיווח עתיר מידע "טכני" במהותו, אשר אופן הצגתו מקשה על היכולת לקרוא ולנתח אותו. כמו כן, מבנה הדיווח יוצר קשיים לא מבוטלים לבעלי העניין אשר נדרשים לדווח לתאגידים המדווחים על החזקותיהם בניירות הערך, ברזולוציה הנדרשת, ולתאגידים המדווחים אשר נדרשים לאחד את כל המידע המתקבל מבעלי העניין ולהזין אותו לטופס באופן ידני. עמדה זו נועדה לטפל בשתי בעיות בדיווח הקיים:

א. היבט החזרתיות במידע - במסגרת הטופס, נדרש עד כה התאגיד לדווח על החזקות בעלי העניין שלו, הן ברמת כל חבר בקבוצת דיווח מוסדית של בעל העניין, והן ביחס להחזקה של כל חברי קבוצת הדיווח המוסדית בכל אחד מניירות הערך של התאגיד. כפועל יוצא מכך, בעל עניין שהינו קבוצת דיווח מוסדית, אשר מחזיקה בכל סוגי ניירות ערך של התאגיד המדווח, מסר דיווח לגבי כל חבר בקבוצה (לדוגמא: גורם מבטח, קופות גמל, קרנות נאמנות, ניהול תיקים ונוסטרו) על החזקותיו בניירות הערך השונים.

⁷⁴ יש לציין כי ביום 31 בינואר נערך תיקון לתקנה 33(ג) לתקנות הדוחות במסגרתו נוספה גם הדרישה להתייחס לכל סוגי ניירות הערך בהם מחזיקים בעלי העניין (פורסם בקובץ התקנות 6970, עמוד 601). בשנת 2015 בוצע תיקון נוסף במסגרתו שונה כל נוסח התקנה, אך לא השתנתה הדרישה לדווח על כל סוגי ניירות הערך.

זאת ועוד, בכל אחת משורות הדיווח בדוח המצבה, כלל התאגיד המדווח את מלוא המידע על פי תקנה 33(ג1)-(14) לתקנות הדוחות. ברי, כי בכך יש חזרה מיותרת על פרטים אשר משותפים לכל חברי קבוצת הדיווח המוסדית, אשר הפירוט שלהם בכל אחת מהשורות הללו, אינו מוסיף כל מידע חדש למשקיעים.

ב. הפרדה בין מניות לאגרות חוב – תקנה 33 לתקנות הדוחות קובעת, כאמור, כי חובת הדיווח על החזקות בניירות הערך של התאגיד חלה על מי שהוא בעל עניין בתאגיד המדווח – היינו על מי שמחזיק ב-5% מהון המניות של התאגיד. כמו כן, בעל עניין צריך להציג את מכלול ההחזקות שלו בכלל ניירות הערך של התאגיד, כאמור, בחלוקה לגופים השייכים לקבוצת הדיווח המוסדית של בעל העניין.

כפועל יוצא מכך, הגילוי על כל ההחזקות של בעל העניין, ניתן עד כה במקובץ ללא הפרדה בין ההחזקות בהון התאגיד המדווח (מניות והמירים) לבין ההחזקות באגרות חוב סטרייט של התאגיד. הפרדה שכזו נחוצה לשם מיקוד המשקיעים במידע המהותי יותר ביחס להחזקות בהון התאגיד המדווח.

עמדת סגל הרשות

במטרה לשפר את הגילוי הניתן בדוח המצבה, יכולים תאגידי מדווחים לפעול באופן הבא במסגרת דיווח זה:

א. תאגידי מדווחים אינם נדרשים לדווח לגבי כל חבר בקבוצת דיווח מוסדית מידע שכבר ניתן במסגרת הדיווח לגבי חבר אחר בקבוצת הדיווח המוסדית, ובלבד שמדובר במידע דומה (כגון, מידע על זהות בעלי השליטה בקבוצת הדיווח המוסדית) אשר אין בו כדי להשליך על הבנת המשקיעים את מבנה ההחזקות בתאגיד המדווח.

כך, מקום שגוף מוסדי הינו בעל עניין בתאגיד מדווח מכוח החזקות במניות התאגיד, באמצעות חברים שונים בקבוצת הדיווח של הגוף המוסדי, יפרט התאגיד במסגרת הדיווח אודות ההחזקות של כל אחד מחברי קבוצת הדיווח המוסדית, את הפרטים האמורים בסעיפים קטנים (1) עד (8) ו-(15) אשר בתקנה 33 לתקנות הדוחות. באשר לפרטים האמורים בסעיפים קטנים (9) עד (14) לתקנה 33 לתקנות הדוחות, הרי שככל שהם דומים עבור כל חברי קבוצת הדיווח המוסדית, הם יובאו **פעם אחת** בלבד, במסגרת הדיווח על החזקותיו של הגורם הראשון, מאותה קבוצת דיווח מוסדית, אשר מופיע בטופס, כאשר בדיווח אודות ההחזקות של שאר חברי הקבוצה, לא נדרש לחזור על פרטים אלו.

ב. כדי ליצור אבחנה ברורה בין הדיווח על החזקות בעלי העניין במניות וניירות ערך המירים של התאגיד המדווח, לבין החזקות בעלי העניין באגרות חוב סטרייט (קרי, אגרות חוב שאינן המירות למניות) וניירות ערך מסחריים, תאגידי מדווחים יוכלו לצרף לטופס הדיווח (כאמור, טופס ת-077) קובץ נוסף שבמסגרתו יפורטו כל הפרטים הנדרשים, בהתאם לתקנה 33 לתקנות הדוחות, לגבי החזקות בעלי העניין באגרות חוב סטרייט וניירות ערך מסחריים של התאגיד. לפיכך, טופס הדיווח HTM יכלול רק התייחסות למניות והמירים (אופציות למניות, סחירות ובלתי סחירות, ו/או אגרות חוב להמרה).

קובץ הדיווח הנוסף, אשר יצורף לטופס, יכלול את כל המידע הנדרש לגבי כל בעל עניין, וכאשר מדובר בגוף מוסדי, לגבי כל חבר בקבוצת הדיווח המוסדית של אותו גוף מוסדי, ולפי פילוח של כל אחת מסדרות אגרות חוב סטרייט, בנפרד. למותר לציין, כי האמור בסעיף א' לעמדה זו ביחס להיעדר הצורך בפרסום מידע חוזר (הכוונה למידע שכבר ניתן במסגרת הדיווח) בנוגע לחברי קבוצת הדיווח המוסדית, יחול גם בהקשר זה.

יצוין, כי סעיף 37 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, קובע כי בעל עניין או נושא משרה בכירה בתאגיד מדווח חייב להגיש לו הודעה לפי הפרטים ובמועדים הדרושים לתאגיד למלא את חובותיו. לאור האמור, ההקלות מכוח עמדה זו יחולו בהתאם גם על בעלי העניין בתאגיד המדווח, בקשר עם המידע שהם נדרשים למסור לו.

יש לציין, כי במקביל לעמדה זו, סגל הרשות פרסם הודעה לתאגידים המדווחים (להלן: "ההודעה לתאגידים המדווחים") הכוללת תבנית של קובץ אקסל,⁷⁵ אשר כולל את הפרטים הנדרשים לגבי החזקות בעלי העניין באגרות חוב סטרייט וניירות ערך המסחריים. תאגידים מדווחים אשר מעוניינים לעשות שימוש בעמדת סגל זו, נדרשים לצרף לטופס הדיווח ת-077, קובץ בפורמט PDF אשר יכלול את המידע המופיע בקובץ האקסל אשר פורסם על ידי סגל הרשות.

בהקשר זה, יצוין כי מאחר שהתאגידים המדווחים מקבלים מבעלי העניין את המידע הנדרש להם לצורך הדיווח על דוח המצבה, קיימת חשיבות לכך שהמידע יועבר לתאגידים המדווחים באופן שיאפשר להם לעמוד בדרישות הדיווח המוטלות עליהם. משכך, סגל הרשות סבור כי על בעלי העניין, ובפרט בעלי עניין שהם גופים מוסדיים, להעביר את המידע ביחס להחזקותיהם בניירות הערך של התאגיד המדווח, ובפרט ביחס להחזקות באגרות חוב סטרייט של תאגיד כאמור, באמצעות קובץ האקסל המצורף להודעה לתאגידים המדווחים. בכך, תצטמצם האפשרות של היווצרות פערים בין המידע המועבר על ידי בעלי העניין לתאגיד המדווח, ובין המידע שהתאגיד המדווח יפרסם לציבור המשקיעים.

אנשי קשר: עו"ד אלי דניאל, עו"ד יובל בן אברהם | טלפון: 02-6556444/406

⁷⁵ [קישור](#) להודעה לתאגידים המדווחים; [קישור](#) לתבנית קובץ אקסל.

ל' בתשרי תשפ"ה
22 באוקטובר 2025

אל: התאגידים המדווחים

הנדון: עדכון בנוגע לאופן דיווח דוח מצבת החזקות בעלי עניין ונושאי משרה בכירה (ת-077)

בהמשך לעמדת סגל משפטית מס' 21-104 בעניין אופן דיווח דוח מצבה של החזקות בעלי עניין (ת-077), אשר פורסמה ביום 16 בספטמבר 2025,⁷⁶ מצורף עדכון בנוגע לאופן הדיווח של דוח מצבת החזקות בעלי עניין ונושאי משרה בכירה (דיווח הניתן על גבי טופס ת-077; להלן: "טופס הדיווח") על ידי תאגידים מדווחים, כמפורט להלן:

מספר הטופס	שם הטופס	עיקרי העדכון
077ת (E077)	077ת - דוח מיידית על מצבת החזקות בעלי עניין ונושאי משרה בכירה.	בהתאם לעמדת סגל מס' 21-104 (להלן: "עמדת הסגל"), תאגיד מדווח, אשר יבחר בכך, יהא רשאי לצרף לטופס הדיווח קובץ נלווה בתבנית המצורפת להודעה זו (להלן: "הקובץ הנלווה"), אשר במסגרתו יפורטו כל הפרטים הנדרשים בהתאם לתקנה 33 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970, לגבי החזקות של בעלי עניין ו/או נושאי משרה בכירה באגרות חוב סטרייט ו/או בניירות ערך מסחריים של התאגיד. לפיכך, ככל שהתאגיד המדווח יישם הקלה זו, טופס הדיווח (הכוונה לטופס גופו, ה-HTM) יוכל לכלול רק התייחסות למניות והמירים (אופציות למניות, סחירות ובלתי סחירות, ו/או אגרות חוב להמרה). לפרטים נוספים והרחבה ראו בעמדת הסגל.

לאור העדכון האמור, סגל הרשות פרסם תבנית לדוגמא של הקובץ הנלווה. תאגיד מדווח אשר מעוניין לעשות שימוש בהקלה דלעיל, בהתאם לעמדת הסגל, נדרש לצרף לטופס הדיווח (כאמור, טופס ת-077), קובץ נלווה בפורמט PDF אשר יכלול את המידע המופיע בתבנית - [קישור לקובץ אקסל](#) כמו כן, מצורף כנספח א' למסמך זה דוגמה למילוי קובץ האקסל.

תאריך תחולה: 22/10/2025.

⁷⁶ [קישור](#) לעמדת הסגל.

נספח א' - דוגמה למילוי של הקובץ הנלווה

											07/07/2025		להלן מצבת נכון לתאריך	
הערות	האם המחזיק רשאי לדווח על השינוי בהחזקה באופן מצטבר	שיעור החזקה מעריב בנייר הערך בתקופת הדוח (רלוונטי רק לקבוצת דיווח מוסדית)	שיעור החזקה מרבי בנייר הערך בתקופת הדוח (רלוונטי רק לקבוצת דיווח מוסדית)	שינוי בכמות ניירות הערך (+/-)	יתרה בדיווח מרכז קודם (כמות ניירות ערך)	כמות ניירות ערך מעודכנת	מספר נייר ערך בבורסה	שם סוג וסדרה של נייר ערך	ארץ התאגדות / או רישום	מספר זיהוי	סוג מספר זיהוי	שם המחזיק וסוגו (נוסטר, קרנות נאמנות, קופת גמל, קרנות השתלמות, פנסיה)		
	ק	0.25%	0.25%	0	671,407	671,407	3111111	אג"ח א'	ישראל	ח.פ.	XXXXXXXXXX	מוסדי א' - חשבון מוסטר		
	ק	2.26%	2.26%	0	17,984,432	17,984,432	3222222	אג"ח ב'	ישראל	ח.פ.	XXXXXXXXXX	מוסדי א' - חשבון מוסטר		
	ק	9.94%	10.54%	-1,556,601	28,334,815	26,778,214	3111111	אג"ח א'	ישראל	ח.פ.	XXXXXXXXXX	מוסדי א' - חבחות לניהול קרנות להשקעות משותפות בנאמנות		
	ק	2.87%	3.53%	46,830	61,310,567.61	61,357,397.61	3333333	אגח ג'	ישראל	ח.פ.	XXXXXXXXXX	מוסדי ב' - קרנות נאמנות		
	ק	8.86%	9%	0	156,320,292.92	156,320,292.92	3333333	אגח ג'	ישראל	ח.פ.	XXXXXXXXXX	מוסדי ב' - קופת גמל		

ל' בתשרי תשפ"ה
22 באוקטובר 2025

אל: התאגידים המדווחים

הנדון: עדכון בנוגע לדיווח באמצעות טופס (ת-460) - דוח מיידית על אסיפה כללית












נבקש לציין כי ביום 16 בספטמבר 2025, חל עדכון בטופס הדיווח אודות אסיפה כללית (דיווח הניתן על גבי טופס ת-460; להלן: "טופס הדיווח"), וזאת בנוגע לאופן הדיווח על זימון אסיפה כללית אשר על סדר יומה החלטה בעניין עסקה עם בעל השליטה אשר טעונה אישור אסיפה כללית ו/או הצעה פרטית חריגה אשר טעונה אישור אסיפה כללית, כמפורט להלן:

מספר הטופס	שם הטופס	עיקרי העדכון
ת460 (E460)	ת460 - דוח מיידית על אסיפה.	<p>במסגרת העדכון, נוספו לטופס הדיווח אפשרויות נוספות לצורך הדינמיות של הטופס.</p> <p>לפיכך, כאשר על סדר יומה של האסיפה הכללית מובאת החלטה בנושא עסקה עם בעל השליטה אשר טעונה אישור אסיפה ו/או הצעה פרטית חריגה אשר טעונה אישור אסיפה, על התאגיד לסמן זאת במקומות היעודיים על גבי הטופס. בהתאם לסימון, טופס הדיווח יכלול את השדות הרלוונטיים מטפסי הדיווח הקיימים הנוגעים לעסקה עם בעל השליטה אשר טעונה אישור אסיפה כללית (להלן: "טופס דיווח ת-133") ודוח הצעה פרטית (להלן: "טופס דיווח ת-138"). במצבים אלה ניתן למלא את כל המידע הנדרש במסגרת טופס הדיווח, וזאת, במקום להגיש דיווחים נפרדים באמצעות טופס דיווח ת-133 ו/או טופס דיווח ת-138.</p> <p>יובהר, כי אם התאגיד לא סימן כי מובאות לאישור האסיפה החלטות בנושאים אלה, השדות יוסתרו ולא יוצגו.</p> <p>לאור העדכון האמור, טופס דיווח ת-133 מתבטל, והמידע הנדרש בו ייכלל מעתה ואילך רק במסגרת טופס הדיווח. כמו כן, טופס דיווח ת-138 יישאר בשימוש, אך ורק במקרים בהם הצעה פרטית אינה מובאת לאישור האסיפה הכללית.</p> <p>יודגש, כי תכלית השינוי האמור היא לצמצם כפילויות בדיווחים ולהקל על תהליך הדיווח ותפעול האסיפה.</p> <p>מצ"ב כנספח א' טבלה הממחישה את המצב לפני ואחרי התיקון.</p>

אנשי קשר: עו"ד אלי דניאל, עו"ד יובל בן אברהם | טלפון: 02-6556444/406

תאריך תחולה: 22/10/2025.

נספח א' - טבלה הממחישה את המצב לפני ואחרי התיקון:

אחרי התיקון			לפני התיקון			
ת-133	ת-138	ת-460	ת-133	ת-138	ת-460	
 מבוטל	 פעיל חלקית	 פעיל				סטטוס כללי
						עסקה עם בעל שליטה הטעונה אישור אסיפה
						הצעה פרטית חריגה ביחד עם עסקה עם בעל השליטה הטעונים אישור אסיפה
						הצעה פרטית אשר אינה מובאת לאישור אסיפה (חריגה / מהותית / לא מהותית)

נספח ו' | עיקרי הערות הציבור לדוח הביניים⁷⁷**פרק תיאור עסקי התאגיד**עקרון המהותיות

מההערות שהתקבלו עולה כי לצד תמיכה בגישת הוועדה להתמקד במהותיות המידע לגביו ניתן גילוי, עלו הסתייגויות ביחס להיקף שיקול הדעת הניתן לתאגידים ולהיעדר מסגרת ברורה ליישום העיקרון. בהקשר זה, צוין כי היעדר אמות מידה מנחות עלול להוביל לדיווח יתר הנובע מחשש מחשיפה לאחריות. בהתאם לכך, הוצעו פתרונות שונים, ובהם קביעת ספי מהותיות, מדדים או הנחיות ברורות, פרסום עמדות סגל, וכן גיבוש רשימת נושאים לגילוי. בנוסף, עלה כי הסתמכות על מבחן המהותיות, ובפרט על מבחן "המשקיע הסביר", עשויה ליצור אי וודאות יישומית, ולפיכך, הוצע לבחון עיגון נורמטיבי שיגדיר את גבולותיו באופן ברור יותר.

פרק ממשל תאגידיתגמולים לנושאי משרה בכירה

מההערות שהתקבלו עולה כי מרבית המגיבים תמכו בצמצום היקף הגילוי לפי תקנה 21 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן: "תקנות הדוחות") הדוחות ובקביעת רף מינימום. לצד זאת, הועלו התייחסויות שונות לאופן קביעת רף זה, ובפרט לשימוש במדדי השוואה שונים. בנוסף, עלו הערות ביחס להיבטים יישומיים, לרבות נגישות למידע ואופן חישובו. כמו כן, עלו הצעות שונות ביחס להיקף הגילוי הנדרש, לרבות אפשרויות לגילוי מצרפי, מיקוד בגילוי מסוים או החרגות לסוגי תאגידים מסוימים.

הסדרי תיחום פעילות

מההערות שהתקבלו עולה כי קיימות עמדות שונות ביחס להיקף הגילוי הנדרש בנושא זה. חלק מהמגיבים הסתייגו מהרחבת חובת הגילוי מעבר לנדרש בדין, לרבות, ביחס למידע על פעילות נוספת של בעלי שליטה. מנגד, הובעה גם עמדה שלפיה מידע זה עשוי להיות רלבנטי למשקיעים, תוך הדגשת הצורך במיקוד בגילוי הנוגע לפעילות בעלת זיקה עסקית מהותית לפעילות התאגיד.

ישיבות הדירקטוריון

מההערות שהתקבלו עולה כי הדיון התמקד בשני היבטים עיקריים. הראשון, נוגע להיקף הפירוט הנדרש ביחס למספר ישיבות הדירקטוריון המתקיימות, לגביו הובעו עמדות שונות. השני, נוגע לאופן הצגת שיעור ההשתתפות של דירקטורים בישיבות הדירקטוריון, כאשר מרבית התייחסויות תמכו בקביעת רף השתתפות מסוים ובהצגת מידע בהתאם לרף זה.

דוח הנהלהתכלית הפרק ושמו

מההערות שהתקבלו עולה כי מגיבים רבים הביעו תמיכה ביישום גישת הנהלה בדוח הנהלה, מתוך תפיסה כי גישה זו עשויה לשפר את הרלבנטיות והבהירות של המידע המוצג למשקיעים. לצד זאת, מספר מגיבים העלו חשש כי שינוי שמו של הדוח עלול להפחית ממידת המעורבות והאחריות של הדירקטוריון ביחס לתוכנו. בהקשר זה, הוצע לשקול קביעת רף מעורבות לדירקטוריון או לשלבו באופן מפורש בשם הדוח.

⁷⁷ להרחבה ראו ריכוז הערות הציבור לדוח הביניים המפורסם באתר הרשות:

https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_lobby/al_lobby-6253f4f00241c/PublicComments.pdf

מדדים כמותיים פיננסיים ותפעוליים

מההערות שהתקבלו עולה כי סוגיית אופן הגילוי של מדדי ביצוע תפעוליים ופיננסיים (KPI's) עוררה התייחסויות מגוונות. חלק מהמגיבים תמכו בקביעת סטנדרט אחיד של מדדי ביצוע מרכזיים, לרבות, באמצעות עיגון ברגולציה או בפרסומי הרשות, או לחלופין לאחר תקופת למידה שתאפשר גיבוש רשימה מחייבת של מדדים רלבנטיים.

מנגד, מגיבים אחרים הסתייגו מקביעת רשימה מחייבת של מדדי KPI's או מהטלת חובה רגולטורית לגילויים, וציינו כי מהלך שכזה עלול להוביל לכפיית מדדים שאינם מתאימים בהכרח לפעילות החברה. במסגרת זו, צוין גם כי קיים חשש מחשיפת מידע אסטרטגי, וכי יש להותיר את שיקול הדעת בעניין זה בידי התאגיד.

בנוסף, מספר מגיבים התייחסו לכך שמדדים מסוימים עשויים להיכלל בעתיד במסגרת הגדרת מדדי ביצוע ניהוליים לפי תקני דיווח בינלאומיים, וציינו כי יש להביא התפתחויות אלו בחשבון.

ניתוח תוצאות הרבעון הרביעי (ובהתאמה, החציון השני)

מההערות שהתקבלו עולה כי חלק מהמגיבים הצביעו על החשיבות של ניתוח תוצאות הרבעון הרביעי, ובפרט בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד, ואף הוצע לכלול ניתוח מלא של תוצאות הרבעון הרביעי בהשוואה כאמור.

לעומת זאת, הובעה גם עמדה לפיה אין מקום לקבוע חובה כללית לניתוח תוצאות הרבעון הרביעי, וכי יש לבצע ניתוח כאמור רק במקרים שבהם חל שינוי מהותי במגמת פעילות התאגיד.

פרק המימון וסוגיות חשבונאיות**פרק המימון**

מההערות שהתקבלו עולה תמיכה רחבה בהקמת פרק ייעודי למימון ונזילות. לעניין מיקום הפרק, הוצע למקמו במסגרת דוח ההנהלה, כאשר חלק מהמגיבים התייחסו גם לאפשרות לשלב עם הדוחות הכספיים, בין היתר בשל דרישות תקני הדיווח הבינלאומיים.

בנוסף, התקבלו התייחסויות באשר להיקף הגילוי בפרק, לרבות, ביחס למידע על תוכניות מימון, גיוסים צפויים, והבחנה בין גילוי כמותי לאיכותי. כמו כן, עלתה התייחסות לעיגון הסדרים קיימים ולהיבטים של כפילויות גילוי.

דוחות סולו

מההערות שהתקבלו עולה כי חלק מהמגיבים התייחסו לחשיבות דוחות הסולו לצורך ניתוח מצבה הפיננסי של החברה האם, ובפרט בהיבטים של נזילות. במסגרת זו הועלו גם התייחסויות לאופן הצגת מידע חלופי במקרה של שינוי במתכונת הדיווח. בנוסף, הוצעו חלופות שונות להצגת מידע ברמת החברה האם, לרבות באמצעות גילוי ייעודי או הרחבת הביאורים.

דיווחים מיידיים**עיתוי פרסום הדיווח המיידי**

מההערות שהתקבלו עולה תמיכה כללית בהגמשת לוחות הזמנים באשר להגשת דיווחים מיידיים, בין היתר, בשל הקושי לבחון את המידע בפרקי הזמן הקבועים כיום. לצד זאת, חלק מהמגיבים הציעו לקבוע פרקי זמן ארוכים יותר לדיווח, תוך הבחנה בין אירועים שבשליטת התאגיד לבין אירועים חיצוניים. בנוסף, עלתה התייחסות לסיכונים הנלווים להארכת מועדי הדיווח, ובפרט בהיבטים של שימוש במידע פנים ופערי מידע, ובמסגרת זו הוצע לחזק את האכיפה בתחומים אלה.

אימוץ מודל "אין תגובה"

מההערות שהתקבלו עולה תמיכה רחבה באימוץ מודל "אין תגובה", אשר לפיו תאגידים מדווחים אינם נדרשים להגיב לשמועות או פרסומים בתקשורת בהיעדר מידע מהותי המחייב דיווח מיידית. לצד זאת, חלק מהמגיבים התייחסו לאופן יישום המודל והציעו לאמצו ללא חריג של השפעה משמעותית על מחיר נייר הערך של התאגיד, בעוד אחרים התייחסו לצורך בהבהרת התנאים להפעלת חריגים אפשריים, לרבות הגדרת המונחים הרלבנטיים.

משטר האחריות

מההערות שהתקבלו עולה כי משטר האחריות הקיים נתפס על ידי חלק מהמגיבים כמחמיר, וככזה העלול להשפיע על אופן הדיווח. בהתאם לכך, הוצעו גישות שונות לבחינת התאמות במשטר האחריות, לרבות בהשראת מודלים זרים, תוך התייחסות להגדרת גבולות אחריות, מנגנוני הגנה והבהרות ביחס למידע מהותי ולמידע צופה פני עתיד.

תקנה 36 לתקנות הדוחות - תקנת הסל

מההערות שהתקבלו עולה כי קיימות עמדות שונות ביחס להיקף תחולתה של תקנה 36 לתקנות הדוחות. חלק מהמגיבים התייחסו להיבטי אי ודאות הנובעים מהיקפה הרחב, והציעו לקבוע אמות מידה מנחות למהותיות או מבחנים כמותיים. מנגד, הובעה גם עמדה שלפיה יש להותיר את התקנה כהוראת סל רחבה, לשם שמירה על גמישות ולהבטחת העברת מידע מהותי לציבור.

חובת עדכון

מההערות שהתקבלו עולה כי קיימות שאלות ביחס לבהירות ההמלצות בנושא חובת העדכון.

נספח ז' | משטר האחריות האזרחית

בדוח הביניים ביקשה הוועדה את התייחסות הציבור לשאלת האחריות האזרחית לדיווח. הדיון בסוגיה זו נבע מתוך ההכרה כי אופיו של משטר האחריות והאכיפה עשוי להשפיע גם על אופי הדיווח ותוכנו: מצד אחד, משטר האחריות יוצר עבור התאגידים ונושאי המשרה תמריצים לעמידה בדרישות הגילוי, לרבות אימוץ מנגנוני בקרה והליכי אכיפה פנימית המשפרים את איכות הגילוי. מצד שני, משטר האחריות עלול ליצור תמריץ מובנה לדיווח מידע עודף, באופן שאינו מתיישב עם תכליתו של משטר הגילוי בידי ניירות ערך בדבר מיקוד הדיווחים במידע מהותי ומניעת דיווחים עודפים. בעוד שלעניין האחריות הפלילית והמנהלית הרשות מוסמכת לקבוע מדיניות אכיפה אשר לוקחת בחשבון שיקולי רוחב שונים, כגון התמודדות עם החשש ליצירת תמריץ לדיווח עודף, האכיפה האזרחית מונעת על-ידי גורמים פרטיים שאינם פועלים בהתאם לשיקולי רוחב, ובשל כך נדרשת הבניה ברורה וממוקדת של מסגרת האחריות האזרחית העומדת בבסיסה בהתאם לתכליות של משטר הדיווח.

1. משטר האחריות האזרחית בישראל

משטר האחריות האזרחית לפי חוק ניירות ערך לדיווחים בשוק המשני מבוסס על שתי עילות מרכזיות. העילה הראשונה היא אחריות בגין פרט מטעה,⁷⁸ המעוגנת בסעיף 338 לחוק. **סעיף זה מחיל את משטר האחריות לפי סעיפים 31-34 לחוק העוסקים באחריות בגין פרט מטעה בתשקיף גם על דיווחים שוטפים, אך לפי העניין ובשינויים המחויבים.**⁷⁹ סעיף 338 נוסף לחוק בשנת 2004 לאור המלצתה של ועדת ברנע להשוות את רמת האחריות בשוק הראשוני ובשוק המשני, בשונה מהקבוע בדין האמריקאי ובמודע לכך, כמהלך משלים להשוואת רמת והיקף הגילוי בתשקיף ובדיווח השוטף.

בתמצית, ההסדר הקבוע בסעיפים 31-34 לחוק בעניין אחריות לנזק בשל פרט מטעה בתשקיף קובע כי תחול אחריות על החותמים על התשקיף, ובהם החברה, וכן על הדירקטורים, המנכ"ל, בעל השליטה, ועל מומחים (ביחס לחלקם בגילוי בתשקיף). התנאים לאחריות הם קיומו של פרט מטעה הנבחן בכפוף למבחני המהותיות, נזק, הסתמכות,⁸⁰ וקשר סיבתי בין הפרט המטעה לנזק. משהוכחו יסודות האחריות **עובר הנטל לנתבע**, ועליו להראות כי מתקיימות אחת או יותר מההגנות השוללות אחריות כאמור. ההגנה המרכזית לענייננו מעוגנת בסעיף 33(1) לחוק הקובע כי לא תחול אחריות על נתבע שהוכיח שנקט כל **האמצעים הנאותים** כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה במסמך הגילוי, וכי האמין בתום לב שאכן אין בו פרט כזה.

עילה נוספת להטלת אחריות מבוססת על סעיפים 52א-52ב לחוק, אשר מטילים אחריות על המנפיק ונושאי משרה מסוימים כלפי מחזיקי ניירות ערך בגין נזק שנגרם להם עקב הפרת הוראות חוק ניירות ערך או התקנות לפיו (מעין הפרת חובה חקוקה), ובכלל זה ההוראות המקימות חובות בגין הדיווח השוטף. גם ביחס לעילה זו החוק מעביר את הנטל לנתבע להוכיח שנקט בכל **האמצעים הנאותים** כדי למנוע את ההפרה או לחילופין שלא ידע את דבר ההפרה ולא היה עליו לדעת או לא היה יכול לדעת. יצוין, כי סעיפים 31-34 ו-338 לחוק וסעיפים 52א-52ב לחוק נבדלים זה מזה הן במישור ההתיישנות והן במישור הגורמים עליהם חלה חזקת האחריות.

⁷⁸ "פרט מטעה" לפי סעיף 1 לחוק מוגדר הן כדבר שעלול להטעות משקיע סביר והן כדבר חסר שעלול להטעות משקיע סביר.

⁷⁹ אחריות זו מוטלת יחד ולחוד על התאגיד, הדירקטורים, המנכ"ל ובעל השליטה, כאשר סעיף 338 לחוק מרחיב אחריות זו גם על בעלי עניין ונושאי משרה בכירה שהגישו דיווחים כאמור.

⁸⁰ רכיב ההסתמכות נבחן, על דרך הכלל, באמצעות דוקטרינת "התרמית על השוק". לפי דוקטרינה זו, בשוק הון יעיל, מחירו של נייר הערך משקף את כל המידע הידוע עליו, ולפיכך אם הוצג מצג מטעה לגבי נייר ערך שהביא להטיה במחירו, יש לראות ברוכש כמי שהסתמך עליו. ראו: רע"א 8268/96 רייכרט נ' משה שמש, נה(5) 276 (2001).

במספר פסקי דין מהשנים האחרונות הופיעו התייחסויות מחמירות ביחס למשטר האחריות שקובע חוק ניירות ערך וביחס לרף שבו על התאגיד המדווח, נושאי המשרה או הדירקטורים לעמוד כדי לבסס את ההגנה בדבר נקיטת כל האמצעים הנאותים, ואשר מהן עולה הרושם כי משטר האחריות גבוה מרשלנות גרידא.⁸¹ עם זאת, הפסיקה טרם הגדירה רף זה באופן מפורש ולכן שוררת אי-בהירות בדבר תחולת ההגנה. כמו כן, לבית המשפט נטייה שלא להרחיב את הדיון בתחולת ההגנה בשלב אישור התובענה כתובענה ייצוגית ובהתאם לכך, במקרים שבהם התקיים דיון שיפוטי בסוגיה הוא לא היה ממצה.

כמו כן, לאור העובדה כי לעתים מוגשות תביעות מכוח שתי העילות המוזכרות לעיל יחד, ומתוך מטרה לקבוע משטר אחיד עם כללים ברורים בנוגע לאחריות בגין כשלי דיווח, הרשות גיבשה בעבר הצעת חוק המחריגה את העילה לפי סעיף 52 לחוק מקום שמדובר בפרט מטעה בתשקיף לפי סעיפים 31-34 לחוק. לפי יוזמת חקיקה זו, ההחרגה הייתה צפויה לחול גם לגבי דיווחים תקופתיים ומיידיים מכוח סעיף 38 לחוק.⁸² ואולם, התיקון לא קודם לכדי חקיקה.

2. משטר האחריות האזרחית בארה"ב

בכל הנוגע לדיווחים השוטפים, העילה העיקרית לאחריות אזרחית בגין מידע כוזב או פרט מטעה בדיווחים השוטפים מבוססת על Rule 10b-5, המבוסס על הסמכות הנתונה לפי: Section 10(b) ל- Securities Exchange Act of 1934 לקבוע כללים כדי לאסור על תרמית בניירות ערך. הוראה זו אוסרת על מצג כוזב של עובדה מהותית או השמטת עובדה מהותית הדרושה לשם דיווח מלא שאינו מטעה, וזאת בקשר עם קניה או מכירה של ניירות ערך של התאגיד. בתביעות מסוג זה, המתנהלות לרוב במסגרת תובענה ייצוגית מצד רוכשי ניירות הערך, החברה היא הנתבעת העיקרית, ובכפוף להתקיימותם של תנאים שונים, ניתן להטיל אחריות גם על נושאי המשרה ואף על בעל השליטה. לשם הוכחת עילת התביעה לפי הוראה זו, הנטל על התובע להוכיח את כלל רכיבי העילה, ובכלל זה הסתמכות על המצג המטעה,⁸³ וכן כוונה או פזיזות (Scienter), סיבתיות וקיומו של נזק. יודגש, כי עילה זו מתייחסת באופן אחיד הן לתשקיף והן לדיווחים תקופתיים ומיידיים. כמו כן, יסודות אלה מושפעים, בין היתר, מחקיקת ה-PSLRA⁸⁴ המחמירה את הסף לקבלת תובענות ייצוגיות בניירות ערך.⁸⁵

בכל הנוגע לשוק הראשוני, משטר האחריות האמריקאי מקל יותר עם התובעים. סעיף 11 ל- Securities Act of 1933 (להלן: "חוק 1933"), מקים אחריות, בין היתר, לחברה ולנושאי המשרה החתומים על התשקיף, בגין פרט מטעה או השמטה של מידע מהותי במסמכים הנלווים להצעה לציבור של ניירות ערך. התובע נדרש להוכיח כי רכש ניירות ערך שניתן לייחסם לתשקיף הפגום בלבד, מבלי שנדרש להוכיח הסתמכות, קשר סיבתי, יסוד נפשי או ידיעה על הפגם. לאחר הוכחת היסודות כאמור, הנטל עובר לנתבע להוכיח את ההגנה המרכזית שעומדת לרשותו לשם שלילת אחריות - נקיטת אמצעים נאותים (due diligence). כמו כן, סעיף 12 לחוק 1933, מקים אחריות כלפי כל מי שמציע או מוכר נייר ערך באמצעות תשקיף או הצהרה בעל-פה הכוללים פרט מטעה מהותי או השמטה מהותית.

⁸¹ ראו ת"צ (כלכלית) 13382-04-20 גבריאל נ' קבוצת דלק בע"מ (פורסם בנבו, 15.11.2022); ת"צ (מחוזי תל אביב-יפו) 62995-12-21 אלישיב נ' לוינסקי-עופר בע"מ, פס' 190 לפסק הדין (פורסם בנבו, 14.12.2023); ת"צ (מחוזי תל אביב-יפו) 28270-11-20 נגבי נ' בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ (פורסם בנבו, 3.6.2024). בפסקי דין אלה באה לידי ביטוי גישה מחמירה יותר לסעיף 138 לחוק, בהשוואה לסעיפי רשלנות רגילים, המבוססת על הביטוי "כל האמצעים הנאותים", הדורשת מהנתבעים להוכיח שנקטו בכל האמצעים הנאותים, ולא רק באמצעים סבירים כנדרש בסטנדרט הזהירות הרגיל, וזאת לאחר שהוכחו לכאורה יסודות האחריות האזרחית (פרט מטעה, נזק וקשר סיבתי). יש לציין, כי גישה זו לא הופיעה בפסקי דין אחרים בהם צוין סטנדרט הרשלנות הרגיל.

⁸² הצעה לתיקון חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, בעניין סעיפי האחריות האזרחית.

⁸³ בדרך כלל באמצעות דוקטרינת "התרמית על השוק" (fraud on the market) לפי פסק הדין (Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)).

⁸⁴ Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737 (1995).

⁸⁵ למשל, על התובע הראות: "facts giving rise to a strong inference that the defendant acted with the required state of mind".

גם כאן, התובע אינו נדרש להוכיח הסתמכות, קשר סיבתי או יסוד נפשי, אך נדרש להצביע על קשר ישיר בין פעולותיו של המוכר או המציע לבין רכישת נייר הערך (solicitation). לאור האמור, העמדה הרווחת היא כי סטנדרט האחריות בשוק הראשוני קרוב למדי לאחריות מוחלטת, ולכל הפחות מהווה אחריות מוגברת.

3. הערות הציבור העיקריות

הערות הציבור בנושא משקפות דעה לפיה משטר האחריות האזרחית בישראל, ובמיוחד זה החל על דיווחים בשוק המשני, מחמיר מדי, ומתמרץ תאגידים ונושאי משרה להעדיף למסור מידע עודף שאינו מהותי מחשש לאחריות בדיעבד, ולא מתוך שיקול ענייני של צרכי המשקיע. נוסף על כן, רבים מן המעירים סברו כי יש ללמוד ממשטר האחריות במשפט האמריקאי, אשר מבחין בין השוק הראשוני, שבו חלה אחריות מוגברת, לשוק המשני, שבו נדרשת הוכחת יסוד נפשי של כוונה או פזיזות (Scienter). הבחנה נדרשת זו, כך נטען, עולה בקנה אחד עם המציאות העסקית במסגרתה התשומות הניהוליות המוקדשות לדיווחים שוטפים, או שניתן להקדישן, נמוכות משמעותית מאלו המושקעות במסגרת השוק הראשוני, באופן שמצדיק הבחנה בין משטרי האחריות כאמור בהיבט היסוד הנפשי.

מרביתם של המעירים טענו אפוא כי יש לבצע שינוי מהותי במשטר האחריות האזרחית בשוק המשני, תוך אימוץ מודל אחריות המובחן מהשוק הראשוני, במסגרתו יוצב רף ברור של יסוד נפשי מסוג כוונה, פזיזות, מודעות מלאה או חוסר תום לב ביחס לכשל מהותי בדיווח. לצד זאת, הוצע גם לחדד ולהבהיר את רפי המהותיות, בין באופן כמותי ובין באופן איכותני, במטרה לספק ודאות ובהירות לגבי הנסיבות שבהן קמה חובת דיווח. עוד הוצע לאמץ מבחני אחריות ו/או הגנות שונות לגבי אחריותו של התאגיד עצמו לדיווח מטעה לעומת אחריות נושאי המשרה ובעל השליטה לדיווח כאמור (ואף הבחנה בין אלה עצמם, בהלימה למידת נגישותם למידע בחברה ולמעורבותם), וכן לקבוע הגנות תהליכיות, כמעין חזקת תקינות פרוצדורלית, שיגנו על מי שפעל בתום לב ובהפעלת שיקול דעת סביר בזמן אמת, בין היתר, ביחס לשאלה אם המידע מהותי ונדרש בדיווח. כמו כן, היו שהציעו להקשיח את הדרישות הראייתיות-דיוניות המוקדמות להגשת תביעה ייצוגית מכוח סעיפי האחריות האזרחית בגין פרט מטעה, וזאת על מנת לצמצם תביעות חלשות או טורדניות כבר בשלב כתבי הטענות.

4. דיון והמלצות

לשאלה מהו משטר האחריות הראוי לכשלי דיווח בשוק המשני והאם משטר אחריות זה צריך להיות זהה למשטר החל על כשלי דיווח בשוק הראשוני יש תשובות מגוונות בספרות האקדמית. גם בוועדה הושמעו גישות שונות בעניין זה. אולם, מהסיבות שיפורטו בהמשך, הוועדה סבורה שאין צורך להכריע בכך במסגרת המלצותיה.

במישור העקרוני, הסטנדרט הרלוונטי לאחריות אזרחית בשוק המשני הוא רשלנות.⁸⁶ על כן, הטלת אחריות על תאגיד מדווח שנקט באמצעים הסבירים הנדרשים בנסיבות העניין על מנת לעמוד בחובות הגילוי המוטלות עליו אינה רצויה. מסקנה זו יפה גם לדירקטורים, לנושאי המשרה ולגורמים נוספים. מטבע הדברים, הטלת אחריות גם על תאגיד מדווח שנקט באמצעים הסבירים הנדרשים בנסיבות העניין, יוצרת תמריצים לציית יתר (לרבות באמצעות דיווח יתר).

⁸⁶ ראו בדומה גישת ועדת ברנע, בעמ' 86 לדוח הוועדה. ראו גם זוהר גושן וגדעון פרמובסקי, תפקידים המרכזי של דיני ניירות ערך, קרית המשפט 3 (2006) עמ' 72.

עם זאת, גיבוש המלצות אופרטיביות קונקרטיות להגשמת עיקרון זה בשיטת משפט מסוימת מחייב התייחסות גם להיבטים הנוגעים לפרקטיקה של ניהול תובענות ייצוגיות, כגון המבנה הפרוצדורלי של ניהול הליכים ייצוגיים בתחום ניירות הערך והתאגידים, ובכלל זה התנאים להגשת תביעה ייצוגית, עילות הסף, נטלי הראייה, הליכי גילוי המסמכים וכדומה.

המלצות הוועדה בהקשר זה מתייחסות לדין הקיים, הצורך בתיקוני חקיקה והשוואה אפשרית למשטר האחריות החל בארה"ב.

הדין הקיים. הוועדה סבורה שגם לפי הדין הקיים משטר האחריות האזרחית להפרות גילוי בדיני ניירות ערך קובע סטנדרט של רשלנות. כאמור, סעיף 33(1) לחוק ניירות ערך קובע הגנה שעניינה נקיטת כל האמצעים הנאותים. החלת סטנדרט גבוה מרשלנות בהקשר זה, באמצעות פרשנות מחמירה של התנאים לתחולת ההגנה האמורה, עלולה ליצור תמריץ לדיווח עודף והיעדר מיקוד במידע מהותי. זאת ועוד, בחינה מוקדמת ומשמעותית בדבר קיומה של התרשלנות כבר בשלב המקדמי של ההליך הייצוגי (בקשת האישור) היא ראויה, עשויה לתרום ליעול השימוש בתביעות ייצוגיות ולצמצם את עלויות ניהולן, ואף עולה בקנה אחד עם הדין הקיים. יודגש כי בחינת ההתרשלנות, להבדיל מיסודות אחרים של העילה, היא בעלת משקל מכריע לעיצוב התנהגות החברות המדווחות. מתן משקל משמעותי יותר להתרשלנות עשוי לתת מענה מסוים לחשש שעליו מצביעה הוועדה, שלפיו משטר אחריות מחמיר יתר על המידה יוביל לגילוי עודף שבסופו של דבר יפגע ביעילות השוק.

עוד במסגרת הדין הקיים, הוועדה סבורה כי מתקיים קשר בין טיבה של חובת הזהירות לאופיו של מסמך הגילוי ולנסיבות בהן נמסר הגילוי למשקיעים. כך למשל, עשויה להיות הבחנה בין הגילוי בתשקיף, בדוח עתי או בדוח מיידית, ולמעשה גם בין דיווחים מיידיים מסוגים שונים, שעשויים להתפרסם בנסיבות שונות מאוד. לדוגמה, עשוי להיות דיווח מיידית לציבור אסיפה כללית לאישור עסקת מיזוג, אשר יהיה דומה בהיקפו ובהיערכות החברה לקראתו, לגילוי הניתן בתשקיף או בדוח תקופתי, ומנגד עשוי להיות דיווח מיידית בדבר אירוע לא צפוי, אשר החברה נדרשת לפרסם מידע בעניינו, ויהיה זה לרוב גילוי קצר ונקודתי, ללא היערכות ממושכת לפרסום. האפשרות להתחשב בנסיבות המקרה גלומה בסעיף 33(1) לחוק שעניינו שלילת האחריות אם ננקטו כל האמצעים הנאותים, שכאמור יבחנו תחת סטנדרט של רשלנות. סבירות אמצעים אלה תלויה מטבע הדברים בנסיבות המקרה. כמו-כן, סעיף 38 לחוק קובע כבר כיום כי הוראות סעיף 31-34 לחוק יחולו "לפי העניין ובשינויים המחויבים", ומכיר באופן זה בהבדלים אפשריים בגילוי הנמסר בהקשרים שונים.⁸⁷

תיקוני חקיקה. הוועדה מודעת לכך שקיימות דרכים שונות בהן ניתן לנקוט ככל שיימצא כי אכן נדרש להבהיר את הדין הקיים בנוגע למשטר האחריות או על מנת לוודא את התאמתו למשטר האכיפה האזרחית בישראל. דרכים אלה יכולות לבוא לידי ביטוי, למשל, בשינוי הסטנדרט הקבוע בחוק תוך התחשבות בדינמיקה של הליכי האכיפה או בתיקון המתייחס להליכים ייצוגיים בתחום ניירות ערך. כאמור, הוועדה סבורה שהמלצות אופרטיביות קונקרטיות להגשמת משטר המבוסס על רשלנות מחייבות התייחסות גם להיבטים הנוגעים לפרקטיקה של ניהול תובענות ייצוגיות, כגון המבנה הפרוצדורלי של ניהול הליכים ייצוגיים בתחום ניירות הערך והתאגידים, ובכלל זה התנאים להגשת תביעה ייצוגית, עילות הסף, נטלי הראייה, הליכי גילוי המסמכים וכדומה. קיום בחינה מקיפה כזו אינו ריאלי במסגרת עבודת הוועדה.

⁸⁷ מוטי ימין ואמיר וסרמן תאגידים וניירות ערך פרק י"ג: הדיווח בשוק המשני, עמ' 401.

לפיכך, הוועדה ממליצה לרשות ניירות ערך ולמשרד המשפטים לקיים בחינה ומעקב בנוגע לצורך בתיקוני חקיקה ולגבי המתכונת הראויה של תיקונים כאלה, וזאת במטרה למנוע ככל שניתן הטלת אחריות בגין כשלי דיווח על תאגיד שנקט באמצעים הסבירים הנדרשים בנסיבות העניין כדי לעמוד בדרישות הגילוי. בין היתר, מוצע כי ייבחנו הליכים ייצוגיים במטרה לבחון אם מתעורר חשש לעודף תביעות ייצוגיות בהיבטי גילוי. נתונים שהוצגו בפני הוועדה על ידי סגל הרשות מעלים כי נכון להיום לא מוגשות תביעות רבות מכוח סעיף 38 לחוק.⁸⁸ עוד מוצע כי ייבחן הצורך בתיקון חקיקה להבהרת משטר האחריות, או אם נדרשים עדכוני חקיקה אחרים לעניין זה, בין בדיני ניירות ערך ובין בדיני תובענות ייצוגיות.

בנוסף, הוועדה ממליצה להמשיך בקידום ההצעה לתיקון חוק ניירות ערך שפורסמה בשנת 2021, הקובעת כי במקרה של אחריות לנזק בשל פרט מטעה בתשקיף לא יחול סעיף 52 לחוק, וזאת במטרה להבהיר את הדין, למנוע פרשנויות סותרות על ידי בתי המשפט, ובתוך כך להגביר את הוודאות בשוק ביחס למסגרת האחריות החלה על חברות מדווחות.

הקבלה לדין האמריקאי. כאמור בחלק ב' לדוח זה, אחד מהעקרונות שהנחו את הוועדה בגיבוש המלצותיה הוא השאיפה ליצור הקבלה למודל האמריקאי. אולם, מן הטעמים שהוסברו לעיל, הוועדה סבורה שלא ניתן להסתפק בהמלצה לייבוא הדין האמריקאי בנוגע למשטר האחריות בשוק המשני. ההשוואה לדין האמריקאי מועילה כנקודת ייחוס, אך המצב בפועל בארה"ב אינו תולדה רק של יסודות האחריות בדיני ניירות ערך, שתוארו לעיל, אלא של מכלול רחב של גורמים נוספים, כגון משך ההליך, הדרישות בהתאם לדיני התובענות הייצוגיות, היקף הנזק הנטען, כללי התנהלות ההליך (למשל בנוגע לגילוי מסמכים), נכונות הצדדים וחברות הביטוח להגיע להסדרי פשרה ויחס בתי המשפט להסדרים כאלה. ביטוי לכך אפשר לראות בעובדה כי בארה"ב ישנן תביעות רבות המוגשות במסגרת השוק המשני, כאשר במרבית השנים ניתן להצביע על מגמה של גידול במספר תביעות אלה.⁸⁹ בהקשר זה יש לציון, כי יש הטוענים שהדין האמריקאי יוצר בפועל משטר של רשלנות,⁹⁰ ונשמעת ביקורת לפיה הוא מעודד פשרות מוקדמות גם במקרים בהם לא מתקיימים יסודות העילה הרלוונטית.

⁸⁸ עם זאת, גם למספר תביעות מצומצם יכולה להיות השפעה רוחבית אם הרושם הנוצר בשוק הוא שסטנדרט האחריות מחמיר מדי.

⁸⁹ See: Edward Flores & Svetlana Strykh, Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2024 Full-Year Review (NERA, 2025), <https://www.nera.com/insights/publications/2025/recent-trends-in-securities-class-action-litigation--2024-full-y.html?lang=en#download>

⁹⁰ ראו בדומה גישת ועדת ברנע, בעמ' 86 לדוח הוועדה. ראו גם זוהר גושן וגדעון פרחמובסקי, תפקידים המרכזי של דיני ניירות ערך, קרית המשפט 3 (2006) עמ' 72.

