

19 בינואר 2025
י"ט בטבת תשפ"ה

לכבוד,
יו"ר הדירקטוריון והמנכ"ל,
התאגידים המדווחים

א.ג.ב,

הנדון: דגשים לתאגידים המדווחים לקראת פרסום הדוחות לשנת 2024 והפעילות הצפויה של מחלקת תאגידים בשנת 2025

שנת 2024 הייתה שנה מאתגרת במיוחד עבור המשק הישראלי בכלל ולשוק ההון בפרט. המלחמה שפרצה בעקבות אירועי 7 באוקטובר 2023, הציבה בפני התאגידים המדווחים אתגרים תפעוליים ועסקיים משמעותיים. למרות הטלטה הראשונית, שוק ההון הישראלי הפגין חוסן מרשים, כאשר במהלך המחצית השנייה של 2024 נרשמה התאוששות משמעותית במדדים המובילים ובפעילות העסקית של התאגידים המדווחים הנסחרים בבורסה.

התחלתי את תפקידי כמנהל מחלקת תאגידים ברשות ניירות ערך במהלך הרבעון השני של שנת 2024 ועם פתיחת שנת 2025 אני שמח על ההזדמנות להציג בפניכם את העקרונות שמנחים אותנו כמחלקה בביצוע המשימות שלנו ואת הדגשים שלנו עבורכם ביחס לדוח התקופתי לשנת 2024 והיבטים נוספים עליהם נשים דגש במהלך השנה הקרובה.

בכל שנה, עיקר עיסוקה של מחלקת תאגידים בשנת 2024 התמקד בפיקוח שוטף על התאגידים המדווחים. במסגרת הפעילות השוטפת, עסקנו בין היתר בבדיקת תשקיפים ובבדיקות יזומות של דוחות עיתיים. בסך הכל נבדקו על ידי המחלקה במהלך 2024 דוחות כספיים של 132 תאגידים (כולל בדיקות של IPOs).¹ כמו כן נבחנו על ידינו במהלך השנה למעלה מ-400 דיווחים הנוגעים לעסקאות בעלי שליטה, הצעות פרטיות והצעות רכש.

בנוסף, פרסמנו 60 עמדות משפטיות וחשבונאיות בנושאים שונים לרבות במסגרת פניות מקדמיות, עמדות סגל, שאלות ותשובות, החלטות אכיפה חשבונאיות ודוחות ממצאי ביקורת.

בהקשר זה ראוי לציין כי פעילות המחלקה במהלך שנת 2024, הושפעה משמעותית מהמלחמה שבן עובדים רבים (וכן בני/בנות זוגם) שירתו במילואים למשך תקופות ממושבות.

¹ הנתונים מתייחסים לבדיקות מלאות שבוצעו ומבוצעות בתקופה המתחילה ב-1 במרץ בכל אחת מן השנים המנויות בלוח ועד ל-28 בפברואר של השנה העוקבת, בהתאם למחזוריות בדיקת תשקיפים הקבועים בסדרי הטיפול.

ברצוני להציג לכם את האדנים עליהם מושתתת עבודת מחלקת תאגידיים ואשר מייצגים את עקרונות הפעולה המרכזיים של המחלקה:

1. הגברת האמון של ציבור המשקיעים

- א. טיפול יזום בזמן אמת בסוגיות מהותיות לציבור המשקיעים ובפרט בהיבטים של שליטה, עסקאות בעלי שליטה, ממשל תאגידי לקוי, דיווחים מיידיים משמעותיים (תקנה 36), חשש לתרמיות, טעויות בדוחות כספיים, שווי הוגן והיבטי נזילות.
- ב. בדיקה מקיפה של הגילוי בדוחות העיתיים של תאגידיים שנבחרים לבדיקה באופן יזום בהתאם למודל ניהול הסיכונים של המחלקה.
- ג. שיתוף פעולה עם יחידת הביקורת במחלקת ביקורת ואכיפה לביצוע ביקורות בגופים המפוקחים בנושאי ליבה הדורשים בחינה מעמיקה ומקצועית ביחס לאופן הטיפול הננקט על ידי אותם גופים.
- ד. קידום של הליכי אכיפה במקרים המתאימים.

2. שקיפות וודאות בעבודת המחלקה

- א. שקיפות בעבודת המחלקה תוך מתן ודאות רגולטורית לתאגידיים המדווחים באמצעות פרסומים המבהירים את עמדת סגל הרשות ודרישותיו בסוגיות שונות. המחלקה תמשיך לפרסם את עמדותיה באפיקים שונים ובהם פניות מקדמיות, עמדות סגל, שאלות ותשובות, דוחות ריכוז ממצאי ביקורת, החלטות אכיפה חשבוניות ועמדות לבית המשפט. כמו כן סגל המחלקה מקדם את הפצת עמדות המחלקה בקרב קהלים רלוונטיים באמצעות השתתפות בכנסים, הרצאות, בעריכת כנס תאגידיים ובאמצעות פגישות יזומות עם תאגידיים ומשתתפי שוק נוספים.
- ב. קיום שיח שוטף עם גורמים מפוקחים ונציגיהם (תאגידיים מדווחים, חתמים, נאמנים, מערכי שווי, עורכי דין, רואי חשבון ועוד), משתמשים במידע (משקיעים ואנליסטים), בין היתר באמצעות שולחנות עגולים ומפגשים במסגרת פורומים מקצועיים במטרה ללבן עם גורמי השוק סוגיות עיקריות שעל סדר היום.

3. פיתוח שוק

קידום יוזמות שנמצאו כראויות ומתאימות לפיתוח מכשירי השקעה או כלי השקעה שישכללו את השוק ויתאימו לציבור המשקיעים בשוק ההון.

בהתאם לעקרונות אלו בכוונתנו לפעול במהלך השנה הקרובה, לצד פעילות הפיקוח השוטף,

לקידום הפרויקטים הבאים:

- א. עדכון הגילוי הענפי הנדרש במסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד של תאגידיים הפועלים בענפי הנדל"ן היזמי וענף האנרגיה המתחדשת.
- ב. הקמת ועדה שתבחן ותמליץ על האופן בו יש לשפר את היבטי הגילוי והדיווח הן במישור הקלות בדיווחים מיידיים והן במישור היבטי הגילוי בדוח הדירקטוריון ובפרק על תיאור עסקי התאגיד.
- ג. ביצוע פרויקט נרחב של ארגון והנגשת עמדות הסגל המשפטיות והחשבוניות המפורסמות באתר הרשות כדי ליצור קודקס זמין ונגיש של כלל העמדות הרלוונטיות.
- ד. פרסום מדריך המסדיר את עמדות הרשות בהיבטים השונים הנוגעים לפרסום דוחות פרופורמה.
- ה. בחינת היתכנות להרחבת אפשרויות הגיוס באמצעות מימון המונים.

בימים אלו, בפתחה של תקופה בה מושקע מאמץ בהכנת ופרסום הדוח התקופתי לשנת 2024 ובהיערכות לשנת 2025, אנו מבקשים לשתף אתכם בדגשים לתאגידיים המדווחים לקראת פרסום הדוחות השנתיים וכן במספר דגשים ביחס לנושאים שבכוונתנו להתמקד בהם במסגרת פעילותנו במהלך שנת 2025, בראי תפקידנו לשמירת עניינינו של ציבור המשקיעים.

מטרת הדגשים היא, בין היתר, לסייע לכם בעת ההערכות לפרסום הדוח התקופתי ולצורך יישום נאות של חובות הדיווח המוטלות על התאגידיים ומתן ביטוי מהימן ועדכני עבור ציבור המשקיעים.

חשוב להבהיר, כי הנושאים והדגשים המפורטים במכתב אינם בגדר רשימה סגורה או ממצה של העניינים בהם תתמקד המחלקה במהלך השנה הקרובה ואין באמור כדי למנוע מסגל המחלקה לפעול בכל עניין המצוי בגדרי סמכותה של הרשות בהתאם להוראות הדין.

כתמיד, סגל המחלקה זמין לשם מתן שירות לתאגידיים אשר מבקשים מענה פרטני.

בכבוד רב,
אמיר הלמר, עו"ד
מנהל המחלקה

א. דגשים לתאגידיים המדווחים לקראת פרסום הדוחות השנתיים

1. דוחות כספיים ותקני חשבונאות

א. פרסומים חדשים של ה-IASB

במהלך 2024 ה-IASB וה-IFRIC פרסמו מספר פרסומים משמעותיים שברצוננו להדגיש:

- **IFRS 18** – אחד הפרסומים המשמעותיים ביותר בעת האחרונה הוא תקן IFRS 18 שפרסם ה-IASB בחודש אפריל 2024, אשר עוסק בהצגת הדוחות הכספיים וייכנס לתוקף בשנת 2027. בהקשר זה, פרסמנו [החלטת מליאה](#), אשר אסרה על אימוץ מוקדם של התקן עד לתחילת שנת 2025. החלטת המליאה כללה דגשים חשובים לתאגידיים שיבחרו לאמץ מוקדם את התקן.
- נתוני שנת 2025 הקרובה יכללו בדוחות השנתיים של שנת 2027 (שבהם התקן יהיה מחייב) כמספרי השוואה ולכן אנו מצפים מכלל התאגידיים - גם אלו שאינם מתכננים לאמץ את התקן לפני מועד התחילה המחייב - ללמוד את התקן ולבחון את הצורך בהתאמות לשיטות איסוף המידע וניהול החשבונות שלהם, על מנת שיוכלו ליישם את התקן כראוי במועד התחילה המחייב.
- אחד החידושים המרכזיים בתקן החדש הוא החובה לכלול את ה- Management defined performance measures – קבוצת נתוני Non-GAAP המוגדרת בתקן, בתוך הדוחות הכספיים. אנו מסבים את תשומת הלב לכך שנתונים שתאגידיים יפרסמו בשנת 2025 אשר יענו להגדרת MPM, יכללו כמספרי השוואה בדוחות הכספיים לשנת 2027 ולפיכך אף יבוקרו על ידי רואי החשבון המבקרים. לכן חשוב שתאגידיים יחזקו את הנהלים, התהליכים והבקורות לחישוב מדדים אלו בהקדם.
- **מגזרים** – בחודש יולי [הבהיר ה-IFRIC](#) (להלן – "החלטת ה-IFRIC לעניין מגזרי פעילות") שבמסגרת הגילוי בנושא מגזרים, על תאגיד ליתן גילוי לכלל הפריטים המהותיים של הכנסה והוצאה אשר נכללים ברווח המדווח של המגזר, גם אם אין מדובר בפריטים חריגים. להערכתנו סביר כי יישום פרשנות זאת לראשונה יוביל לשינוי בהיקף הגילוי המגזרי שייכלל על ידי חלק מהתאגידיים. כך לדוגמא, תאגידיים אשר עבורם הרווח המדווח היה רווח תפעולי, לא נהגו בעבר ליתן גילוי לעלות המכר של כל מגזר. לדעתנו, סביר כי עלות המכר תהווה פריט מהותי של הוצאה שיקבל ביטוי בביאור מגזרים. על התאגידיים ללמוד את הפרשנות ולבחון את הצורך לכלול גילוי בדבר פריטים הכלולים ברווח המגזרי אשר בעבר הם לא כללו.
- **הצעה לתקן בנושא אי ודאויות באומדנים הקשורים לאקלים ואי ודאויות אחרות** – בחודש יולי 2024 פרסם ה-IASB [הצעה לתקן בנושא אי ודאויות באומדנים הקשורים לאקלים ואי ודאויות אחרות](#). מדובר בשלב זה בהצעה לתקן בלבד. עם זאת, ההצעה מורכבת מדוגמאות יישומיות להוראות קיימות בתקני חשבונאות, ולכן אנחנו מצפים מהתאגידיים להיעזר בפרסום זה בעת יישום הוראות תקני חשבונאות הרלוונטיות לנושא זה.
- **IFRS 17** – חברות ביטוח וחברות אחזקה בביטוח בישראל יחלו ב-2025 ליישם את הוראות IFRS 17, המשנה באופן משמעותי ביותר את כללי המדידה, ההצגה והגילוי בדוחות כספיים של חברות אלו. בשנת 2023 פרסמנו את [עמדת סגל 99-10](#) אשר מבהירה כיצד יש ליישם את הוראות תקנות ניירות ערך באופן שמתיישב עם היישום לראשונה של IFRS 17. בדומה

לשנים קודמות, יכלול הסגל בתכנית הבדיקות לשנה הקרובה חברות ביטוח וחברות החזקה
בביטוח, תוך התמקדות ביישום הוראות התקן החדש.

ב. רמות הריבית בישראל ובעולם

נכון לסוף שנת 2024, רמות הריבית בישראל ובעולם נותרו גבוהות ביחס לאלו ששררו
בתחילת העשור. ריביות הבנקים המרכזיים בישראל ובארה"ב עומדות על 4.5%. גם
בהסתכלות על ריבית 10 שנים - הרלוונטית למדידת שווי הוגן של פעילויות ונכסים - הריבית
עלתה במהלך השנה ועמדה בסופה על שיעורים גבוהים יותר מאשר בתחילת השנה –
בישראל היא עלתה מכ-4.1% ל-4.5% (נומינלי; ריאלית הריבית עלתה מכ-1.6% ל-2%)
ובארה"ב מכ-4% ל-4.6% (נומינלי; ריאלית הריבית עלתה מכ-1.8% ל-2.2%).

לאור כך, סגל הרשות צפוי להמשיך להדגיש בעבודתו בשנה הקרובה היבטים הקשורים
לריבית הגבוהה וזאת בדומה לשנים קודמות. בין היתר צפוי הסגל:

- להמשיך לסקור את יישום כללי החשבונאות בנושא היוון עלויות אשראי, שהשפעתם
בשנים האחרונות על הדוחות הכספיים הפכה מהותית יותר בהשוואה לתחילת העשור.
- לשים דגש בבחינת היבטי הנחת העסק החי והגילוי על הסיכונים הפיננסיים הקשורים
לתמחור מחדש של חוב ברמות ריבית גבוהות מאלו שהיו בעבר.
- לבחון את סבירות שיעורי ההיוון שבהם נעשה שימוש בהערכות שווי בהתחשב גם
ברמות הריבית ארוכות הטווח שכאמור אף גבוהות יותר מאלו שהיו בתחילת שנת 2024.
- להתמקד באופן שבו תאגידים הפועלים בתחום מתן אשראי הביאו לידי ביטוי את
השפעות הריבית על לקוחותיהם בהקשר של מדידת הפסדי אשראי.

ג. היוון עלויות

בשנתיים האחרונות מצאנו כי בלא מעט מקרים תאגידים בחרו להוון עלויות הנהלה או עלויות
מטה לנכסים (למשל – היוון עלויות מטה למלאי בתאגידים הפועלים בענף הנדל"ן היזמי),
חלף הכרה בהוצאה מיידיית בגין אותם פריטים. בהקשר זה פרסמנו בשנה האחרונה שתי
החלטות אכיפה - [החלטת אכיפה 4-24 בנושא סיווג תגמול הונו לחברות ניהול והחלטת](#)
[אכיפה 10-24 בנושא היוון עלויות שכר מנכ"ל לנכס בלתי מוחשי](#). כפי שניתן לראות בעמדות
אלו, גישתו העקרונית של סגל הרשות היא כי לא ניתן להוון עלויות מסוג זה לפריט ספציפי
בדוחות הכספיים, הואיל ויש לראותן כעלויות המתייחסות לפעילות התאגיד בכללותו. לפיכך
– למעט במקרים חריגים וייחודיים ביותר – עמדת הסגל תהיה כי מדובר בעלויות שאינן
ניתנות להיוון לנכסים בהתאם לכללי החשבונאות המקובלים. סגל הרשות צפוי להמשיך
ולשים דגש על נושא זה גם בשנת 2025.

ד. טופס דיווח הדוחות כספיים

במהלך השנה האחרונה ביצענו שני שינויים משמעותיים בטופס ת-930 המשמש לדיווח
הדוחות הכספיים:

- **שכר טרחת רואי חשבון** - תקנות ניירות ערך מחייבות תאגידים מדווחים לגלות פרטים
בנוגע לשכר טרחת רואה החשבון המבקר. דרישה זאת מבוססת בין היתר על ההנחה
כי קיים יחס חיובי בין שכר הטרחה שמשלם התאגיד ובין איכות הביקורת. החל מהדוחות
השנתיים לשנת 2024, תאגידים מדווחים ידרשו לכלול מידע זה גם במסגרת טופס

הדיווח. הכללת המידע בטופס תאפשר השוואה קלה ונוחה בין תאגידים ו(בעתיד) בין תקופות בנושא זה.

▪ **הצגה מחדש** – הוספנו השנה לטופס תיבה לסימון דוחות כספיים שכוללים הצגה מחדש בגין טעות מהותית וכן תיבה לסימון דוחות כספיים שכוללים הצגה מחדש בגין התאמה לא מהותית של מספרי השוואה. כפי שהסברנו [בעמדת הסגל בנושא חובת השבה](#), כל תיקון של מספרי עבר בגין טעות מהווה הצגה מחדש. לכן גם בהקשר של הטופס - כל תאגיד שתיקן מספרי עבר בגין טעות, גם אם עשה זאת באופן וולונטרי (דהיינו – אף שאין מדובר בתיקון בגין טעות שאילו הייתה מתוקנת בתקופה השוטפת הייתה משפיעה באופן מהותי ("little R")), נדרש לסמן את התיבה.

2. דוח הדירקטוריון

א. ניתוח תוצאות הפעילות

לקראת מועד פרסום הדוחות השנתיים, סגל הרשות מדגיש כי ימשיך לתת תשומת לב מיוחדת לניתוח תוצאות הפעילות בדוחות הדירקטוריון ובפרט לניתוח תוצאות הפעילות העסקית של התאגידים המדווחים. כחלק משמירה על סטנדרטים גבוהים של גילוי נאות ואמון ציבור המשקיעים, אנו מבקשים להדגיש שלושה רבדים מרכזיים שבהם על ניתוח תוצאות הפעילות להתמקד, תוך מתן דגש על רלוונטיות, איכות ושקיפות המידע. הכל, אם לדעת הדירקטוריון, ניתוח זה חשוב להבנת מצב ענייני התאגיד.

ברובד הראשון, יש לספק מבט כללי ומקיף על פעילות התאגיד לאורך תקופת הדוח. תיאור זה נועד להציג את המגמות המרכזיות שהשפיעו על התאגיד, תוך שימת דגש על שינויים עקרוניים במאפייני הפעילות העסקית, מגמות שוק רלוונטיות והשפעות סביבתיות חיצוניות. מידע זה מעניק למשקיעים הבנה רחבה של הכוחות המניעים את פעילות התאגיד ומהווה תשתית להעמקת ההיכרות עם הביצועים הכוללים. יחד עם זאת, חשוב להדגיש כי מידע זה לבדו אינו מספק תמונה שלמה. על מנת להעניק למשקיעים הבנה מעמיקה ומלאה יותר, יש לשלב מידע זה עם ניתוחים מפורטים נוספים, כפי שמפורט ברבדים הבאים.

ברובד השני, שהוא המרכזי והמשמעותי ביותר, על ניתוח תוצאות הפעילות להתבצע, ככל הניתן, ברמת מגזרי הפעילות השונים של התאגיד. ברובד זה על הדירקטוריון לנתח ביצועי כל מגזר בנפרד, בדגש על קצב הצמיחה בהכנסות, שינויים ברווחיות הגולמית והתפעולית, וניתוח מדדי ביצוע רלוונטיים. בנוסף, קיימת חשיבות שניתוח השינוי בהכנסות יבהיר אם הוא נובע מעלייה או ירידה בכמויות המוצרים שנמכרו (כלומר, האם חל שינוי ריאלי במכירות) ו/או כתוצאה משינויים במחירי המכירה, תוך כימות השפעת כל רכיב. הפרדה זו חשובה במיוחד למשקיעים, המבקשים להבין האם הצמיחה בפעילות התאגיד נובעת מפעילות אורגנית או משינויים אינפלציוניים או שילוב של שניהם.

תיאור זה מתכתב גם עם עקרונות הגילוי הנקובים בהחלטת ה-IFRIC לעניין מגזרי פעילות, שמדגישה את החשיבות במתן גילוי לכל פריטי ההכנסה וההוצאה המהותיים הנכללים במדידת הרווח או ההפסד של מגזר בר דיווח, גם אם אינם נסקרים בנפרד על ידי מקבל החלטות התפעוליות הראשי (CODM). בנוסף, על תאגידים אלו להסביר במסגרת דוח הדירקטוריון את

ההתפתחויות בנתונים שכעת הם יתחילו לכלול במסגרת הגילוי בנושא מגזרים. הגישה מחייבת יישום עקרון מהותיות, תוך הצגת מידע שיאפשר למשקיעים להעריך באופן מדויק את תרומתו של כל מגזר לפעילות הכוללת של התאגיד.

ברובד השלישי, על התאגיד להתייחס לאירועים מיוחדים, חד-פעמיים או לא שגרתיים, אשר השפיעו על תוצאות הפעילות. לדוגמה, רכישות, מיזוגים או שינויים מבניים אחרים. במקרים אלו, על הדירקטוריון לספק הסברים איכותיים וכמותיים שיבהירו למשקיעים כיצד אירועים אלו משפיעים על ביצועי התאגיד בטווח הקצר והארוך. יש לשים דגש על הבחנה בין השפעות הפעילות הממשיכה לבין אלו של האירועים החד-פעמיים, על מנת לאפשר למשקיעים חיזוי מדויק יותר של התזרימים העתידיים.

ככלל, התפיסה המנחה את תהליך הניתוח המפורט לעיל היא חוצה מגזרים וענפים, ומתאימה לכל תאגיד תוך ביצוע ההתאמות הנדרשות למאפייניו הייחודיים. סגל הרשות רואה חשיבות רבה בהקפדה על גילוי מדויק, ממוקד ומובן, שמטרתו לאפשר למשקיעים להעריך באופן מבוסס את ביצועי התאגיד.

יישום גישה זו משפר את איכות הדיווחים ומסייע בשמירה על תפקודו התקין של שוק ההון תוך הבטחת אמון המשקיעים.

ב. גילוי בדבר תזרים מזומנים חזוי

תקנה 10(ב)(14) ותקנה 48(ג)(13) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), התש"ל-1970 ("תקנות הדוחות") קובעות את חובת הצירוף של תזרים מזומנים חזוי בהתקיים סימני אזהרה, כהגדרתם בתקנות, בתאגיד אשר קיימות לו תעודות התחייבות במחזור. בתקנה 10(ב)(14)(א) מפורטות דרישות הגילוי בקשר להסברי הדירקטוריון לעניין תחזית תזרים המזומנים. דרישות גילוי נוספות מפורטות במסגרת התוספת השמינית לתקנות הדוחות. בהקשר זה, ולאור ליקויים שמצא סגל הרשות בהסברי דירקטוריון של תאגידים, סגל הרשות מבקש להדגיש את חשיבות ההסברים הנלווים לתזרים החזוי.

גילוי מפורט וברור אודות הנחות המפתח ששימשו לקביעת התחזית יסייע למשקיעים בניתוח השפעה של שינויים בהנחות אלו על התזרים החזוי. במידת הצורך, יש לכלול ניתוחי רגישות ולהתייחס לתרחישים שונים ולמשמעויות של אי התממשותן של הנחות מסוימות. על ניתוחי הרגישות להיות ברורים ובהירים, כך שניתן יהיה להבין האם קיים תרחיש סביר אפשרי לפיו בתום תקופה ספציפית הנכללת בתקופת התזרים החזוי, עלולה להיות לתאגיד יתרת מזומנים שלילית. ההנחות בבסיס התזרים לא יכולות לסתור את האסטרטגיה והתקציב של התאגיד ולא יסתרו את התחזית שהובאה בחשבון לשם בחינת המשך קיומה של הנחת העסק החי.

סגל הרשות מבקש להדגיש כי במקרים בהם חל מועד פירעון התחייבות מהותית במהלך ששת החודשים הראשונים של תקופת התזרים החזוי, יש לציין במפורש עובדה זו ולפרט את המקורות הכספיים המיועדים לפירעון התחייבות זו וזאת כמפורט בחלק ב' לתוספת השמינית לתקנות הדוחות. עוד מבקש הסגל להדגיש כי במקרים של סטייה מהותית בין תחזית שפורסמה בעבר לבין ביצוע בפועל, יש לצרף טבלת השוואה בין התחזית לביצוע בפועל ולכלול את הסברי הדירקטוריון לסטייה זו וזאת כמפורט בחלק ג' לתוספת השמינית לתקנות הדוחות.

יודגש כי בנסיבות בהן קובע הדירקטוריון כי גרעון בהון החוזר או תזרים מזומנים שלילי מתמשך אינם מצביעים על בעיית נזילות והתאגיד לא מצרף תזרים מזומנים חזוי, אין להסתפק בציטוט קביעת הדירקטוריון כאמור, אלא על הדירקטוריון לפרט את הבחינה שביצע ואת הנימוקים להחלטתו תוך מתן גילוי פומבי לפרמטרים איכותיים ו/או כמותיים עליהם ביסס דירקטוריון התאגיד את הקביעה כאמור.

3. גילוי ענפי

א. ענף הקמעונאות (מזון, אופנה וכו')

במהלך שנת 2024, עסקה יחידת הביקורת במחלקת ביקורת ואכיפה ברשות ניירות ערך ביחד עם מחלקת תאגידי בבחינה מעמיקה של נושא הרווח הגולמי בתאגידי הפועלים בענף קמעונאות המזון. ממצאי הביקורת ממחישים את הצורך בשיפור איכות ההצגה והגילוי הכספי בענף. הממצאים מדגישים את הפערים הקיימים בסיווג הוצאות בין התאגידי השונים, המשפיעים באופן ישיר על שיעורי הרווחיות הגולמית בענף ולעיתים קרובות מקשים על השוואה נאותה בין התאגידיים.

עוד נמצא כי קיימת חשיבות לגילוי ברור ומפורט בביאור המדיניות החשבונאית בנוגע לרכיבים שהתאגיד בוחר לזקוף לסעיף עלות המכר וסיבת סיווג עלויות בין עלות המכר לבין הוצאות תפעוליות אחרות. בנוסף, על התאגידיים לכלול פירוט סכומים מהותיים בביאור סעיף עלות המכר עצמו (הביאור הכמותי), תוך הפרדה בין רכיב הקניות (והשינויים במלאי) לבין רכיבים אחרים שאינם מהותיים וזיהוי נפרד של כל רכיב מהותי. בקשר לביאור הכנסות, נדרשים התאגידיים להבחין בין הכנסות המוכרות בברוטו לבין אלו המוכרות בנטו, במטרה לשפר את השקיפות והאחידות בדיווח. הסגל עתיד לפרסם בשבועות הקרובים דוח ממצאים סופי.

יובהר כי הדגשים שהוצגו לעיל, רלוונטיים, בהתאמות הנדרשות, גם לתאגידיים הפועלים בענפים אחרים.

ב. ענף אשראי חוץ בנקאי

במהלך השנה החולפת השלימה יחידת הביקורת במחלקת ביקורת ואכיפה ברשות ניירות ערך ביחד עם מחלקת תאגידיים, ביקורת מקיפה שעסקה בנאותות המדידה והגילוי של סעיפי אשראי ללקוחות והפרשה להפסדי אשראי בדוחות הכספיים של תאגידיים הפועלים בתחום האשראי החוץ-בנקאי. הביקורת בחנה את יישום התקנים החשבונאיים הבינלאומיים הרלוונטיים, ובראשם IFRS 9 ו-IFRS 7, תוך התמקדות בהערכת הפסדי אשראי חזויים, שווי הבטוחות, וסיווג החובות.

סגל הרשות פרסם לאחרונה [דוח ריכוז ממצאים](#) סופי בו הודגש הצורך ביישום מתודולוגיה מקיפה ועקבית להערכת הפסדי אשראי צפויים, תוך הקפדה על עדכון שוטף של המודלים והתחשבות במידע צופה פני עתיד. בנוסף, הוצג הצורך בגילוי מפורט ונאות בדוחות הכספיים, שיאפשר לציבור המשקיעים הבנה מלאה של הסיכונים הגלומים בתיק האשראי. הדוח כולל הנחיות מפורטות לשיפור נאותות מדידת ההפרשה וכן רמת הגילוי והשקיפות וזאת לצד המלצות לאימוץ מתודולוגיות מבוססות וסדורות. סגל הרשות מצפה מהתאגידיים הרלוונטיים ליישם את

הממצאים ולהטמיע את ההמלצות, תוך שיפור רמת השקיפות במטרה לשפר את אופן המשקיעים ולשמור על סטנדרט גבוה של דיווח.

ג. ענף הנדל"ן היזמי

שנת 2024 התאפיינה באתגרים מרובים ומגוונים, כלכליים וביטחוניים. אתגרים אלו הובילו לפגיעה מסוימת ברווחיות התפעולית של פרויקטים ובכדאיות הכלכלית לכניסה לפרויקטים חדשים ומנגד הובילה לפיתוח ואימוץ של מודלים שיווקיים חדשניים למכירת דירות כדוגמת מבצעי "20:80" או "10:90" והלוואות קבלן. בנוסף, בעת האחרונה ניכרת מגמה הולכת וגוברת של כניסה של תאגידים מענף הנדל"ן היזמי לפרויקטים מסוג של התחדשות עירונית.

בהקשר זה סגל הרשות מוצא לנכון להדגיש את העניינים הבאים:

- א. מודלים שיווקיים - על התאגידים לשים לב שהם כוללים גילוי אודות:
- המודלים השיווקיים בהם נעשה שימוש למכירת הדירות (מבצעי קבלן למיניהם, הלוואות קבלן וכו'), היקפם, ההשלכות שלהם על תוצאות הפעילות מבחינה תפעולית ומימונית והתייחסות לקיומם של תנאים חריגים, אם קיימים בהסכמים אלו;
 - קיומו של מרכיב מימוני מהותי בעסקאות אלו והפרדתו ממחיר העסקה² והצגת המחיר למ"ר בניכוי מרכיב מימוני זה.
 - אם השימוש במבצעי הקבלן הוא מהותי לתאגיד, יש להסביר כיצד בוחן התאגיד את יכולת רוכשי הדירות לעמוד בפירעון התחייבויותיהם עם סיום הבניה. בין היתר, לתאר את תהליך החיתום המבוצע על ידו, ככל שרלוונטי.

ב. התחדשות עירונית – על התאגידים לשים לב שהם כוללים גילוי אודות:

- יישום ההסברים הבאים שפרסמנו בנושא: שו"ת 105-21, שם הודגש כי הואיל ופרויקטים אלו הם פרויקטים **מותנים**, **היקף הגילוי בגינם אמור להתבסס על שני מבחנים מצטברים, מבחן ההיתכנות והמבחן הכמותי הסטנדרטי**. כמו כן, כפי שצוין בשו"ת 104-24, כל עוד הפרויקטים **מותנים**, אין חובה לצרף נתונים כספיים צפויים בגין אותם פרויקטים, כגון רווחים או עודפים צפויים. עם זאת, אם תאגיד בוחר לספק נתונים כאלו, עליו לפרט את הנחות המפתח על פיהן ביסס את תחזיותיו.
- בנוגע לפרויקטים של התחדשות עירונית בהחתמה, אנו מוצאים לנכון להפנות להוראות סעיף 1ד לחוק פינוי בינוי³, אשר מתייחס למועדים המאפשרים לבעלי הדירות להחליט באסיפה כללית לבטל את העסקה בקרות מקרים מסוימים, כגון: כעבור שנתיים מהמועד שנחתם הסכם פינוי ובינוי ראשון והיזם לא התקשר עם לפחות 50% מבעלי הדירות; או כעבור ארבע שנים ממועד חתימת הדייר הראשון על העסקה והיזם לא התקשר עם לפחות 60% מבעלי הדירות ועוד. לאור האמור, תאגידים מתבקשים לפרט במסגרת הטבלה של הפרויקטים הללו האם קיימת חשיפה לביטול ההסכמים, זאת לאור הזכות שניתנה לבעלי הדיירים על פי חוק.

² עמדת סגל חשבונאית מספר 11-5: הצגת מרכיב מימון משמעותי בדוח על הרווח או הפסד.

³ חוק פינוי בינוי (עידוד מיזמי פינוי ובינוי), תשס"ו-2006.

ג. דגשים כלליים

- סביבת הריבית הגבוהה הובילה לשימוש הולך וגובר של יזמים במקורות מימון חוץ-בנקאיים לצורך השלמת הון עצמי. מגמה זו מדגישה את הצורך בגילוי ברור על הפרויקטים המהותיים מאוד באשר למבנה העסקה, תנאי המימון, רמת המינוף הכלכלי של היזם, וכן אמות המידה הפיננסיות הקובעות את יכולתו לעמוד בהתחייבויותיו.
- באשר לגילוי אודות אומדני ותחזיות הפרויקטים, על התאגידים להקפיד על גילוי נאות ועדכני למשקיעים אודות אומדני ההכנסות הצפויות, העלויות הצפויות, הרווחיות הצפויה והעודפים הצפויים למשיכה בדוח השנתי ועדכון על שינויים מהותיים באומדנים בדוחות העתיים. בהקשר זה נפנה ל"[שו"ת 105-36](#) שעוסקת באופן חישוב והצגת העודפים הצפויים למשיכה. יובהר, כי הצורך בפרסום הסבר זה עלה לאור השונות המשמעותית הקיימת בין הרווח הגולמי לרווח הכלכלי הכולל של הפרויקט. בהתאם לכך יש לתת מידע על ההתאמות בין הרווח הגולמי לבין הרווח הכלכלי, מידע על ההון העצמי שהושקע ויושקע בהמשך, על משיכות מהעודפים הצפויים אם בוצעו ועל הפירעון של הלוואות מזנין שהתקבלו לצורך מימון ההון העצמי כפי שהוזכר לעיל. בין היתר, התייחסות לסטייה מהותית בין חישוב הרווח הגולמי או העודפים הצפויים המוצגים בדוחות לעומת הנתונים המחושבים בדוח האפס/דוח המעקב המוצג לגוף המממן.
- בתקופה זו מתעצמת החשיבות לצירוף ניתוח רגישות לגבי החשיפה לעליית מדד תשומות הבנייה והשינויים במחירי המכירה וההשלכות לכך על תוצאות הפעילות של התאגיד.
- לגבי האתגרים הביטחוניים ובשים לב שעדיין קיים מחסור בכוח אדם זמין בחלק מהאתרים, תאגידים נדרשים להתייחס בדוחותיהם לסוגיית זמינות עובדי הבנייה בענף וכיצד האמור משפיע על פעילותם. יש לפרט האם וכיצד מצב זה גורם לעיכובים בביצוע הפרויקטים, לעלייה בעלויות כוח האדם ולפגיעה אפשרית בעמידה בלוחות הזמנים המתוכננים.

ד. ענף הנדל"ן המניב

- **מדד ה-FFO:** לאחרונה פרסם סגל הרשות [מסמך](#) לעניין חישוב מדד ה-FFO. מסמך זה מתאר את ההנחיות והעקרונות שנקבעו על ידי הסגל לחישוב והצגת מדד ה-FFO (Funds From Operations) על ידי תאגידים בענף הנדל"ן מניב. מטרת ההנחיות היא להבטיח אחידות, שקיפות והשוואתיות בין תאגידים, תוך התאמה לפרקטיקות בינלאומיות כמו EPRA ו-NAREIT והתחשבות במאפייני השוק הישראלי. ההנחיות כוללות כללים לחישוב FFO לפי גישת הרשות (FFO אחיד) לצד FFO לפי גישת ההנהלה (Adjusted FFO), ומדגישות את הצורך בגילוי מפורט של התאמות, שמירה על עקביות, והימנעות מהתאמות שאינן רלוונטיות. המסמך גם מפרט רשימת התאמות מותרות ואסורות, עקרונות לנטרול השפעות פעילות שאינה מניבה, והמלצות לגילויים משלימים כמו השקעות הוניות (CAPEX) ו-FFO למניה.
- **מדד עומס פדיון לשוכר:** מדובר במדד חיוני להערכת מצב הנכס ורמת הסיכון שלו. לא פעם התעוררה שאלה לגבי האופן שבו על התאגיד לחשב את הנתון כאמור. לעמדת הסגל, בחישוב של פדיון ממוצע למ"ר מן הראוי לכלול את כל הפדיון אשר דווח על ידי

השוכרים. לעניין השטח, יש לקחת בחשבון את השטח המושכר בפועל לשוכרים אשר לגביהם מתייחסים נתוני הפדיון. על חישוב שיעור דמי השכירות מפדיון השוכרים לכלול (במונה) את דמי השכירות (רכיבים קבועים ומשתנים), וכן דמי ניהול המשולמים על ידי השוכרים לגביהם קיימים נתוני פדיון (וזאת בכדי לספק תמונה מלאה על העומס הכלכלי המוטל על השוכר ולאפשר השוואתיות של המידע). פדיון השוכרים (במכנה) יחושב באופן עקבי לאופן חישובו בפדיון הממוצע למ"ר.

ב. דגשים לתאגידים המדווחים בדיווחים מיידיים

1. דיווח וולונטרי של תאגיד קטן פטור בנוגע לתוצאות רבעוניות

תאגיד קטן פטור, אשר בחר לפרסם דוחות כספיים על בסיס חצי שנתי, רשאי לפרסם מידע כספי רבעוני באופן וולונטרי, לרבות, אך לא רק, דיווח במתכונת של תמצית נתונים כספיים (Press Release), כל זאת, כמפורט בשו"ת מס' 9 [בעמדת סגל משפטית מס' 104-18](#). בהקשר זה, יודגש כי על התאגיד להקפיד שאין בדיווח כאמור כדי להטעות את ציבור המשקיעים - קרי, על המידע אשר יובא במסגרת הדיווח להציג למשקיעים תמונה ברורה ולא מוטה ביחס לביצועים התפעוליים ולמצב עסקי התאגיד ולספק הבנה של המגמות המרכזיות שאירעו בתקופת הדיווח, בין אם חיוביות ובין אם שליליות. כך למשל, תאגיד המבקש לפרסם, באופן וולונטרי, מידע על הכנסותיו הרבעוניות, לא יוכל להתייחס לנתון זה בלבד, ויהא עליו להתייחס גם לרווחיות הגולמית ו/או התפעולית שלו (או מדד רווח אחר המדווח על ידי התאגיד בדוחותיו הכספיים) ולמגמות בפרמטרים אלה, כדי שתינתן למשקיעים הבנה ברורה יותר על המגמות בביצועיו התפעוליים ובמצבו העסקי באופן שאינו מוטה ולא מטעה.

2. מצגות

בשנים האחרונות אנו עדים לעלייה בשימוש שעושים תאגידים במצגות למשקיעים, בעיקר במסגרת הליכי הנפקה לציבור וכן בסמוך לאחר פרסום דוחותיו העייתיים של התאגיד. המצגת מטבעה תמציתית ושיווקית וכוללת מידע על פעילות התאגיד (לרבות מידע כספי, מדדים תפעוליים, עמידה ביעדי ביצוע וכו') ומיועדת להנגיש את המידע לציבור המשקיעים בצורה ידידותית ונהירה. עמדת הסגל כפי שמשקפת 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 ר' [עמדת סגל 104-4](#) מחודש יוני 2024 שעניינה איסור פרסום מידע טרם הגשתו לרשות; [עמדת סגל 104-9](#) מחודש מרץ 2007 שעניינה פרסום מצגות לאנליסטים ומשקיעים; [עמדה 104-10](#) שעניינה פרסום מידע באופן העלול להוות הנעה בדרכי תרמית; [עמדת סגל 104-13](#) שעניינה פרסום מידע לציבור על ידי התאגיד, נושאי משרה שלו ובעלי שליטה בו, וכן שאלות ותשובות [103.17](#); [104.8](#); [104.9](#)). על מנת שהמידע המופיע במצגת לא ייחשב כמטעה או יוצר מצג חד צדדי על המידע להיות מוצג באופן מאוזן תוך התייחסות להיבטים החיוביים בפעילות התאגיד (הצלחות, חוזקות, יתרונות והזדמנויות) לצד היבטים שליליים שקיימים (סיכונים, חולשות, איומים וחשיפות אפשריות). בהקשר זה יצוין שתאגיד שפעילותו בתחום הנדל"ן להשקעה שכולל במצגת מידע על מדד ה-FFO לפי גישת ההנהלה נדרש לפרסם במסגרת המצגת גם את מדד ה-FFO לפי גישת הרשות,

וכן פירוט של ההתאמות שביצע בין ה-FFO לגישת הרשות לבין ה-FFO לגישת ההנהלה, בכדי שמידע זה יוצג באופן מאוזן (לעניין זה ר' [שו"ת 105.28א](#)). בנוסף, ככל שבמסגרת הצגת המידע נעשה שימוש במונחים המוצגים גם בדיווחי התאגיד יש לוודא שקיימת הלימה בין הנתונים והגדרתם במצגת לאלו המופיעים בדיווחי התאגיד.

במקרים שונים נתקלנו בשנה האחרונה במספר מצגות בהן המידע על פעילות התאגיד הוצג בצורה שאינה מאוזנת (בין אם בתוכנו ובין אם באופן הצגתו על ידי שימוש באמצעים גרפיים שונים) או שאופן הצגתו לא עלה בקנה אחד עם דיווחיו האחרים של התאגיד. במקרים אלו התאגידים נדרשו לפרסם מצגות מתוקנות ובמקרים אחרים, כאשר המצגת פורסמה במסגרת הליך הנפקה, נדרש התאגיד אף להמתין תקופת זמן מסוימת לצורך התיישנות המידע שהופיע בה. למעלה מן הצורך יודגש שבדומה למידע הכלול בדיווחי הרגילים של התאגיד, התאגיד אינו רשאי לכלול במצגת פסקת הסתייגות לפיה הוא אינו אחראי למידע מטעה במצגת או שלא ניתן להסתמך על המצגת לצורך קבלת השקעה, ואולם אין מניעה לכלול פסקה בדבר מידע צופה פני עתיד, במקרים הרלוונטיים ולפי העניין.

3. מסירת מידע שלא באמצעות המגנ"א

סגל הרשות נתקל במספר מקרים שבהם מידע דלף לתקשורת לפני שהוא קיבל ביטוי באמצעות דיווחי התאגידים במערכת המגנ"א. בחלק מהמקרים אף זהו תנודות חריגות במסחר בטרם המידע קיבל ביטוי בדיווחי התאגיד ובטרם התאגיד לקח אחריות על המידע.

מדובר בתופעה חוזרת ואנו רואים בה תופעה בעייתית ומצפים מהתאגידים למנוע אותה ככל האפשר. בהקשר זה גם פורסמה בעבר [עמדת סגל 104-13](#) המתייחסת לתופעה זו. בהקשר זה נתייחס לשני מצבי עולם שעשויים להתרחש במקרים אלו:

הראשון, שמדובר במידע שדלף לתקשורת שלא ביוזמת התאגיד. הסגל ער לכך שבחלק מהמקרים המידע מצוי לא רק בידי התאגיד, אלא גם בידי גורמים בעלי אינטרסים מנוגדים לתאגיד שיכולים בעצמם להדליפו. מצד שני לא ניתן לאפשר למסחר להתנהל על בסיס מידע מהותי שאינו מאומת ואין לגביו אחריות של התאגיד. על כן, במקרים אלו, על כל תאגיד שרואה שמתפרסם לגביו מידע משמעותי באמצעי התקשורת, לבחון את מהותיותו ונכונותו ואם נמצא שהמידע מהותי ונכון (באופן מלא או חלקי), עליו לפרסם דיווח אודותיו במערכת המגנ"א.

השני, שמדובר במידע שנמסר לתקשורת על ידי התאגיד או על ידי גורם מטעמו. בהקשר זה נדגיש בפני כל התאגידים והגורמים שמלווים אותם, כי אין לפרסם מידע מהותי בתקשורת בטרם מידע זה דווח על ידי התאגיד במערכת המגנ"א. הדרך לתקשר עם משקיעים היא ראשית כל באמצעות פרסום דיווחים עליהם התאגיד לוקח אחריות בהתאם להוראות הדין, כאשר במקביל תאגיד רשאי כמובן ליישם דרכי התקשורת נוספות (כדוגמת שיחות משקיעים, הודעות לתקשורת, מפגשי משקיעים וכו') ובלבד שבערוצים אלו לא נמסר מידע מהותי שלא קיבל ביטוי קודם לכן בדיווחי התאגיד.

ג. דגשים בנושאים משפטיים

1. שליטה וחברות ציבוריות ללא גרעין שליטה

קיומה של שליטה בתאגידים היא סוגיה הנבחנת על ידי סגל הרשות כדבר שבשגרה והיא בעלת השלכות מהותיות על כל תאגיד והתנהלותו. בימים אלו הסוגיה מקבלת משנה תוקף הן נוכח השינויים המתחוללים בשוק ביחס לשיעורי ההחזקה של בעלי המניות הגדולים ביותר בחברות ציבוריות והן נוכח הדיונים שמתקיימים בוועדת החוקה של הכנסת בהצעה לתיקון חוק החברות בהיבטים הקשורים לחברות ציבוריות ללא גרעין שליטה, בהם לוקח סגל הרשות חלק פעיל. החובה לקבוע קיומה של שליטה בתאגיד ולעגן כללי ממשל תאגידי המתאימים למאפייני התאגיד מוטלת בראש ובראשונה על התאגידים, כאשר בחינת קיומה של שליטה בתאגידים כמו גם הממשל התאגידי בחברות ציבוריות ללא גרעין שליטה ימשיכו לזכות לפיקוח מעמיק ושוטף על ידי סגל הרשות במהלך השנה הקרובה.

2. תפקידי נאמן למחזיקי אגרות חוב

בחודש ספטמבר 2024 פורסמה [עמדה משפטית מספר 108-5: תפקידי נאמן למחזיקים בתעודות התחייבות שהונפקו לציבור](#). העמדה משקפת את עמדת סגל הרשות בדבר אופן הפעולה הנדרש מנאמן לאגרות חוב לצורך עמידה בחובותיו בדין, בפרט בצמתי דרכים משמעותיים במהלך חיי אגרות החוב. בכוונת סגל הרשות לבחון את האופן בו עמדת הסגל מיושמת בפועל גם על ידי התאגידים המדווחים בכל הנוגע לשיתוף פעולה הנדרש מצידם עם הנאמנים לאגרות החוב בקשר עם הנושאים המקבילים ביטוי בעמדה כאמור.

ד. פעילות יחידת הביקורת במחלקת ביקורת ואכיפה

יחידת הביקורת במחלקת ביקורת ואכיפה משלימה את פעילותה של מחלקת תאגידים ועורכת ביקורות בתחום התאגידים המדווחים. במהלך שנת 2025, צפויה היחידה לערוך ביקורות בנושאים שונים ובהם – היוון עלויות בתאגידים הפועלים בתחום הנדל"ן המניב, יישום הוראות ISOX, הטיפול החשבונאי בעסקאות קומבינציה במקרקעין וחובת עדכון בהתאם לתקנה 2א37 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), התש"ל-1970. במקרים המתאימים בסיום הביקורת, מפרסמת היחידה, ביחד עם מחלקת תאגידים, את עיקרי הממצאים, מתוך מטרה לשפר את הגילוי ותהליכי העבודה של הגורמים המפוקחים.

* * *