



יוני 2026

רשות ניירות ערך

דוח הערכת השפעות אסדרה ראשוני (RIA)

טיוטת אסדרה לתיקון חובות הגילוי בדוחות עיתיים ומיידיים – להערות הציבור

נוסח להערות ציבור

הערות ותגובות תתקבלנה עד ליום ה-16 ביולי 2026

אנשי קשר: עדן פרג'ון, יובל בן אברהם ואור שטרנברג

טל': 02-6556456, דוא"ל: OrS@isa.gov.il, YuvalB@isa.gov.il, Edenf@isa.gov.il

להנחיות שדפרסמה הרשות בעניין קביעת אסדרה, לרבות בנוגע להערות

ציבור, [ראו כאן](#)

- א. רקע כללי 2
- ב. מידת הפירוט של הדוח (היקף ה-RIA) 3
- ג. ניתוח הבעיה והצורך בהתערבות רגולטורית 4
1. רקע נורמטיבי 4
2. זיהוי הבעיה וסיבותיה 5
3. תכליות ויעדים 7
- ד. בחינת חלופות והתייחסות למשפט משווה 8
1. עיתוי פרסום הדיווח המידי 8
2. מדדי ביצוע מרכזיים כחלק מדוח ההנהלה המוצע 11
3. הסדרי תיחום פעילות 14
4. מבחני הפרופורמה 17
5. פרסום ברבים ומודל "אין תגובה" 21
6. דוחות חברה כלולה המהווה את מרבית פעילות התאגיד המדווח 24
- ה. שיתוף הציבור 26
- ו. פטור מחובת עריכת RIA: תיקונים בהמשך להצעת חוק החברות (תיקון מס' 38) 27

מצורפים לדוח הערכת השפעות אסדרה ראשוני זה, המסמכים שלהלן:

- ☒ דוח הביניים של הוועדה לבחינת דרישות הגילוי בדוחות עיתיים ומיידיים, כנספח א' למסמך זה.
- ☒ הדוח הסופי של הוועדה לבחינת דרישות הגילוי בדוחות עיתיים ומיידיים, כנספח ב' למסמך זה.
- ☒ טיוטת נוסח האסדרה המוצעת, כנספח ג' למסמך זה.¹

¹ ההפניות בהערות השוליים בנספח זה הינן לפרקים בדוח הסופי של הוועדה המהווים את התשתית העיונית לשינויים המוצעים, ואז למסמך RIA זה.

א. רקע כללי

ביום 26 בפברואר 2025 מינה יו"ר רשות ניירות ערך את הוועדה לבחינת דרישות הגילוי בדוחות עיתיים ומיידיים (להלן: הוועדה), בראשות פרופ' אסף חמדני. בוועדה חברים בעלי מומחיות וידע מגופים מוסדיים, תאגידים מדווחים, האקדמיה, והרשות. הוועדה הוקמה כדי לבחון מחדש את הצורך בעדכון ושיפור איכות הדיווח לציבור באופן שיותאם לעת הזו, וזאת על רקע חלוף למעלה מ-20 שנה מאז הרפורמה המקיפה האחרונה בדרישות הגילוי, שהתבססה על המלצות ועדת ברנע (2001), וכן השינויים המהותיים שחלו בשוק ההון המקומי, לרבות גידול במספר התאגידים המדווחים, גיוון והרחבה של ציבור המשקיעים, וכן התפתחות טכנולוגית משמעותית, ובכלל זה השימוש בכלי בינה מלאכותית.

תפקידה של הוועדה היה לגבש הצעות לשיפור דרישות הגילוי החלות על התאגידים המדווחים לציבור המשקיעים בשוק ההון הישראלי. בתוך כך, הוועדה התבקשה 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 מיידים.

בדצמבר 2025 פרסמה הוועדה דוח ביניים להערות הציבור (המצורף **כנספח א'** למסמך זה), וביוני 2026 פורסם הדוח הסופי של הוועדה (המצורף **כנספח ב'** למסמך זה). במסגרת המלצות הוועדה, התבקשה הרשות לגבש הצעת אסדרה ליישום מסקנותיה. בהתאם, גיבש סגל הרשות טיוטה לתיקוני תקנות (המצורפת **כנספח ג'** למסמך זה), וזאת ביחס לתקנות הבאות: תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן: תקנות הדוחות), תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט-1969 (להלן: תקנות פרטי תשקיף), תקנות ניירות ערך (דוחות כספיים שנתיים), התש"ע-2010 (להלן: תקנות דוחות כספיים); תקנות ניירות ערך (מועדי הגשת הדעה של בעל ענין או נושא משרה בכירה), תשס"ג-2003; תקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), התש"ס-2000; ותקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התשס"א-2001.

בהתאם לחוק עקרונות האסדרה, התשפ"ב-2021, דוח ה-RIA שלהלן, ביחד עם תוצרי הוועדה המצורפים אליו אשר מהווים חלק בלתי נפרד ממנו, משמשים כתשתית עיונית לאסדרה המוצעת. בהינתן העבודה הרחבה שנעשתה במסגרת הוועדה, דוח ה-RIA מנתח מספר סוגיות נבחרות ומרכזיות שנדונו על-ידה, וכן את החלופות לתיקון המצב הקיים באופן המשקף את הליכי העבודה בוועדה בקשר לכלל התיקונים המוצעים. סוגיות אלה הינן: עיתוי פרסום הדיווח המידי, גילוי בדבר מדדי ביצוע ה-KPIs, פרסום ברבים ומודל "אין תגובה", וכן גילוי הסדרי תיחום פעילות של בעל השליטה ו/או ההנהלה במסגרת הדוחות העיתיים. לצד זאת, מסמך זה יסקור גם את התיקונים המוצעים למבחני דוחות הפרופורמה בהמשך להמלצת הוועדה לקיים הליך שיבחן באופן יסודי פיתוח מתווה מבחנים עדכני ורלבנטי יותר, וכן נושא שלא נבחן בוועדה בעניין הכללים החלים לגבי דוחות חברה כלולה המהווה את מרבית פעילות התאגיד המדווח.

בתקופה האחרונה מקודמת הצעת חוק החברות (תיקון מס' 38) (ממשל תאגידי בחברות ציבוריות שאין בהן בעל שליטה), התשפ"ג–2025,² שעניינה ממשל תאגידי בחברות ציבוריות אשר אין בהן בעל שליטה. נכון למועד כתיבת שורות אלה, ההצעה אושרה בוועדת החוקה, חוק ומשפט של הכנסת לקראת קריאה שניה ושלישית במליאת הכנסת. להצעה האמורה צפויה להיות השפעה רחבה על הסדרי הממשל התאגידי בחברות ללא שליטה. בהתאם לכך, וכחלק מההמלצות בדוח הוועדה, האסדרה המוצעת כוללת התאמות נוספות בתקנות מכוח חוק ניירות ערך, ובכלל זה בפרק הממשל התאגידי שמוצע לגבשו, וזאת כדי ליישר קו עם הוראות החוק המעודכנות לכשיחוקקו. ביחס לתיקונים אלה, מוצע כי יחול פטור מעריכת דוח RIA, כמפורט בפרק ו' למסמך זה.

ב. מידת הפירוט של הדוח (היקף ה-RIA)

התכליות העיקריות 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. כמו כן, 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 מושגות בעקיפין, בסופו של דבר, גם על ציבור המשקיעים בתאגידים המדווחים.

בהלימה להשלכות הישירות של האסדרה המוצעת על מבנה דרישות הגילוי השוטפות ותוכן, ובתוך כך על הגשמת מטרותיהן ותשומות הציות הכרוכות בהן כמפורט לעיל – הוועדה קיימה במשך כשנה וחצי עשרות דיונים, ביצעה סקירה בינלאומית מקיפה לצורך גיבוש מסקנותיה, קיימה אירועי שולחנות עגולים ושיחות עם מגוון רחב של גורמים בשוק, באקדמיה ובמגזר הציבורי, וכן פרסמה את תוצריה במסגרת דוח ביניים להערות הציבור, שלאחריו הוטמעו ההערות, ככל שהתקבלו, במסגרת הדוח הסופי.

בשים לב לכך שתוצרי הוועדה המצורפים למסמך ה-RIA מהווים תשתית עיונית מעמיקה ונרחבת ביחס לכלל התיקונים המוצעים, מסמך ה-RIA שלהלן הנו קצר וממוקד ובוחן מספר סוגיות נבחרות בלבד מתוך האסדרה המוצעת. סוגיות אלה הינן: עיתוי פרסום הדיווח המייד, גילוי בדבר מדדי ביצוע (KPIs), גילוי הסדרי תיחום פעילות של בעל השליטה ו/או ההנהלה במסגרת הדוחות העיתיים, וכן פרסום ברבים ומודל "אין תגובה". מטבע הדברים, דוח הוועדה והצעת התקנות כוללים טיפול בסוגיות רבות נוספות. לצד זאת, מסמך זה יסקור גם את התיקונים המוצעים למבחני דוחות הפרופורמה בהמשך להמלצת הוועדה לקיים הליך שיבחן באופן יסודי פיתוח מתווה מבחנים עדכני ורלבנטי יותר. כמו כן, אגב התיקונים המוצעים בהמשך לדוח הסופי, מוצע עדכון, אשר לא

² הצעת חוק החברות (תיקון מס' 38), התשפ"ג–2025.

נדון במסגרת הדיונים בוועדה, בעניין הכללים החלים לגבי דוחות חברה כלולה המהווה את מרבית פעילות התאגיד המדווח.

ג. ניתוח הבעיה והצורך בהתערבות רגולטורית

1. רקע נורמטיבי

היקף המידע וטיב הגילוי אשר נכללים על ידי התאגידים המדווחים במסגרת הדוחות העיתיים והמיידיים, מושפעים מדרישות הדיווח הקבועות בחקיקה, משטר האכיפה האזרחית, המנהלית והפלילית, והערות סגל הרשות לטיטוטות הדוחות ולדוחות השוטפים שמגישים התאגידים המדווחים. במישור החקיקה, משטר גילוי זה מוסדר בעיקרו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ובתקנות המשנה שהותקנו מכוחו, ובראשן: תקנות הדוחות, תקנות פרטי תשקיף ותקנות דוחות כספיים. תקנות אלו מסדירות את חובות הגילוי של תאגידים מדווחים לציבור המשקיעים, הן ביחס לדוחות העיתיים (תקופתיים ורבעוניים) והן ביחס לדיווחים המיידיים.

הדוח העיתי השנתי, הוא הדוח התקופתי, כולל ארבעה חלקים מרכזיים – פרק תיאור עסקי התאגיד, דוח הדירקטוריון, דוחות כספיים ופרק הפרטים הנוספים. בדוח התקופתי מובאים תיאור התאגיד והתפתחות עסקיו כפי שחלו בשנה האחרונה, בהתאם לפרטים ולעקרונות שבתוספת לתקנות פרטי תשקיף, בשינויים המחויבים. הדיווחים העיתיים האחרים הינם הדוחות הרבעוניים או הדוח החצי שנתי.³ דוחות אלה מוצגים באותה מתכונת גילוי אך באופן מקוצר תוך מיקוד בשינויים שחלו בתקופת הביניים ובתקופה המצטברת מתום שנת הדיווח האחרונה, וכוללים, בין היתר, שני פרקים מהותיים – דוחות כספיים ביניים ודוח הדירקטוריון לתקופת הביניים. משטר הדיווחים המיידיים משלים את התמונה בקשר לפעילות התאגיד בין הדוחות העיתיים. דיווחים מיידיים מוגשים בסד זמנים קצר מכוח תקנות ספציפיות המורות על הגשת דוח מיידי בדבר אירוע מוגדר, או לחילופין בהתאם לסעיף 36 המשמש כסעיף סל לעניין זה. המשותף לדיווחים אלה הוא שבבסיסם עניינים החורגים מעסקי התאגיד הרגילים או כאלה שעשויים להשפיע מהותית על התאגיד או על מחיר ניירות הערך שלו באופן המצדיק את עדכון המשקיעים בסמוך לקורות האירוע.

מסגרת הגילוי הנוכחית עוצבה בעיקרה בעקבות המלצות ועדת ברנע (2001), שיושמו באמצעות תיקוני חקיקה ראשית ומשנית, אשר באו לידי ביטוי החל מהדוח התקופתי לשנת 2004. יוער כי ועדת ברנע התמקדה בפרק תיאור עסקי התאגיד. אף שמאז יישום המלצות ועדת ברנע הרשות פעלה לשיפור דרישות הגילוי בהיבטים שונים (ראו עמ' 7-11 לדוח הביניים של הוועדה), בחלוף למעלה מ-20 שנים מהקמת הוועדה האמורה ולאור שינויים מהותיים הן בסביבה העסקית והן בתקנה החשבונאית הבינלאומית (IFRS), אשר לא קיבלו ביטוי מספק בדרישות הגילוי הקיימות, דומה כי נדרשת בחינה מחודשת של משטר הגילוי העיתי, לרבות מידת עמידתו בתכליות הגילוי השוטף.

לטובת בחינה זו, כונסה על-ידי הרשות הוועדה לבחינת דרישות הגילוי בדוחות עיתיים ומיידיים, אשר התבקשה לגבש המלצות לשיפור דרישות הגילוי. עוד יצוין כי האסדרה נכללת בתוכנית

³ הדרישה לפרסום דוחות רבעוניים או דוח חצי שנתי בלבד, תלוי בשווי השוק או היקף אגרות החוב שבמחזור של התאגיד המדווח ובשאלה האם אימץ את ההקלה שניתנה לתאגיד קטן פטור בהתאם לתקנה 55 לתקנות הדוחות.

האסדרה השנתית של הרשות לשנת 2026, וזאת מתוך מטרה לקדם את יישום המלצותיה של הוועדה בסמוך לסיום עבודתה.

2. זיהוי הבעיה וסיבותיה

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. בנוסף, הדוחות העיתיים כוללים מידע משלים לדיווח הכספי.

תכלית הדיווחים המידיים היא להביא לידיעת המשקיעים, בתקופה שבין הדיווחים העיתיים, מידע אודות אירועים והתפתחויות מהותיים. הדיווח המידי 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 מושכלות בהתאם.

בחינה של דרישות הגילוי המעוגנות בדין לצד פרקטיקות הדיווח המקובלות בשוק ההון המקומי, העלתה מספר בעיות רוחביות בהגשמת תכליות משטר הגילוי בניירות ערך בכלל, והתכליות במישור הדוחות העיתיים והדוחות המידיים בפרט. אלה הבעיות המאפיינות את הסוגיות הנבחרות המוצגות בדוח ה-RIA שלהלן:

1. מידע כמותי השוואתי ומצגות⁴: מנקודת המבט של המשקיעים, יש ביקוש לגילוי אודות מדדים כמותיים פיננסיים ותפעוליים המעידים על מצבו הפיננסי ותוצאותיו העסקיות של התאגיד (KPIs), וזאת בפירוט מגורי, 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 מידיים). 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. לדוגמה, תאגידים מדווחים מספקים לציבור מדדי KPI מקובלים אשר בוצעו בהם התאמות שונות, מבלי שציבור המשקיעים יידע על כך, ומכאן שמשמעת שוק אינה תחליף להוראות גילוי מנדטוריות והיא אינה יכולה להוות בסיס עיקרי של רגולציה. הפרקטיקה שתוארה לעיל, פוגעת ביכולת של המשקיעים להסיק מסקנות רלבנטיות מהמידע ולהשוות בין מדדי KPI של תאגידים מדווחים הפועלים באותו ענף, ובכך לגבש הערכה נאותה ושקיפות ביחס למצב הכלכלי של התאגיד.
2. דיווחים מידיים: דומה כי קיים עודף דיווחים מידיים על אודות אירועים לא מהותיים, בין אם הסיבה לכך היא עיתוי הפרסום הקצר המחייב פרסום מהיר של המידע, ובין אם

⁴ 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, בההרה למכתב מנהל מחלקת תאגידים לשנת 2025, בנוגע למידע אותו יכול תאגיד מדווח לכלול במסגרת מצגת המתפרסמת לציבור המשקיעים: [קישור](#).

בשל דרישות גילוי ספציפיות שאינן רלוונטיות עוד. בנוסף, כללי הדיווח בסוגיות מסוימות מקשים על ההתנהלות העסקית של תאגידים מדווחים, אף בהשוואה לדרישות החלות על חברות הרשומות למסחר מחוץ לישראל. דוגמה לעודף דיווחים מיידיים לצד קושי בהתנהלות התאגידים עקב דרישות גילוי אלה, היא עיתוי פרסום הדיווח המיידי שהינו קצר יחסית, מה שעלול להקשות על התאגיד לקבל ייעוץ מקצועי ולפגוע באיכות הדיווח המיידי, בהיקף המידע המובא במסגרתו ובבקרה על האמור בו. דוגמה נוספת הממחישה את הקושי בהתנהלות העסקית של תאגידים בהקשר זה, הינה הדרישה לפרסם דיווח מידי בדבר אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים אף אם קיימת זכות עיכוב דיווח בנדון, וזאת במקרה בו המידע דלף ופרסם ברבים. בעידן שבו מידע מופץ באופן כמעט מידי דרך אמצעי תקשורת, פלטפורמות דיגיטליות שונות ורשתות חברתיות, דרישה קשיחה זו עלולה להוביל תאגידים לפרסם מידע על אירועים בשלבי התהוות תוך חשש לפגיעה ביעילות השוק ובאינטרסים מסחריים לגיטימיים של התאגיד.

3. מידע מהותי וגילוי עודף: הדוחות העיתיים חסרים פרטי מידע מהותיים מסוימים הרלוונטיים לציבור המשקיעים. למשל, לא קיימת דרישת גילוי מנדטורית בדבר הסדרי תיחום הפעילות בין בעל השליטה ו/או ההנהלה לבין התאגיד (מעבר לביטוי במסגרת הגילוי בכריכת התשקיף בנושא עסקאות בעלי עניין, וכן בדוח התקופתי מכוח תקנה 22 לתקנות הדוחות), אף שקיומם מאפשר למשקיעים להבין את מהות ניגוד העניינים הפוטנציאלי בין התאגיד לגורמים אלה ואת הגידור שמשפיע באופן ישיר על יכולתו של התאגיד לפעול עסקית באופן חופשי וללא מגבלות. מנגד, הדוחות העיתיים כוללים לעתים פרטי מידע אשר ערכם לציבור המשקיעים נמוך יחסית (למשל, מידע שעל פי רוב הוא נחלת הכלל או מידע שאינו ייחודי עבור התאגיד המדווח), וכן כפילויות מסוימות. כמו כן, בקרב המשקיעים קיים רושם כי דוחות אלה לא תמיד כוללים ניתוח "איכותי" דיו של הדוחות הכספיים, כאשר נדרש ניתוח אנליטי ואיכותי נוסף מנקודת מבט ההנהלה של תוצאות הפעילות של התאגיד, כמו למשל בנושא המדדים הפיננסיים לעיל.

4. מבחני הפרופורמא: הדוחות הכספיים פרופורמא (להלן: דוחות פרופורמא) מהווים חלק מרכזי ממערכת הגילוי הפיננסית המוסדרת בתקנה 9א לתקנות הדוחות, הקובעת את החובה להציג לציבור המשקיעים במסגרת הדוחות התקופתיים מידע כספי המשקף את השפעתה של עסקה מהותית או של אירוע משמעותי, כאילו התרחשו במועד מוקדם יותר מהמועד שבו התרחשו בפועל. בכך, דוחות הפרופורמא 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. ואולם, תקנות הדוחות בנוגע לדוחות פרופורמא מתעדכנות בקצב איטי יחסית לעומת המורכבות והדינמיות של עסקאות בשוק ההון המודרני. בהתאם, מוצע לתקן היבטים מסוימים בקשר לגילוי דוחות אלה, ובכלל זה עדכון מבחני הפרופורמא אשר בהתקיימם נדרש גילוי כאמור משום שאינם משקפים עוד את המציאות הכלכלית והעסקית של תאגידים מדווחים כיום. המבחנים המסורתיים לקביעת מהותיות אירוע פרופורמא, המבוססים בעיקרם על מדדי נכסים ורווח, ממשיכים לשמש כלי מרכזי וחשוב לזיהוי עסקאות מהותיות והשפעתן האפשרית על הדוחות הכספיים של

התאגיד המדווח. עם זאת, על רקע התפתחות מבני הפעילות של תאגידים מדווחים והמודלים העסקיים בשוק ההון, מבחנים אלה אינם נותנים תמיד מענה מלא לכלל המצבים שבהם רכישה או השקעה עשויות להיות מהותיות מנקודת מבטם של המשקיעים. בפרט, ייתכנו מקרים שבהם היקף ההשקעה בעסק הנרכש משמעותי ביחס לתאגיד הרוכש, ומשקף החלטת השקעה מהותית או שינוי עסקי בעל חשיבות, אף אם העסקה אינה חוצה את ספי המהותיות לפי מבחני הנכסים או הרווח.

סוגיות נוספות שזוהו במשטר הגילוי השוטף, ושנדונו בהרחבה גם במסגרת דוח הוועדה, הינם מבנה הדוחות העתיים אשר מעודד חזרתיות בהצגת המידע ומקשה על קריאת הדוחות ומיקודם במידע מהותי ורלוונטי, וכן הצורך בפלטפורמת גילוי שתהיה קריאה ונגישה באמצעים טכנולוגיים, לרבות בינה מלאכותית, על מנת לאפשר ניתוח דוחות בקלות ובמהירות.

3. תכליות ויעדים

הצורך בהתערבות רגולטורית ותכליתה של האסדרה המוצעת, נובעים מהכשלים הרוחביים לעיל.

כך, כדי להשיב על הצורך של המשקיעים במידע כמותי השוואתי, לרבות ניתוח "איכותי" של הדוחות הכספיים, דומה כי נדרשת הרחבת חובת הגילוי באופן שזו תכלול, בין היתר, חובת גילוי ייעודית ומותאמת של **מדדי ביצוע תפעוליים וכספיים** לתחומי פעילות התאגיד, אשר לגישת ההנהלה יש בהם כדי לסייע למשמשי הדוח להבין את מצבו הפיננסי ותוצאות פעילותו בתקופת הדיווח, וזאת ככל שהם אכן מהווים מידע רלוונטי, השוואתי ומהותי.

בנוסף, כדי למנוע פרסום מידע עודף במסגרת הדוחות המיידיים וכן כדי להגביר את איכותו, נדרש גם **כיוול של עיתוי פרסום דוחות מיידיים**, כך שיתחשב באופן מדויק יותר באיזון הנדרש 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 ההחלטות של המשקיעים כמו גם באמון שלהם. פרמטר נוסף המשפיע על עיתוי הפרסום הוא האיזון בין הצורך בפרסום מהיר של מידע מהותי למשקיעים, לבין החשש מפגיעה של הפרסום באינטרסים מסחריים לגיטימיים של התאגיד. על העיתוי המוצע להביא בחשבון איזון ראוי בין תכליות אלה. עוד בהקשר לדיווחים מיידיים, דומה כי יש ליצור איזון מחודש בין האינטרס הלגיטימי של התאגיד המדווח המצדיק מלכתחילה את אי פרסום המידע כחלק מהזכות המוענקת לו **לעיכוב דיווח** במקרים המתאימים, לבין האינטרס בתקינות המסחר והגברת השקיפות והוודאות כלפי המשקיעים. איזון ראוי בהקשר זה, יקל על הקושי בהתנהלות העסקית של תאגידים כחלק ממשטר הדיווחים המיידיים, תוך שמירה על האינטרס של המשקיעים בקבלת מידע מהימן ומידי, ככל שהדבר אכן מהותי לשם קבלת החלטות השקעה בנסיבות העניין.

נוסף על כן, יש למקד את דרישות הגילוי במידע מהותי לציבור המשקיעים אשר רלוונטי עבור התאגיד המדווח. המיקוד במידע מהותי אמור לבוא לידי ביטוי גם בהנחיות הכלליות עבור כל פרק וגם בדרישות גילוי פרטניות, ככל שרלבנטי, ואף כאלה המוסיפות מידע ופרטים מהותיים הנדרשים בגילוי ושאינם מצויים באופן ישיר במסגרת הדרישות הקיימות, כגון **גילוי בדבר הסדרי תיחום פעילות** בין בעל השליטה ו/או ההנהלה לבין התאגיד, כפי שתואר לעיל.

עוד כחלק מהליך העדכון של משטר הגילוי השוטף ומיקודו במידע מהותי, רלוונטי ועדכני למציאות הכלכלית ולהתפתחויות בשוק ההון, נמצא כי יש לבצע **בחינה מחודשת של מבחני הפרופורמה**; עדכון המבחנים יבוצע בהלימה לתכליות שונות, כגון: הגברת הבהירות הרגולטורית לגבי המקרים בהם נדרש דיווח פרופורמה, וכן שיפור ניתוח המהותיות ומבחני הסף לגילוי פרופורמה והתאמתם לסוגי העסקאות ולמציאות הדינמית שבה פועלים תאגידים מדווחים כיום.

ד. בחינת חלופות והתייחסות למשפט משווה

בפרק זה יוצג תיאור החלופות שנבחנו ביחס לסוגיות הנבחרות מתוך האסדרה המוצעת. יצוין כי בגיבוש המלצותיה, התבססה הוועדה, בין היתר, על המשפט המשווה, ובפרט על המודל בארה"ב ובבריטניה, וזאת כנקודת ייחוס לתיקונים הנדרשים בדין הישראלי. התייחסות למשפט המשווה הרלוונטי בקשר לסוגיות הנבחרות במסמך RIA זה, מובא כחלק מבחינת החלופות שלהלן.

מועד תחילת התיקונים המוצעים: מוצע כי תחילתם של התיקונים המוצעים תהיה החל משנת הכספים העוקבת למועד פרסומם ברשומות (בתלות במועד הפרסום הסופי בפועל), וזאת כדי לאפשר לחברות המדווחות תקופת היערכות ההולמת את היקף התיקונים המוצעים.

מועד מוצע לביצוע בחינה תקופתית ביחס לאסדרה החדשה: מוצע כי בחינה ראשונה של התיקונים המוצעים לפי סעיף 36 לחוק עקרונות האסדרה, התשפ"ב–2021, תתבצע בתום 10 שנים מיום כניסתם לתוקף; מדובר בתקופה שתאפשר לסגל לבחון את עמידתם של התיקונים ביעדים שהוצבו לפי סעיף ג.3. למסמך זה, ובהתאם לעדכן את התקנות בכפוף לצורך ובהתבסס על הניסיון שנצבר.

1. עיתוי פרסום הדיווח המייד

תקנה 30(ב) לתקנות הדוחות קובעת את המועד שבו קמה חובה להגיש דיווח מייד 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 מייד, ובמהלך השנים, הייתה מגמה של קיצור פרק הזמן להגשת הדיווח המייד עד למצב שבשנת 2015, בוצע תיקון ראשון במסגרתו הורחב במעט פרק הזמן להגשת דיווח מייד.

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 המידי 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 המידי 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 המידי תוך זמן קצר יחסית ממועד קרות האירוע שהוא הדיווח.

על פי הדין הקיים **בארה"ב**, חברות מדווחות על אירוע המקים חובת דיווח מיידית באמצעות טופס k-8, אשר עניינו גילוי מידע המשוער להיות מהותי באופן מהיר ושוטף. טופס זה נדרש, ככלל, להיות מוגש ל-SEC **בתוך ארבעה ימי עסקים ממועד התרחשות האירוע** (למעט מספר חריגים שמרביתם דורשים דיווח במועד מוקדם יותר).⁵ כמו כן, החברות הציבוריות בארה"ב כפופות לחובות דיווח החלות מכוח כללי הבורסות השונות. ביחס לכללי בורסות ה-NYSE ו-Nasdaq, אלה מטילים חובות כלליות לפרסום מהיר, בהקדם האפשרי, של מידע מהותי שעשוי להשפיע על שווי ניירות הערך או על החלטות השקעה של משקיעים,⁶ לצד חובות מסוימות בדבר הודעה מוקדמת לבורסה בנסיבות מוגדרות. מבדיקת סגל הרשות עולה כי ביחס למנפיקים אמריקאיים מקומיים, נקודת המוצא לדיווח על אירועים מסוימים במסגרת Form 8-K היא, ככלל, עד ארבעה ימי עסקים ממועד התרחשות האירוע. לצד זאת, במקרים מסוימים עשויות לחול חובות גילוי מוקדמות או גמישות יותר, לרבות מכוח Reg FD⁷ במקרים של גילוי סלקטיבי, וכן מכוח החובות הכלליות המוזכרות לעיל מתוך כללי NYSE ו-Nasdaq. בפועל, ובהתאם לנסיבות האירוע ולשיקולי שוק, חברות עשויות לפרסם את המידע במועד מוקדם יותר מארבעת ימי העסקים.

על פי הדין הקיים **באירופה**, סעיף 17(1) של כללי ה-Market Abuse Regulation (להלן: "**MAR**")⁸ מחייב חברות ציבוריות לחשוף מידע פנים (Inside Information) **בהקדם האפשרי ('as soon as possible')**, באופן המאפשר גישה מהירה והערכה מלאה, נכונה ובזמן של המידע על ידי הציבור. במסגרת בדיקת סגל הרשות ביחס ליישום ההוראה **בבריטניה**, נמצא כי רשות ניירות הערך הבריטית (FCA) פרסמה בשנת 2022 הודעה לחברות, המבהירה כי הדרישה לפרסום "as soon as possible" אינה מחייבת בהכרח פרסום מידי, וכי ניתן פרק זמן קצר להכנת ההודעה, כדי להימנע מפרסום מידע חלקי או מטעה.⁹ לצד זאת, קיימות עילות לדחיית הגילוי הפומבי של מידע פנים בתנאים הקבועים בסעיף 17(4) לכללי ה-MAR/UK MAR.

⁵ Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934, filed pursuant to Rule 13a-11 or Rule 15d-11 and for reports of nonpublic information required to be disclosed by Regulation FD (17 CFR 243.100 and 243.101).

⁶ ר' 5250(b)(1) לכללי הנאסד"ק ו-202.05-202.06 Section ל-NYSE Listed Company Manual. ⁷ Regulation Fair Disclosure (Reg FD); כללים של רשות ניירות ערך בארה"ב (SEC) אשר מסדירים את אופן חשיפת המידע בחברות ציבוריות, ותכליתם מניעת חשיפה סלקטיבית.

⁸ תקנות אלה נחקקו בשנת 2016, והן נועדו להגן על משקיעים ע"י הגברת השקיפות בשווקים הפיננסים. ⁹ [FCA, Final Notice 2022, paragraph 17 in Annex B on page 43](#).

(א) חלופת האפס – המשך המצב הקיים :

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 המידי בגינו, אינו רב). מנגד, פרק הזמן המקסימלי הקבוע כיום קצר יחסית בהשוואה לשווקי הון מפותחים בעולם (בכפוף לכך שבחוו"ל קיימת גם הדרישה לדווח בהקדם האפשרי). יתר על כן, קביעת פרק זמן ארוך יותר, מהמועד בו אירוע נודע לתאגיד ועד לפרסום הדיווח המידי, תעניק לתאגידים המדווחים שהות להיערכות וניתוח השלכות האירועים, מה שצפוי לתרום להגברת הדיוק בתוכן הדיווח המידי 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 המידי הוא קצר מאוד, דבר אשר עלול להקשות על התאגיד לקבל ייעוץ מקצועי ולפגוע באיכות הדיווח המידי, בהיקף המידע המובא במסגרתו ובבקרה על האמור בו.

מלבד חובות הדיווח המתחייבות לאירועים ספציפיים וברורים, כמה 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.

(ב) חלופה ראשונה – הארכת פרק הזמן ל-48 שעות ממועד היוודע האירוע

במסגרת חלופה זו, דיווח מידי 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 המידי תספק לתאגיד המדווח פרק זמן נוסף לצורך עיבוד המידע ועדכון הגורמים הרלבנטיים בתאגיד והוא צפוי לאפשר לאותם גורמים להיערך ולגבש דיווח מידי מפורט ואיכותי יותר. מנגד, החשש למסחר המתבסס על שימוש במידע פנים גדל בצורה משמעותית.

כמו כן, הארכת פרק הזמן כאמור, צפויה גם להקל על תאגידים מדווחים הפועלים בחו"ל באופן שהיא תצמצם את הצורך בעבודה על הכנת דיווח מידי מחוץ לשעות העבודה המקובלות.

(ג) חלופה שנייה – הארכת פרק הזמן ל-24 שעות לאחר המועד היוודע האירוע ולא יאוחר

מפתיחת יום המסחר הבא

במסגרת חלופה זו, דיווח מידי 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 ייהנו מתקופה מינימאלית אחידה של 24 שעות שאמורה לאפשר להם לנתח את האירוע

לעומקו על כלל המשמעויות שלו כך שהדיווח יהיה מפורט ואמין, כאשר 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 ויצומצמו האירועים בהם תידרש השהיית מסחר יזומה. יצוין כי גם חלופה זו צפויה גם להקל תאגידים מדווחים הפועלים בחו"ל באופן שהיא תצמצם את הצורך בעבודה על הכנת דיווח מיידי מחוץ לשעות העבודה המקובלות.

לאחר בחינת החלופות, ובהתאם גם להמלצות הוועדה, סגל הרשות סבור כי הארכת פרק הזמן בו נדרש להגיש דיווח מיידי, בהתאם לחלופה השנייה, נותנת מענה מיטבי לליקויים שזוהו במצב הקיים. זאת, לאור השיקולים המתוארים לעיל ובמיוחד כדי 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 וכן כדי לצמצם את החשיפה למסחר במידע פנים. יודגש כי לפי חלופה זו, תקופת הדיווח המוצעת עושה צעד משמעותי לעבר זו המקובלת בשווקים מובילים אחרים, אך עדיין קצרה מהתקופה הארוכה המקסימלית בארה"ב. אולם, לגישת הרשות נדרשת תקופה קצרה מארבעה ימי עסקים כדי לאפשר הצגת המידע במהירות למשקיעים ולצמצם שימוש במידע פנים, וכך גם ניתן ביטוי לדרישה הקיימת בחו"ל להגיש את הדיווח בהקדם האפשרי.

2. מדדי ביצוע מרכזיים כחלק מדוח ההנהלה המוצע

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. מדדים אלה 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, המסדירה את תוכנו של דוח הדירקטוריון, 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 מס' 99-6 של רשות ניירות ערך, מתייחסת לחשיבות מדדים אלו ונותנת כללים מנחים להצגה וגילוי של מדדים תפעוליים או פיננסיים.

בחינת המשפט המשווה מעלה כי שוקי הון מובילים בעולם הכירו בחשיבות הגילוי בדבר מדדי ביצוע תפעוליים ופיננסיים, ועיגנו אותה במסגרות רגולטוריות מחייבות. משטר הדיווח בארה"ב בנוגע

לדוח ההנהלה (אותו מוצע להחליף בדוח הדירקטוריון במסגרת טיוטת האסדרה, וראו להלן) 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.¹⁰ גם משטר הדיווח בבריטניה קובע שדוח ההנהלה יכלול התייחסות למדדים תפעוליים ופיננסיים ככל שהם הכרחיים להבנת ההתפתחות, הביצועים או מצבם של עסקי התאגיד המדווח. הסדרים אלה מלמדים כי הנורמה הבינלאומית המקובלת מכירה בצורך לעגן חובת גילוי בדבר מדדים אלו, תוך מתן שיקול דעת להנהלה בדבר הרלבנטיות שלהם לפעילות התאגיד.

להשלמת התמונה, יודגש כי כחלק מטיוטת האסדרה, מוצע לבצע שינוי 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, וזאת בהתאם לתכליות האסדרה כמפורט בפרק ג.3. למסמך זה ודוח הוועדה הסופי. דוח זה ייקרא "דוח ההנהלה" בהלימה לכותרתו במשטרי גילוי אחרים בעולם ועם התכלית שלו כמשקף ניתוח עסקי אנליטי – בראי ההנהלה, וההתייחסות למדדי הביצוע תיכלל, מטבע הדברים, בפרק זה. בין היתר, מוצע כי דרישות הגילוי בדוח ההנהלה יהיו מבוססות עקרונות איכותיים ועל פי גישת ההנהלה, באופן המאפשר גמישות ביחס לגילוי התאגיד בהתאם לתחומי הפעילות, וזאת לצד חזקות בדבר נושאים מסוימים שעל התאגיד המדווח להתייחס אליהם במסגרת גילוי עקרוני.

(א) חלופת האפס – המשך המצב הקיים :

מחד, בתאגידים מדווחים מסוימים ניתן כבר היום גילוי בנושא, ללא חובה סטטוטורית ספציפית. מאידך, המצב הקיים מעלה קשיים ממשיים: הואיל ולא מדובר בחובת גילוי סטטוטורית, גילוי מסוג זה אינו ניתן ביחס לכלל התאגידים המדווחים, ובכך נפגמת יכולת ההשוואתיות. כמו כן, לא בכל התאגידים המדווחים ניתנת התייחסות מספקת למדדים תפעוליים ופיננסיים, ולעיתים 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 אפוא לפערי מידע משמעותיים ולפגיעה ביכולת המשתמשים להסתמך על המדדים לצורכי ניתוח והשוואה, ולפיכך נראה כי יש להרחיב את חובת הגילוי בעניין זה, חלף שימור המצב הקיים.

(ב) חלופה ראשונה – חובת גילוי הכוללת רשימת מדדים מפורטת :

קביעת 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 (לדוגמה, אם אינה משתמשת בהם לצורך ניתוח מצב התאגיד). חלופה זו

¹⁰ ראו Reg S-K Item 303 - <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-229/subpart-229.300/section-229.303>

מתבססת על התפיסה כי יצירת מאגר מדדים ענפי מוכח ומקובל, כפי שנהוג בשוקי הון מתקדמים, תורמת לסטנדרטיזציה של המידע, משפרת את יכולת ההשוואה בין תאגידים, ומאפשרת למשקיעים להעריך את פעילות התאגיד בהקשר הענפי הרחב. למעשה, ניתן לטעון כי היעדרם של מדדי ביצוע תפעוליים עיקריים מדוח ההנהלה עלול לפגום ביכולתם של משקיעים להבין את ביצועי התאגיד לעומק ולהשוותם לתאגידים רלבנטיים בשוק ההון.¹¹

ואולם, חסרונה של החלופה בחוסר הגמישות המאפיינת אותה – מדדים מסוימים יידרשו בפרסום, אף אם לגישת ההנהלה אין בהם כל תועלת למשתמשי הדוח להבנת מצבו הפיננסי של התאגיד ותוצאות הפעילות בתקופת הדיווח. בהתאם, דוח ההנהלה המוצע יתרחק מתכליתו להציג "תמונה ניהולית" של פעילות התאגיד המדווח. מצב זה עלול להתנגש עם התכלית של האסדרה המוצעת בדבר מיקוד דרישות הגילוי במידע מהותי ורלוונטי בלבד בראיית ההנהלה, ומניעת גילוי עודף בבחינת ציות אך לצורך עמידה פורמלית בדרישות הדין. כמו כן, חלופה זו מעוררת קושי בדבר התאמת המדדים הרלוונטיים לכל ענף בנפרד.

(ג) חלופה שנייה – חובת גילוי המנוסחת כעיקרון לצד חזקות לגילוי ספציפי:

חלופה זו מתבססת על התפיסה כי דוח ההנהלה אמור לשקף את גישת ההנהלה, אך גם לשלב את צורכי המשקיעים ושוק ההון. כפועל יוצא, מוצע לקבוע דרישת גילוי עקרונית המתווה את קווים מנחים לגילוי המדדים הרלוונטיים. 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, לשם תיאור מצבו הפיננסי של התאגיד ותוצאות פעילותו, קיימת חזקה כי מדד זה עומד בדרישות הגילוי לפי פרק זה ולכן ישנה חובה לכלול התייחסות למדד זה גם במסגרת דוח ההנהלה, תוך חובת פירוט ואופן חישוב המדד.

יתרון נוסף של חלופה זו היא יכולתה לסייע בהתמודדות עם היעדר השקיפות שלעיתים מאפיין את השימוש הנוכחי שבמדדים אלה במסגרת הדוחות או מחוצה להם. נמצא כי לא תמיד יש שקיפות לגבי המתודולוגיה המשמשת לחישוב המדדים, לרבות שינויים במתודולוגיה, והדבר מוביל לפגיעה ביכולת ההשוואתיות בין תאגידים שונים. בהתאם, מוצע כי ההתייחסות למדד תחייב הצגה מפורטת של המתודולוגיה העומדת ביסוד אותו מדד. חובה זו כוללת תיאור ברור של שיטת החישוב, הצגת ניתוח איכותי של הגורמים לשינוי במדד, והבהרת הרציונל הניהולי לשימוש בו.

עוד מוצע לאור הערות הציבור שהתקבלו לדוח הביניים של הוועדה, לאמץ גישה המבוססת על אבחנה בין שני סוגים מרכזיים של מדדים. הסוג הראשון כולל מדדים מקובלים ברמה הענפית, אשר מהווים כלי מרכזי להשוואה בין תאגידים מדווחים הפועלים באותו תחום פעילות. מדדים אלה נדרשים לצורך בחינת ביצועי התאגיד בהקשר הענפי, ועל כן, יש מקום להציגם במסגרת הגילוי הענפי הרלוונטי. הסדרת מדדים אלה, לרבות אופן חישובם והצגתם, תיעשה במסגרת מדריכי גילוי

¹¹ 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.

ענפי ייעודיים שתפרסם הרשות לעניין זה.¹² הסוג השני כולל מדדי ביצוע תפעוליים ופיננסיים אשר אינם נכללים במסגרת גילוי ענפי, אלא משמשים בפועל את הנהלת התאגיד המדווח לצורך ניהול הפעילות והערכת ביצועיה, ולעיתים אף מוצגים במסגרת תקשורת עם משקיעים, כגון: מצגות ודיווחים וולונטריים. למדדים חשיבות אלה משום שהם משקפים את גישת ההנהלה ואת האופן שבו היא מנתחת את פעילות התאגיד המדווח.

לאחר בחינת החלופות, סגל הרשות סבור כי יש לאמץ את החלופה השנייה, המשלבת בין התכלית הניהולית של דוח ההנהלה לבין צורכי המשקיעים ושוק ההון. הכללת מדדים תפעוליים ופיננסיים מסוג זה על דרך של קביעת עקרונות במסגרת דוח ההנהלה, נותנת מענה ראוי לפער הקיים כיום בין המידע המוצג בדיווחי התאגיד לבין המידע המוצג באמצעי תקשורת אחרים. חלופה זו נותנת ביטוי ראוי לגישת ההנהלה באופן המסייע למשתמשי הדוח להבין את מצבו הפיננסי של התאגיד ותוצאות הפעילות בתקופת הדיווח, וזאת חלף חובת דיווח נוקשה שעלולה להביא לגילוי מדדים שאינם רלוונטיים לניתוח האמור בבחינת ציות פורמלי לדין. כמו כן, חלופה זו נותנת שקיפות לגבי המדדים ומעודדת עקביות בדיווח, מפחיתה פערי מידע ומונעת מצב שבו מידע מהותי המוצג במצגות או בפרסומים וולונטריים, אינו מוסבר ומפורט דיו.

3. הסדרי תיחום פעילות

לאור העובדה כי 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. במקרים בהם בעל השליטה משמש גם כנושא משרה בתאגיד וכן בהתייחס לנושאי משרה אחרים בתאגיד, 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, תאגידי 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. יתרה מכך, בעמדת סגל משפטית מספר 20-101 בנושא גילוי בדבר הסדרי תיחום פעילות, עמדה הרשות על החשיבות

¹² ראו למשל, טיוטת מודריך גילוי ענפי לתשקיפים בנוגע לפעילות בתחום הנדל"ן היזמי שפרסמה הרשות במהלך אפריל 2026 להערות הציבור.

המהותית של גילוי הסדרים אלה וזאת, בין היתר, לאור חובות האמונים של נושאי המשרה בתאגיד.¹³

מנגד, דרישת גילוי בדבר עיסוקים אחרים של בעל השליטה או נושאי משרה בתאגיד, עלולה לפגוע באינטרסים מסחריים לגיטימיים של גורמים אלה בשמירת סודיות של מידע, ובכלל זה מידע פרטי. כמו כן, דרישה לגילוי כאמור עלולה לעורר קושי בזיהוי המקרים שבהם פעילות מסוימת נופלת תחת תחום קשור לזה של החברה, ובעקבות זאת להביא לגילוי של מידע עודף שאינו רלוונטי למשקיעים.

על פי הדין בארה"ב, במישור הגילוי לציבור, ה-SEC אינו מחייב את החברות לגלות לציבור על אודות פעילויות חיצוניות מתחרות של בעלי שליטה ו/או נושאי משרה, כמו החזקות בגוף מתחרה או השתתפות פעילה בתחרות לעסקי התאגיד. הגילוי מרוכז ברובו סביב כהונה וניהול בגופים אחרים (למשל, חברות בדיקטוריונים אחרים בחברות ציבוריות)¹⁴ ועסקאות עם צדדים קשורים.¹⁵ ואולם, סגל הרשות מצא כי גילוי בפועל על אודות פעילות מתחרה (מעין הסדרי תיחום פעילות) של בעל שליטה ו/או נושאי משרה בחברה, מקבלת ביטוי, ככל שהדבר רלוונטי, בפרק של גורמי סיכון במצבים בהם הגילוי על כך הוא רלוונטי. ממצא זה מחזק את התפיסה כי מדובר במידע מהותי ורלוונטי עבור ציבור המשקיעים.

על פי הדין בבריטניה, אין חובה רגולטורית ייעודית הדורשת מחברות ציבוריות לגלות קיומן של פעילויות מתחרות של בעלי שליטה או נושאי משרה. המסגרת מתמקדת בגילוי פיננסי מהותי, ובראשו דרישה מקיפה לגילוי עסקאות עם צדדים קשורים (RPTs) תחת ה-UK Listing Rules (UKLR) וה-UK Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook (DTR), אך לא בגילוי על עצם קיום "עסק מתחרה" שאינו מהווה עסקה. ניהודי עניינים מטופלים בעיקר דרך ממשל תאגידי פנימי, בהתאם ל-Companies Act 2006, ול-UK Corporate Governance Code החלה על חברות הרשומות תחת ה-premium listing בבורסה, ודורשת גילוי כיצד ישמו את עקרונותיו או להסביר מדוע לא צייתו לו (Comply or Explain). במסגרת זו, ישנן דרישות גילוי בנוגע להתחייבויות חיצוניות משמעותיות ותגמול מפעילויות אחרות.

(א) חלופת האפס – המשך המצב הקיים:

חלופה זו מציעה להותיר את הגילוי בדוחות העיתיים בנושא הסדרי תיחום פעילות בהתאם לאמור בעמדת הסגל המשפטית בנושא, ומתוך הנחה שכבר היום חלק מהחברות נוהגות לתת גילוי כאמור, והוא בא לידי ביטוי בכריכת התשקיף ובמסגרת הגילוי לגבי עסקאות עם בעל שליטה מכוח תקנה 22 לתקנות הדוחות. כמו כן, חלופה זו מסתמכת על ההרתעה הגלומה במנגנוני האכיפה המנהליים והפרטיים הקיימים כנגד בעלי שליטה או נושאי משרה מפני ניצול מעמדם בחברה שלא לטובתה.

¹³ עמדת סגל משפטית 101-20.
¹⁴ 17 CFR § 229.401 - (Item 401).
¹⁵ 17 CFR § 229.404 - (Item 404).

יתרונה של חלופה זו בעובדה כי עלויות הציות של התאגידים המדווחים שבהטמעת רגולציה חדשה ייחסכו, והכול כאשר כבר היום השוק מספק גילוי מסוים בנושא. בנוסף, חלופה זו מתכתבת עם המשפט המשווה שנבחן.

חסרונה של חלופה זו בכך שללא גילוי מנדטורי בדבר פעילויות אחרות עלולה שלא להיות שקיפות מלאה בנושא גם במסגרת הדיווחים השוטפים, באופן שיאפשר למשקיעים להבין את מהות ניגוד העניינים הפוטנציאלי בין התאגיד לבעל השליטה ואת הגידור שמשפיע באופן ישיר על יכולתו של התאגיד לפעול עסקית באופן חופשי, כך שאלה יוכלו לכלכל את צעדיהם בהתאם ולהעריך באופן שלם את כדאיות ההשקעה בחברה לאחר שזו הונפקה.

(ב) חלופה ראשונה – גילוי מנדטורי ביחס להסדרי תיחום פעילות של בעל השליטה או של נושאי משרה בכירה בתאגיד:

במסגרת חלופה זו יידרש גילוי ספציפי ביחס להסדרי תיחום פעילות קיימים בין בעל השליטה לבין התאגיד וכן הסכמים שכאלו הקיימים בין התאגיד לבין נושאי משרה בכירה בו. הגילוי יינתן מקום שקיימים הסכמי תיחום פעילות תוך פירוט ההסדרים שעוגנו בהסכם בין הצדדים ואופן אישור ההסכם. כך תיווצר דרישת גילוי נפרדת המאירה זרקור על הסדרי תיחום הפעילות, ובכך מספקת לציבור המשקיעים נגישות מלאה למידע המשפיע על כדאיות ההשקעה בחברה, גם לאחר הנפקתה. מאידך, חובת גילוי זו נותנת מידע רקע על הסדר תיחום פעילות, שעה שהוא קיים, כך שאם ישנו פוטנציאל ניגוד עניינים שאינו מטופל בדרך זו, לא יהיה מידע על כך.

(ג) חלופה שניה – גילוי מנדטורי כאמור בחלופה הראשונה לצד גילוי נוסף בדבר פעילויות רלוונטיות נוספות שאינן באות לידי ביטוי בהסדרי תיחום פעילות:

לצד הגילוי המנדטורי המפורט בחלופה הראשונה, מוצע לקבוע גילוי בדבר קיומן של פעילויות נוספות של בעל השליטה. לעניין נושאי משרה, מוצע לקבוע כי גילוי על פעילויות נוספות יינתן רק על מנכ"ל של תאגיד ללא שליטה, אשר יש להן זיקה לפעילות התאגיד, וזאת אף אם לא נקבע הסדר תיחום פעילות:

(1) לעניין בעלי שליטה¹⁶ ומנכ"ל התאגיד בתאגיד ללא בעל שליטה – תיקבע דרישה למתן **גילוי תמציתי** בדבר תחומי הפעילות של הגורמים האמורים, ככל שיש להם זיקה לפעילות התאגיד. ציון תמציתי של התחומים בהם גורמים אלו עוסקים יספק לבעלי המניות שקיפות נאותה ויאפשר להם להעריך בעצמם את הסיכון לפוטנציאל של ניגוד עניינים. עם זאת, יובהר כי חובת גילוי זו לא תחול מקום בו מדובר בתחומי פעילות אשר נעדרים כל זיקה לפעילותו של התאגיד; במקרים אלו, בהם ניכר בעליל כי אין בעיסוקים החיצוניים כדי להקים ולו חשש תיאורטי לניגוד עניינים רלוונטי, לא תידרש החברה למתן גילוי כאמור.

¹⁶ בין אם הוא מכהן כנושא משרה בתאגיד ובין אם לאו.

(2) נושאי משרה אחרים – באשר ליתר נושאי המשרה בתאגיד, מוצע כי לא תורחב חובת הגילוי מעבר לקיים. לגביהם, דרישת הגילוי תיוותר ללא שינוי ותמשיך להתבצע בהתאם להוראות תקנה 29א לתקנות הדוחות, ככל שאלו רלוונטיות.

מאידך, יש בחלופה זו כדי להשית נטל רגולטורי משמעותי על החברה למפות את כלל העיסוקים של הגורמים הללו, ואף לחשוף אותם במקרים הרלוונטיים. מצב זה עלול להביא לגילוי ייעודי של עיסוקים, אשר לגישת החברה, אינם יוצרים תחרות או ניגוד עניינים פוטנציאלי המצריך הסדר תיחום פעילות, ואף לפגוע באינטרסים מסחריים לגיטימיים של גורמים אלה בשמירת סודיות המידע. לפיכך, גילוי כאמור עלול להתנגש עם התכלית בדבר במיקוד הגילוי במידע מהותי וצמצום גילוי עודף שאינו רלוונטי למשקיעים.

בוועדה היו דעות שונות בנושא ולכן לא ניתנה המלצה בעניין גיבוש דרישה לגילוי בדבר פעילויות רלוונטיות נוספות שאינן באות לידי ביטוי בהסדרי תיחום הפעילות שפורסמו, כאמור בחלופה השנייה למסמך זה. **לאחר בחינת החלופות, סגל הרשות סבור כי יש לאמץ את החלופה הראשונה**; לעמדת סגל הרשות, חלופה זו מאזנת באופן מיטבי בין השקיפות הנדרשת למשקיעים ביחס לעסקים אחרים של הגורמים המרכזיים בתאגיד ככל שאלה רלבנטיים לפעילותו, בין היתר, על מנת להעריך ולהתמודד עם ניגודי עניינים פוטנציאליים, לבין עלות הציות והנטל הרגולטורי המוטל על התאגיד והשמירה על אינטרסים מסחריים לגיטימיים של גורמים אלה.

4. מבחני הפרופורמה

בהתאם לתקנות הדוחות, תאגיד מדווח נדרש לפרסם דוחות פרופורמה מקום שבו בוצע "צירוף עסקים מהותיים", לפי תקנה 1. קביעת המהותיות לצורך זה נעשית כיום באמצעות שני מבחנים כמותיים הקבועים בהגדרה זו: מבחן הנכסים ומבחן הרווח, המשמשים לצורך חזקה להתקיימות "צירוף עסקים מהותיים" (להלן: מבחני המהותיות).

כאשר אחד מהמבחנים חוצה את רף המהותיות הקבוע בתקנות (שיעור של 30% לגבי שני המבחנים הללו) ולא נסתרה החזקה להתקיימות "צירוף עסקים מהותיים", נדרש התאגיד להציג מידע כספי פרופורמה המדגים כיצד הייתה נראית הפעילות של התאגיד אילו צירוף העסקים היה מתבצע בתחילת התקופה המדווחת. באופן כזה מתאפשר למשקיעים לבחון את תוצאות הפעילות הנרכשת בטרם רכישתה ולהעריך את השפעתה על פעילותו ודוחותיו הכספיים של התאגיד.

על פי הדין **בארה"ב**, אחד המבחנים החלופיים לפרסום דוח פרופורמה הוא מבחן ההשקעה (Investment Test), הבוחן את היקף ההשקעה בעסק הנרכש ביחס לשווי התאגיד הרוכש (מעל 20%), ובכך מסייע לזהות מקרים בהם העסקה מהותית לתאגיד, אף אם אינה חוצה את הספים שנקבעו במבחני המהותיות האחרים. מבחן זה מעוגן ברגולציה של ה-SEC בכללי Regulation S-X בנושא גילוי על עסקים נרכשים, אשר מבוסס בין היתר על שווי השוק של התאגיד לצורך מדידת מהותיות העסקה. גישה זו מבטאת מעבר ממדידה המבוססת אך ורק על נתונים חשבונאיים

למידה המשקפת טוב יותר את ערכו הכלכלי של התאגיד הנרכש ביחס לערכו הכלכלי של התאגיד הרוכש בשוק ההון.¹⁷

על פי הדין בקנדה,¹⁸ רכישה תיחשב מהותית רק אם היא עומדת בלפחות שניים מתוך שלושת מבחני המהותיות (נכסים, השקעה ורווח), וזאת כתנאי להטלת חובות גילוי מורחבות, ובכללם מידע כספי פרופורמא. גישה זו משקפת תפיסה שלפיה אין די בעמידה במבחן בודד כדי להצדיק החלת דרישות גילוי משמעותיות, אלא נדרשים כמה תנאים כדי להצביע על מהותיות העסקה.

(א) חלופת האפס – המשך המצב הקיים :

בחינת מאפייני המבחינים הקיימים, אשר גובשו לפני שנים רבות בהתאם למבנה שוק ההון דאז ולמתודולוגיות חשבונאיות שהיו מקובלות באותה עת, מעלה כי אותם מבחינים, אשר שימשו לאורך זמן ככלי מרכזי להגדרת מהותיות של אירועי פרופורמא, אינם משקפים באופן בלעדי את המציאות הכלכלית והעסקית של תאגידים מדווחים כיום. המבחינים המסורתיים לקביעת מהותיות אירוע פרופורמא, המבוססים בעיקרם על מדדי נכסים ורווח, ממשיכים לשמש כלי מרכזי וחשוב לזיהוי עסקאות מהותיות והשפעתן האפשרית על הדוחות הכספיים של התאגיד המדווח.

עם זאת, על רקע התפתחות מבני הפעילות של תאגידים מדווחים והמודלים העסקיים בשוק ההון, מבחינים אלה אינם נותנים תמיד מענה מלא לכלל המצבים שבהם רכישה או השקעה עשויות להיות מהותיות מנקודת מבטם של המשקיעים. בפרט, ייתכנו מקרים שבהם היקף ההשקעה בעסק הנרכש משמעותי ביחס לתאגיד הרוכש, ומשקף החלטת השקעה מהותית או שינוי עסקי בעל חשיבות, אף אם העסקה אינה חוצה את ספי המהותיות לפי מבחני הנכסים או הרווח.

(ב) חלופה ראשונה – הצעה לתיקון מבחן הרווח ומבחן הנכסים והוספת מבחן השקעה בשיעור של 30% :

מוצע להוסיף לתקנות מבחן מהותיות נוסף, בדומה להסדר הקבוע בדין האמריקאי, המבוסס על מבחן ההשקעה (Investment Test). מבחן זה יבחן את היקף ההשקעה בעסק הנרכש ביחס לשווי התאגיד הרוכש, ובכך יסייע לזהות מקרים בהם העסקה מהותית לתאגיד אף אם אינה חוצה את הספים שנקבעו במבחני המהותיות הקיימים. מוצע כי מבחן ההשקעה כאמור יהיה 30% ומעלה משווי התאגיד. חלופה זו עולה בקנה אחד עם השיעורים הקבועים גם ביתר מבחני המהותיות.

נוסף על השימוש במבחן ההשקעה לצורך קביעת מהותיות העסקה, מוצע לקבוע כי מבחן זה ישמש גם כמבחן לקולא. בהתאם להצעה, מקום שבו סכום ההשקעה בעסק הנרכש נמוך משיעור של 10% משווי השוק הכולל של התאגיד הרוכש, לא תחול חובה לצרף דוחות פרופורמא, אף אם מתקיימים מבחני המהותיות החשבונאיים הקבועים כיום בתקנות, וזאת בהשראת הדין הקנדי במובן של התקיימות שני תנאים מצטברים.

הוראה זו נועדה למנוע מצבים בהם תאגיד נדרש להכין ולפרסם דוחות פרופורמא בגלל מעבר של מבחני מהותיות "טכניים" במהותם, גם אם העסקה אינה מהותית כלכלית ביחס להיקף פעילותו

¹⁷ לעניין זה ר' מתוך מדריך של ה-SEC "Financial Reporting Manual" ("המדריך"), ס' 2920.4-2920.7. ר' נספח להגדרות של "Significant subsidiary" מתוך S-X Regulation. ¹⁸ 51-102 Continuous Disclosure Obligations, סעיף 3.1(1).

הכולל. בכך מבקשת ההצעה להגביר את הוודאות בשוק, לצד מידתיות דרישות הגילוי ובכך גם להפחית עלויות רגולטוריות שאינן מוסיפות מידע באופן משמעותי לציבור המשקיעים.

בנוסף מוצע **לתקן את מבחן הרווח ומבחן הנכסים** כדי להגביר את הוודאות באשר לתחולת דרישות הגילוי ולמנוע עיוות של תוצאות המבחנים כתוצאה ממבנה העסקה ואופן הקצאת התמורה בניגוד להיקף הפעילות העסקית; לפי התקנות הקיימות, לצורך יישום מבחן הרווח ומבחן הנכסים, נדרש להביא בחשבון גם התאמות חשבונאיות הנובעות מהקצאת עלות הרכישה, ובכלל זה הפחתות עודפי עלות בגין נכסים והתחייבויות של התאגיד הנרכש אשר הוערכו מחדש במסגרת העסקה, וכן נכסים בלתי מוחשיים נוספים שהוכרו כתוצאה מצירוף העסקים. הוראות אלו יוצרות קושי בהערכת מהותיות העסקה ביחס לתאגיד הרוכש. עודפי העלות והקצאתם לנכסים השונים במסגרת הקצאת עלות הרכישה משקפים את אופן המדידה החשבונאית של העסקה לאחר השלמתה, בהתאם לכללי החשבונאות, ואת ייחוס התמורה ששולמה לנכסים ולהתחייבויות שזוהו. עם זאת, רכיבים אלה אינם נדרשים לצורך בחינת היקף פעילותו הכלכלית של העסק הנרכש טרם הרכישה, שהיא התכלית העיקרית של מבחני המהותיות לעניין פרסום דוחות פרופורמה. לפיכך, לצורך יצירת מבחן פשוט, אחיד וישים, מוצע לנטרל במסגרת החישוב את השפעת עודפי העלות וההתאמות הנובעות מהקצאת עלות הרכישה, כך שתוצאת המבחנים תתבסס על נתוני הפעילות של העסק הנרכש עצמו, ולא על התאמות חשבונאיות הנגזרות ממדידת העסקה לאחר הרכישה. כמו כן, קביעת התאמות עודפי העלות מחייבת השלמה של תהליך הקצאת עלות הרכישה (PPA), אשר מבוצע בדרך כלל רק לאחר השלמת העסקה ולעיתים אף לאחר חלוף תקופה מסוימת ממועד הרכישה. לפיכך, במקרים רבים לא ניתן לקבוע בשלב מוקדם אם העסקה חוצה את מבחני המהותיות ומחייבת צירוף מידע כספי פרופורמה, אלא רק לאחר השלמת עבודת ה-PPA. מצב זה מקשה על תאגידים להעריך מראש את חובות הגילוי החלות עליהם ויוצר אי-ודאות באשר להיקף הדיווח הנדרש.

לנוכח האמור, מוצע לעדכן את מבחני המהותיות כך שיתבססו על הנתונים ההיסטוריים של התאגיד הנרכש כפי שהם משתקפים בדוחותיו הכספיים המאוחדים טרם הרכישה, ללא ביצוע התאמות הנובעות מהקצאת עלות הרכישה. בהתאם לכך, מבחן הרווח יתבסס על רווחיו ההיסטוריים של התאגיד הנרכש, ומבחן הנכסים יתבסס על סך נכסיו ההיסטוריים של התאגיד הנרכש, כפי שהוצגו בדוחותיו הכספיים טרם העסקה. תיקון זה צפוי להביא לכך שמבחני המהותיות ישקפו בצורה ישירה יותר את היקף פעילותו של העסק הנרכש ביחס לפעילות התאגיד הרוכש, וכן להגביר את הוודאות באשר לתחולת דרישות הגילוי. תיקון זה גם עולה בקנה אחד עם הדין האמריקאי, במסגרתו מבחני המהותיות בצירופי עסקים מבוססים על נתונים היסטוריים של העסק הנרכש ואינם כוללים התאמות הנובעות מהקצאת עלות הרכישה.¹⁹

על אף התיקון המוצע לעיל להוספת מבחן ההשקעה וכן קביעת "מבחן השקעה לקולא", מוצע להבהיר כי **מבחן ההשקעה לא יחול לעניין קביעת מהותיות של "מכירה"**, כהגדרתה בתקנות, וכי קביעה זו תמשיך להתבסס על מבחני הנכסים והרווח בלבד, בשינויים המחויבים.

¹⁹ ר' במדריך ס' 2920.12-2920.11-2920.8.

בהתאם לתקנות, אירוע פרופורמה עשוי להתקיים גם במקרה של מכירה, ובכלל זה מכירה של פעילות עסקית על ידי התאגיד המדווח, מקום שבו אירוע המכירה הוא מהותי. לצורך כך, התקנות מפנות למבחני המהותיות החלים ביחס לצירוף עסקים מהותי, מבחני הנכסים והרווח, בשינויים המחויבים.

תכליתם של מבחני המהותיות בהקשר של צירופי עסקים, נועדו בעיקרם לבחון את השפעתה הצפויה של רכישה על מצבו הפיננסי של התאגיד הרוכש, ובפרט על מבנה המאזן ותוצאות הפעילות שלו, וזאת לצורך קביעה אם נדרש להציג מידע כספי פרופורמה המציג את השפעת העסקה כאילו התרחשה במועד מוקדם יותר. במסגרת זו, מבחן ההשקעה מהווה אינדיקציה רלוונטית להיקף ההשקעה הכלכלית של התאגיד בעסק הנרכש ולמידת השפעתה הפוטנציאלית על מבנה הנכסים וההתחייבויות של התאגיד. לעומת זאת, באירוע מכירה נקודת המוצא היא שונה. אירועים אלה משקפים גריעה של נכסים או פעילות מהתאגיד, והבחינה הנדרשת מתמקדת בהיקף הפעילות הנגרעת ובמשמעותה ביחס לפעילותו הכוללת של התאגיד, כפי שהיא משתקפת בעיקר במבחני הנכסים והרווח ומטרתה העיקרית היא להקל על ניתוח ביצועי החברה תוך נטרול השפעת החלק שנמכר. בהקשר זה, מבחן ההשקעה אשר מבוסס על היקף התמורה שהועברה בעסקה אינו משקף בהכרח את מידת ההשפעה על מבנה המאזן ותוצאות הפעילות של הפעילות הנמכרת, ובפרט כאשר התמורה אינה משקפת את היקף הפעילות שנגרעה (למשל, במקרים של נטישה, חלוקה לבעלי מניות ומכירה ללא תמורה).

(ג) חלופה שניה – הצעה לתיקון מבחן הרווח ומבחן הנכסים והוספת מבחן השקעה בשיעור של 20%:

לצד יתר הרכיבים לפי החלופה הראשונה, מוצע כי השיעור הקבוע עבור מבחן ההשקעה יהיה 20% בלבד, בהתאמה למבחן האמריקאי; חלופה זו צפויה להרחיב את מנעד המקרים שבהם תאגידים ייאלצו לפרסם דוח פרופורמה, ובכך תגביר את השקיפות כלפי המשקיעים ביחס להשפעתם של אירועים פיננסיים משמעותיים נוספים. מאידך, הורדת השיעור הקבוע במבחן ההשקעה, עלול לפתור חלקית בלבד את הבעיה של תחולה עודפת בעניין גילוי פרופורמה בדבר אירועים שאינם משמעותיים מספיק באופן המצדיק השקעת המשאבים בפרסום כאמור, וכן אינה תואמת את השיעורים הקבועים ביתר מבחני המהותיות היום.

כאמור, נושא זה לא נדון בוועדה, אלא סגל הרשות התבקש לעסוק בו בנפרד מעבודתה. לאחר בחינת החלופות, סגל הרשות סבור כי יש לאמץ את החלופה הראשונה; הליך שכזה צפוי לתרום תרומה משמעותית להגברת בהירות הדיווח, לייעול דרישות הגילוי, לשיפור ניתוח המהותיות ולהתאמת התקנות הרלבנטיות למציאות העסקית הדינמית שבה פועלים תאגידים מדווחים כיום. כמו כן, חלופה זו צפויה לתת מענה לבעיה המרכזית שמאפיינת את המבחינים בנוסחם כיום – התקיימותם של מקרים שבהם תאגיד נדרש להכין ולפרסם דוחות פרופורמה בגלל מעבר של מבחני המהותיות ה"טכניים" במהותם, גם אם העסקה אינה מהותית ביחס להיקף פעילותו הכולל, ולהיפך. כמו כן, מבחן האחוזים שנבחר (30%) משקף באופן מהימן כי מדובר באירוע מהותי דיו ביחס להיקף התאגיד, המצדיק, מבחינת התועלת לציבור המשקיעים, את משאבי הציות הכרוכים בגילוי דוח פרופורמה.

5. פרסום ברבים ומודל "אין תגובה"

תקנה 36(א) לתקנות הדוחות קובעת חובת דיווח מיידית 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.

לצד חובת הדיווח כאמור, קבע המחוקק הסדר המאפשר לתאגידים זכות לעכב את הגשת הדיווח. ככלל, תאגיד רשאי לעכב הגשת דוח מיידית 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.²⁰ עם זאת, זכות עיכוב הדיווח מבוטלת בהתקיים אחד משני התנאים הבאים²¹:

(א). פרטי המשא ומתן פורסמו ברבים ;

(ב). התאגיד נמצא בתקופה הרגישה.²²

על פי הדין בארה"ב, 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. 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.

הדין בבריטניה אינו מאמץ מודל אמריקאי רחב של "no comment" לשמועות כשלעצמן, אלא בוחן את הסוגיה דרך משטר מידע הפנים. על פי דין זה, תאגיד חייב לדווח על מידע פנים (Inside Information), לרבות מידע בדבר עסקה מתגבשת, ככל שזו התהוותה לכדי מידע פנים, "בהקדם האפשרי" לפי סעיף 17(1) ל-UK MAR. לפי סעיף 17(4) ל-UK MAR, תאגיד רשאי לעכב דיווח בהתקיים שלושה תנאים מצטברים: פרסום מיידית צפוי לפגוע באינטרסים לגיטימיים של התאגיד; עיכוב הדיווח אינו צפוי להטעות את הציבור; וביכולתו של התאגיד להבטיח את סודיות המידע. הזכות מופעלת על אחריות התאגיד בלבד, ללא אישור מוקדם מה-FCA. ואולם, כאשר מידע פנים שפרסומו עוכב מודלף לציבור, דרך אמצעי תקשורת למשל, נדרש התאגיד לפרסם דיווח מיידית בהלימה להיקף המידע שנחשף.

²⁰ לפי נוסחה הנוכחית של תקנה 36(ב1)(2), 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 לגרום תוצאות כאמור. ואולם, המלצת הוועדה היא כי, ככלל, החובה לפרסום דיווח מיידית בהקשרים אלה תקום החל משלב החתימה על ההסכם מחייב. ²¹ תקנה 36(ב) לתקנות. ואולם, יובהר, כי אין להסיק מדחיית מועד הדיווח כי המידע בשלב המשא ומתן אינו מהותי, והדחייה נובעת ממספר שיקולים אחרים כפי שפורטו בדוח הוועדה. מכאן, שהמידע המצוי ברשות התאגיד המדווח בשלב המשא ומתן עשוי לעלות כדי מידע מהותי, בהתאם למבחנים המקובלים כיום, ולפיכך להוות מידע פנים. ²² תקנה 36(ב1)(1) לתקנות: 3 ימים לפני המועד האחרון להמרת ניירות ערך המיירים של התאגיד, וכן במקרה שבו פורסם מסמך סופי של הצעה לציבור, הצעת רכש או כל הליך אחר הדומה להם במהותו ("להלן: **"התקופה הרגישה"**).

לשם השלמת התמונה, יודגש כי כחלק מטיוטת האסדרה, מוצע לדחות את מועד הדיווח המיידית על אודות התקשרות מהותית לשלב החתימה על הסכם מחייב, כך שלא יידרש דיווח מיידית בשלב המשא ומתן או ההסכם המוקדם. לצד זאת, מוצע כי תישמר זכותו של תאגיד לעכב דיווח מיידית בהתאם לתקנה 36, בכפוף לתנאים מסוימים. לאור זאת, מתעוררת השאלה באילו נסיבות פרסום מידע ברבים לגבי האירוע נשוא הדיווח מצדיק דיווח מיידית, חרף קיומה של זכות עיכוב כאמור או לחילופין טרם שלב החתימה על הסכם מחייב.

(א) חלופת האפס:

התקנות בנוסחן הנוכחי מחייבות דיווח מיידית בעת פרסום מידע ברבים, אף אם לתאגיד זכות לעיכוב הדיווח. 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, ובעקבות זאת תיפגע תקינות המסחר. חשש נוסף הוא כי ללא חובה להגיב לפרסום ברבים ייפגע תמריץ התאגידים לשמור על המידע חשאי, ותיפגע גם חשיבותו של ערוץ הדיווחים במגנא כמסגרת שנקבעה לפי דין למסירת מידע שוויוני ומחייב מטעם החברה.

מנגד, כיום אנו מצויים בעידן בו מידע רב מתפרסם בתקשורת וברשתות החברתיות, ולעיתים מדובר במידע שאינו מהותי או שאינו מדויק. מצב זה עלול להוביל לכך שתאגידים יידרשו לפרסם דיווחים מידיים 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.

להלן חלופות אפשריות לטיפול בנושא:

(ב) חלופה ראשונה – מודל "אין תגובה" לצד חריג בדבר השפעה מהותית בפועל על מחיר

ניירות הערך של התאגיד:

מוצע לקבוע מודל "אין תגובה" בנסיבות שבהן פרסום מידע ברבים לגבי אירוע מהותי המעוכב דיווח. לצד זאת, מוצע לקבוע חריג לפיו תאגידים ידרשו לפרסם דוח מיידית אם המידע דלף והשפיע משמעותית על מחיר ניירות הערך.

כפי שפורט גם לגבי הדין בארה"ב, האפשרות להימנעות עקבית מתגובה לשמועות בעיתונות או להתפתחויות ועסקאות עתידיות שטרם דווחו לציבור על ידי התאגיד, מסייעת למנוע גילויי בררני או מוקדם של מידע מהותי, כך שבמקום פרסום אישור או הכחשה כאשר פרסום 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 מונע פרסום הצהרות שעלולות להתברר בדיעבד כבלתי מדויקות. כמו כן, יש במודל זה כדי לסייע לשמור על אינטרס מסחרי לגיטימי של

תאגידים שלא לחשוף מידע נוסף בנסיבות שבהן החשאיות היא תנאי חיוני להשלמת העסקה, והתאגיד כלל לא התכוון לפרסם מידע על העסקה בשלביה המוקדמים, אלא אם כן הפרסום נחזה להיות משמעותי עבור המשקיעים.

יתר על כן, החרג בדבר השפעה משמעותית על מחיר ניירות הערך, תורם למניעת חריגות מהותיות במסחר הנובעות משמועות וספקולציות ומספק שקיפות וודאות לציבור המשקיעים תחת ההנחה לפיה יש לקבל החלטות השקעה על בסיס דיווחיהם של התאגידים המדווחים ולא על בסיס פרסומים בכלי התקשורת.

מנגד, ללא קביעת רף ברור להגדרת "השפעה משמעותית על מחיר ניירות הערך", תאגידים צפויים להתקשות לאבחן את המקרים שבהם מתקיים החרג האמור, ובעקבות זאת צפויה להיפגע הוודאות המשפטית לגבי הצורך בפרסום דיווח מיידי. אי-ודאות זו עלולה, בתורה, להביא לדיווח עודף בשל החשש מחשיפה משפטית. ואולם, יצוין כי ישנם קשיים ניכרים בקביעת רף כמותי, בין היתר, נוכח מאפייני מסחר משתנים, שונות בין חברות וגמישות שוקית. קביעת רף במתכונת של "קריטריון", מאפשרת שקילת מכלול הנסיבות והמאפיינים הייחודיים של פעילותו של כל תאגיד. עוד יש לציין כי גם בהקשרים אחרים בדיני ניירות ערך, כגון תקנה 36 לתקנות דוחות תקופתיים ומיידים ואיסור השימוש במידע פנים, יש יישום קריטריון של השפעה משמעותית על מחיר ניירות הערך, כך שלא מדובר בדרישה חריגה.

(ג) חלופה שניה – מודל "אין תגובה" לצד חריג בדבר סמכות הרשות להורות על דיווח מיידי:

במסגרת חלופה זו, מוצע לאמץ את מודל ה"אין תגובה" לפי החלופה הראשונה, אך במקביל לחייב את החברה להודיע על כך מיד לרשות, וזו תהיה רשאית לדרוש מהחברה דוח מיידי על כך, אם היא סבורה שהדבר דרוש לשם הגנה על ציבור המשקיעים או לחילופין יש בפרסום כדי להשפיע משמעותית על מחיר ניירות הערך. באופן זה, תצומצם אי הוודאות המשפטית: יתאפשר לתאגידים לעשות שימוש במודל ה"אין תגובה", על כלל יתרונותיו, כאשר הנטל להכריע בדבר הצורך בדיווח מיידי חרף זכות העיכוב יעבור לרשות.

ואולם, הצעה זו מעוררת קשיים משמעותיים – מטבע הדברים, הרשות תתקשה (ולעתים לא יהיה בידה) לגבש עמדה ברורה בסד זמנים קצר, כמתחייב מדיווח מיידי, בהתחשב בנסיבות הפרטניות של כל תאגיד, פעילותו העסקית והאינטרסים המסחריים הלגיטימיים של הצדדים. תהליך הבדיקה צפוי להכביד ולסרבב את משטר הדיווח המיידי בהקשרים אלה, ולהביא לאי-וודאות משפטית. יתרה מזאת, העברת הנטל לרשות בעניין זה משקפת גישה פטרנליסטית שאינה מתיישבת עם תפקידה של הרשות כסמכות הפיקוח והביקורת על הפעלת שיקול הדעת, ואף אינה מאפיינת את מדינות הדין המשווה, שם אכן נתון שיקול הדעת בדבר הדחייה לחברה עצמה ולא לרשות ניירות הערך.

בוועדה היו דעות שונות בנושא, ולכן לא ניתנה המלצה בעניין החרג הנדרש למודל "אין תגובה".
לאחר בחינת החלופות, סגל הרשות סבור כי יש לאמץ את החלופה הראשונה. חלופה זו כוללת

את היתרונות הגלומים במודל "אין תגובה", ובו בעת נותנת משקל ראוי, באמצעות החרג המוצע, לאינטרס בדבר תקינות המסחר. כמו כן, מתכונת החרג האמור בנוסח של "קריטריון", בניגוד ל"כלל" או רף כמותי קבוע, תאפשר התחשבות במאפייניו הייחודיים של כל תאגיד בנסיבות המקרה, אף שיש בה משום צמצום הוודאות המשפטית.

עם זאת, הרשות מבקשת לקבל את התייחסויות הציבור לחלופות המוצעות, ובכלל זה האם נדרש לקבוע רף כמותי.

6. דוחות חברה כלולה המהווה את מרבית פעילות התאגיד המדווח

תקנות ניירות ערך (דוחות כספיים שנתיים), התש"ע-2010 מסדירות, בין היתר, את אופן העריכה וההצגה של דוחות כספיים שנתיים של תאגידים מדווחים. בהתאם לתקנה 23(ד) לתקנות, דוחות כספיים של חברה כלולה המצורפים לדוחותיו של תאגיד מדווח ייערכו בהתאם לכללי החשבונאות המקובלים. משמעות הוראה זו היא כי מקום שבו נדרש תאגיד מדווח לצרף לדוחותיו את דוחותיה הכספיים של חברה כלולה, הדוחות המצורפים אינם כפופים למלוא הוראות התקנות החלות על דוחותיו הכספיים של התאגיד המדווח עצמו.

לצד זאת, עשויים להתקיים מקרים שבהם החברה הכלולה אינה מהווה השקעה פיננסית או רכיב משלים בלבד בפעילותו של התאגיד המדווח, אלא משקפת מרבית פעילותו של התאגיד המדווח. במקרים אלה, מנקודת מבטם של מחזיקי ניירות הערך של התאגיד המדווח, המידע הכספי של החברה הכלולה עשוי להיות המידע המרכזי הנדרש לצורך הבנת מצבו העסקי והכספי של התאגיד המדווח, תוצאות פעילותו, תזרימי המזומנים שלו והסיכונים הגלומים בו.

מבדיקה של הדין בארה"ב, עולה כי הסוגייה הנדונה אינה מוסדרת שם באותו אופן שבו היא מתעוררת בישראל. כך, ביחס למספרי השוואה, החברה הכלולה נדרשת לכלול את מספרי השוואה בדוחות הכספיים שהיו חלים עליה אילו הייתה תאגיד מדווח.

עוד העלתה הבדיקה כי לא אותר תאגיד מדווח בארה"ב המחזיק רק בחברה כלולה אחת המהווה את כל פעילותו, או את מרבית פעילותו, של התאגיד המדווח. בהיעדר תצורה עובדתית מקבילה ובהיעדר הסדרה ייעודית בהקשר זה, לא אותרה גם פרקטיקה ברורה של ה-SEC בשאלה אם, במקרה כאמור, היה נדרש גילוי כאילו החברה הכלולה היא עצמה התאגיד המדווח, לרבות תחולה של מלוא דרישות הגילוי החלות על תאגידים מדווחים בארה"ב מכוח התקנות או כללי החשבונאות המקובלים החלים שם.

(א) חלופת האפס :

חלופה זו מציעה להותיר את הדין הקיים על כנו, כך שדוחות חברה כלולה המצורפים לדוחותיו של תאגיד מדווח ימשיכו להיערך בהתאם לכללי החשבונאות המקובלים בלבד, ללא תחולה אפשרית של הוראות התקנות או של כללי החשבונאות החלים על תאגיד שמניותיו או מכשירי החוב שלו נסחרים בבורסה, מקום שבו החברה הכלולה עצמה אינה תאגיד מדווח.

יתרונה של חלופה זו הוא בכך שהיא אינה מטילה עלויות ציות נוספות על תאגידים מדווחים או על חברות כלולות שדוחותיהן מצורפים לדוחותיהם. כמו כן, היא שומרת על ההבחנה הקיימת בדין

בין התאגיד המדווח לבין החברה הכלולה, אשר אינה בהכרח כפופה בעצמה למשטר הדיווח החל על תאגידים מדווחים.

עם זאת, חסרונה המרכזי של חלופה זו הוא בכך שהיא עלולה ליצור פער מהותי בהיקף המידע הניתן לציבור המשקיעים. כך, מקום שבו מרבית פעילותו של התאגיד המדווח מתבצעת במישרין על ידו, המשקיעים מקבלים את מלוא המידע הנדרש לפי התקנות וכללי החשבונאות החלים על תאגיד מדווח. לעומת זאת, כאשר אותה פעילות כלכלית מוחזקת באמצעות חברה כלולה, גם אם היא מהווה את מרבית פעילותו של התאגיד המדווח, עשוי ציבור המשקיעים לקבל מידע מצומצם יותר ביחס לפעילות המרכזית שאליה הוא חשוף. פער זה עלול לפגוע ביכולתם של המשקיעים להבין את פעילותו העיקרית של התאגיד המדווח, לבחון מגמות לאורך זמן, להעריך את תוצאות הפעילות ואת תזרימי המזומנים, ולעמוד על הסיכונים הגלומים בהשקעה.

לפיכך, סגל הרשות סבור כי אין לאמץ את חלופת האפס. הותרת המצב הקיים על כנו אינה נותנת מענה מספק למקרים החריגים שבהם החברה הכלולה היא, הלכה למעשה, הפעילות המרכזית של התאגיד המדווח, ועלולה להוביל לכך שהמשקיעים בתאגיד המדווח לא יקבלו את מלוא המידע הדרוש להם ביחס לפעילות העיקרית של התאגיד שבו הם משקיעים.

(ב) חלופה ראשונה – החלת חובה גורפת על כל חברה כלולה מצורפת:

במסגרת חלופה זו, כל חברה כלולה שדוחותיה מצורפים לדוחותיו של תאגיד מדווח תחויב לערוך את דוחותיה בהתאם להוראות התקנות וכללי החשבונאות המקובלים החלים על תאגיד שניירות הערך שלו נסחרים בבורסה, וזאת ללא תלות במידת מרכזיותה של החברה הכלולה לפעילותו של התאגיד המדווח.

יתרונה של חלופה זו הוא בכך שהיא עשויה ליצור אחידות רחבה יותר ביחס לדוחות של חברות כלולות מצורפות, ולהבטיח כי בכל מקרה שבו דוחות חברה כלולה מצורפים לדוחות התאגיד המדווח, יינתן לציבור המשקיעים מידע רחב יותר מזה הנדרש לפי כללי החשבונאות המקובלים בלבד.

ואולם, חסרונה של חלופה זו הוא בכך שהיא מטילה חובה גורפת גם במקרים שבהם החברה הכלולה אינה מהווה את עיקר פעילותו של התאגיד המדווח, אלא משמשת השקעה או רכיב משלים בלבד. במקרים אלה, החלת מלוא הוראות התקנות או הוראות חשבונאיות החלות על תאגיד ציבורי עלולה להשית על התאגיד המדווח ועל החברה הכלולה עלויות צייות משמעותיות, מבלי שתוספת המידע תהיה בהכרח בעלת ערך מהותי לציבור המשקיעים. חלופה זו עלולה אפוא להכביד על התאגידים המדווחים שלא לצורך, ולהביא לגילוי עודף שאינו ממוקד במידע מהותי ורלוונטי.

לפיכך, סגל הרשות אינו סבור כי יש מקום להחלה גורפת של הוראות התקנות וכללי החשבונאות החלים על תאגיד מדווח על כל חברה כלולה מצורפת. בשים לב לשיקולי עלות-תועלת, ולתכלית האסדרה למקד את דרישות הגילוי במידע מהותי הנדרש לציבור המשקיעים, יש להעדיף הסדר ממוקד שיחול רק במקרים שבהם החברה הכלולה מהווה את מרבית פעילותו של התאגיד המדווח.

ג) חלופה שנייה – סמכות נקודתית להחיל את הוראות התקנות וכללי החשבונאות המקובלים במקרים שבהם החברה הכלולה מהווה את מרבית פעילות התאגיד המדווח:

במסגרת חלופה זו, מוצע להקנות ליושב ראש הרשות או לעובד הרשות שהוסמך לכך סמכות בתקנות להורות, במקרים המתאימים כאשר המידע חשוב למשקיע סביר השוקל קניה או מכירה של ניירות ערך של התאגיד, כי על דוחות חברה כלולה מהווה את מרבית פעילותו של התאגיד המדווח יחולו הוראות התקנות, כולן או חלקן, וכן הוראות מכללי החשבונאות המקובלים החלות על תאגיד אשר ניירות הערך שהנפיק נסחרים בבורסה, כולן או חלקן.

חלופה זו מאזנת בין הצורך להבטיח כי ציבור המשקיעים יקבל מידע מלא ומספק ביחס לפעילות המרכזית של התאגיד המדווח, לבין הצורך להימנע מהטלת נטל רגולטורי גורף על כלל החברות הכלולות המצורפות. היא מאפשרת מתן מענה ממוקד למקרים חריגים שבהם המבנה המשפטי של החזקת הפעילות באמצעות חברה כלולה אינו צריך להביא לצמצום מהותי של המידע הניתן למשקיעים ביחס לפעילות הכלכלית העיקרית שאליה הם חשופים.

יובהר כי התיקון המוצע אינו מבקש לשנות את ברירת המחדל שלפיה דוחות חברה כלולה מצורפת ייערכו בהתאם לכללי החשבונאות המקובלים, ואף אינו מבקש להטיל חובה גורפת ביחס לכל חברה כלולה שדוחותיה מצורפים לדוחות תאגיד מדווח. מדובר בסמכות נקודתית, שתופעל במקרים חריגים בלבד, שבהם החברה הכלולה מהווה את מרבית פעילותו של התאגיד המדווח, כך שהמידע הניתן ביחס אליה הוא למעשה המידע המרכזי שעל בסיסו מקבל ציבור המשקיעים את החלטות ההשקעה בתאגיד המדווח.

כאמור, נושא זה לא נדון בוועדה, אלא סגל הרשות מבקש להוסיפו אגב התיקונים המוצעים. לאחר בחינת החלופות, סגל הרשות סבור כי יש לאמץ את החלופה השנייה. חלופה זו נותנת מענה מיטבי לפער המידע שעלול להיווצר במקרים שבהם החברה הכלולה מהווה את מרבית פעילותו של התאגיד המדווח, תוך שמירה על מידתיות ועל גמישות רגולטורית. בכך, החלופה מבטיחה כי במקרים המתאימים יקבל ציבור המשקיעים מידע ברמת פירוט הדומה לזו שהיה מקבל אילו הפעילות הייתה מוחזקת במישרין על ידי התאגיד המדווח, מבלי להרחיב את החובה לכלל החברות הכלולות המצורפות באופן שאינו נדרש.

ה. שיתוף הציבור

האסדרה המוצעת מסתמכת על עבודת הוועדה והמלצותיה, ובתוך כך על הליך שיתוף הציבור שבוצע במהלך עבודתה; כך, בסמוך לאחר כינוסה של הוועדה, פורסם קול קורא לציבור המשקיעים, לתאגידים המדווחים ולגורמים נוספים בשוק ההון המשתמשים בדיווחי התאגידים (כגון: אנליסטים, חתמים ומפיצים) לשם קבלת התייחסותם לנושאים בהם הוסמכה לדון הוועדה. בעקבות ההערות שקיבלה הוועדה, נערכו שולחנות עגולים ושיחות מקדימות עם גורמים שונים על מנת לעמוד על הליקויים המרכזיים במשטר הגילוי השוטף, וכן כדי לבחון פתרונות אפשריים לליקויים אלה כבסיס לכתיבת דוח הביניים. עוד כחלק מפרסום דוח הביניים, התבקש הציבור לשלוח את התייחסותו לדוח האמור, לצד שאלות וסוגיות עקרוניות שלגביהם ביקשה הוועדה

התייחסות ממוקדת. הערות הציבור שהתקבלו נבחנו על ידי הוועדה והוטמעו בדוח הוועדה הסופי שעליו מבוססת האסדרה המוצעת.

כמו כן, טיוטת האסדרה ודוח ה-RIA הראשוני יפורסמו באתר הרשות להערות הציבור למשך 30 ימים.

1. פטור מחובת עריכת RIA: תיקונים בהמשך להצעת חוק החברות (תיקון מס' 38)

חוק עקרונות האסדרה, התשפ"ב–2021 ('חוק עקרונות האסדרה' או 'החוק'), מטיל על הרשות חובה לערוך דוח הערכת השפעות רגולציה ('RIA'), על כל אסדרה חדשה או תיקון דבר אסדרה קיים. עם זאת, בחוק עקרונות האסדרה מנויים מספר חריגים, אשר בהתקיימם חל פטור מעריכת דוח כאמור. סעיף 34(ג)(2) לחוק קובע כי חל פטור מעריכת דוח RIA מקום שבו ההשפעות הישירות והעקיפות שצפויות להיות לאסדרה על הגורמים שעליהם היא נועדה לחול או על אינטרסים מוגנים אחרים, לרבות עלות הציות לה, אינן מהותיות.

התיקונים המוצעים בהקשר זה הינם טכניים בעיקרם ותכליתם להתאים את דרישות הגילוי הנוגעות לממשל תאגידי הקיימות בתקנות, להוראות המהותיות החדשות של חוק החברות בנושא החלות על חברות ללא גרעין שליטה לעומת חברות עם גרעין שליטה. כך למשל, במסגרת הצעת החוק האמורה, מוצע לבטל את הדרישה למינוי דח"צים לגבי חברות ללא גרעין שליטה, וחלף זאת לדרוש רוב של דירקטורים בלתי תלויים. בהתאם, מוצע לתקן את דרישות הגילוי בתקנות הדוחות המתייחסות לגילוי בדבר דח"צים כאשר מדובר בחברות ללא גרעין שליטה, כך שההתייחסות תהיה במקום לדירקטורים בלתי תלויים. בהקשר זה, התיקונים המוצעים אינם צפויים להשית עלויות ציות משמעותיות על התאגידים המדווחים שממילא יידרשו לעמוד בהוראות חוק החברות המהותיות החדשות, ובתוך כך בכללי הממשל התאגידי שנקבעו המהווים את מרכז הכובד בנסיבות אלה.

לאור האמור, החליטה מליאת הרשות כי התיקונים המוצעים בהמשך להצעת החוק כאמור, חוסים תחת הפטור מעריכת דוח RIA מכוח סעיף 34(ג)(2) לחוק עקרונות האסדרה.