

דוחות תקופתיים ורבעוניים בישראל: מתווה לשינוי תפיסתי נדרש *



תמצית

נדרש שינוי תפיסה עמוק ויסודי בבסיס הדיווח של חברות מדווחות בישראל, שכולל מעבר שיטתי ומפורש מרגולציה מבוססת-כללים (Rules-based) לרגולציה מבוססת-עקרונות (Principles-based), תוך עיגון של דרישות מינימום וסטנדרטיזציה של KPIs. שינוי תפיסתי זה שיביא למידע רלבנטי ואיכותי למשקיעים ויצירת אפקטיביות בדיווח, צריך לבוא בד בבד עם שיפור התזמון של הדיווחים וקיצור הדד-ליין לפרסום הדוחות התקופתיים והרבעוניים. דרישות אלה שיפחיתו גם את בעיות מידע הפנים הפוטנציאליות, מתחדדות מאד על רקע ההתפתחויות הטכנולוגיות בשני העשורים האחרונים ומהפכת ה-AI.

* נייר המדיניות כולל שלושה פרקים. פרק א' של נייר המדיניות נכתב על ידי ורד פיליבובסקי ססיק, ראשת תחום דיני ניירות ערך במכון ושותפה במחלקת שוק ההון במשרד פישר ושות' ושלומי שוב, ראש המכון. פרק ב' נכתב על ידי שלומי שוב וגיל כץ, שותף EY, IFRS Technical Leader. פרק ג' נכתב על ידי שלומי שוב. יש להדגיש כי נייר המדיניות מתייחס אך ורק לדוחות התקופתיים ולדוחות הרבעוניים ואינו מתייחס לנושא הדיווחים המיידים. כמו כן, הנייר אינו מתייחס לנושא גילויי ESG.

עיקרי ההמלצות

פרק א' – מעבר לגישת ההנהלה

- **עיגון עקרון-על של "גישת ההנהלה" בבסיס לגילוי מהותי**
יש לעגן בהוראות הדין את העיקרון שלפיו תכלית הגילוי היא להציג למשקיע הסביר תמונה מהותית ומאוזנת של מצב התאגיד, תוצאותיו וסיכונים, כפי שהיא נתפסת ומנוהלת על ידי ההנהלה, בכל חלקי הדוח. כדי שגישת ההנהלה תהיה אפקטיבית, נדרש "עוגן דיווחי" וכן נדרשת מסגרת מינימום. עוגן דיווחי כזה יכול להישען על בסיס הדיווחים של ההנהלה, לרבות סמנכ"ל הכספים לדירקטוריון, כמובן בכפוף לענייני סודיות.
- **מעבר לרגולציה מבוססת-עקרונות בפרק תיאור עסקי התאגיד**
יש לתקן את התוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף כך שתתבסס על עקרונות גילוי כלליים.
- **חיזוק תפקיד רשות ניירות ערך כגורם מנחה ויוזם**
יש לחזק את מקומה של הרשות כמעצבת סטנדרט דיווח באמצעות הסמכויות שלה להענקת היתרים, לתיקון דוחות ולפרסום עמדות סגל, דגשים ענפיים ודגשי מהותיות, וכן להגביר את פעילות ההדרכה והדיאלוג עם השוק.
- **עדכון הגדרת האחריות ומדיניות האכיפה**
יש להבהיר את טיב חובת הגילוי, כי בחינת אחריות נושאי משרה תתמקד בפער מהותי בין "מה שהוצג להנהלה" לבין "מה שדווח החוצה", וכן בקיומו של תהליך מהותיות סדור ומתועד, ולהשתמש באכיפה של רשות ניירות ערך להגדרת היקף האחריות.
- **חיזוק דוח ההנהלה ככלי לניתוח איכותי וניהולי**
יש לעגן בחקיקה את מטרת דוח ההנהלה ככלי לניתוח איכותי, תוך חיוב גילוי של מדדי KPI (לרבות יצירת סטנדרטיזציה) ומדדי Non-GAAP (כאשר נעשה בהם שימוש פנימי או פומבי), ודרישה לשקיפות מתודולוגית וניתוח מגזרי.

פרק ב' – דוחות הסולו: מודל דיווחי מוצע

אנו מציעים פתרון קבע לבעיית דוחות הסולו בישראל, שכולל יישום IAS 27 במסגרת ביאור לדוחות הכספיים השנתיים/רבעוניים עבור הסולו המורחב. כלומר, כולל חברות בנות בבעלות מלאה שמהוות הלכה למעשה "זרוע ארוכה" של חברת האם המשפטית. לצורך כך ההשקעה בחברות מוחזקות לא ציבוריות תטופל לפי שיטת השווי המאזני ובחברות מוחזקות ציבוריות לפי שווי הוגן).

פרק ג' – תזמון המידע: קיצור הדד-ליין

אנו סבורים שראוי להקדים את הדד-ליין לדוחות תקופתיים ורבעוניים של מדווחים גדולים, בדומה למקובל כבר יותר מ-20 שנה בארה"ב. תזמון המידע הוא קריטי למשקיעים, והדברים מתחדדים לאור ההתפתחויות הטכנולוגיות, ובמיוחד לאור מהפכת ה-AI. קיצור הדד-ליין גם יצמצם בעיות פוטנציאליות עצומות של מידע פנים.

תקציר

מכון הפניקס לחקר שוק ההון בישראל מברך על הקמת ועדת חמדני, על פרסום דוח הביניים של הוועדה ועל המסקנות וההמלצות העיקריות שעולות בו. המלצות אלה, הכוללות מיקוד חובת הדיווח במידע מהותי, הפחתת עודף גילוי, שיפור השוואתיות ושיפור הנגשה טכנולוגית, עולות בקנה אחד עם חזונו לשוק הון יעיל, שקוף ומהימן.

המסר המרכזי של נייר עמדה זה הוא כי נדרש שינוי תפיסה עמוק ויסודי, שיכלול מעבר שיטתי ומפורש מרגולציה מבוססת-כללים (Rules-based) לרגולציה מבוססת-עקרונות (Principles-based). לדעתנו מעבר זה אינו צריך להצטמצם רק לדוח ההנהלה (המחליף את דוח הדירקטוריון), אלא לחול באופן רוחבי גם על פרק תיאור עסקי התאגיד ועל יתר פרקי הדוח התקופתי, שבהם כיום שורר "אפקט רשימת המכולת". שינוי תפיסתי זה צריך לבוא בד בבד עם שיפור התזמון של הדיווחים וקיצור הדד-ליין לפרסום דוחות תקופתיים.

אנו סבורים כי כל עוד מבנה הדין נשען על רשימה מפורטת וסגורה של דרישות, התוצאה המעשית היא דיווח "ציותי" גרידא, שאינו משרת באמת את מטרת סיוע למשקיע בהבנת העסק. היצמדות זו לצ'קליסט יוצרת באופן בלתי נמנע עודף מידע, כפילויות מיותרות ו"שכבות גיאולוגיות" – מידע היסטורי שנותר בדוחות לאורך שנים ארוכות, אף לאחר שאיבד את הרלוונטיות שלו. תופעות אלו פוגעות באופן מהותי ביכולתם של המשקיעים לזהות את המידע המהותי בתוך "רעש" אינפורמטיבי, ובכלל זה משקיעים מתוחכמים ומערכות עיבוד מידע מתקדמות.

במקביל, אנו תומכים בהעצמת גילוי ניהולי איכותי בדוח ההנהלה, לרבות עיגון השימוש במדדי KPI ומדדי Non-GAAP, ומתן דגש על שקיפות מתודולוגית. אנו מציעים להשלים את המהלך באמצעות מנגנון רגולטורי שייצור סטנדרטיזציה ודרישות מינימום להשוואתיות בתחום זה.

אנו מציעים כי לצד רגולציה מבוססת עקרונות, ולצורך יישום אפקטיבי שלה, תעודכן גם מסגרת האחריות והאכיפה (אך לא רמת האחריות) כך שתעודד דיווח מהותי ואיכותי, ולא תמריץ "דיווח יתר" מתוך חשש משפטי. בהקשר זה, אנו מציעים עיגון עקרון-על: סטייה מהותית או הטעיה תיבחן, בין היתר, לאור הפער בין "מה שהוצג להנהלה" (Management view) לבין "מה שדווח החוצה", ולא כסטייה טכנית מרשימת דרישות. גישה זו, להבנתנו, חיונית להצלחת הרפורמה.

נייר המדיניות כולל גם הצעה לפתרון קבע של בעיית דוחות הסולו הקיימת כיום לאור חשיבותם של אלה והצעה לשיפור תזמון המידע למשקיעים, לפחות בקרב תאגידים, ולצמצם את בעיית מידע הפנים, בין היתר לאור מהפכת ה-AI.

רקע

בשנת 2001 פורסמו המלצות "ועדת ברנע", שחוללו מהפכה במשטר הדיווח בישראל. הרפורמה שאומצה בעקבות המלצות הוועדה אימצה מודל גילוי המבוסס על הדין האמריקאי, השוותה את היקף הגילוי בין תשקיף לדוח תקופתי, וקבעה כי הדיווח יתבסס על תחומי הפעילות של התאגיד. מאז ועד היום, ועדת ברנע נותרה עמוד השדרה של הדיווח התאגידי בישראל, ואף פרק א' בדוחות הכספיים - תיאור עסקי התאגיד, זכה לכינוי "דוח ברנע".

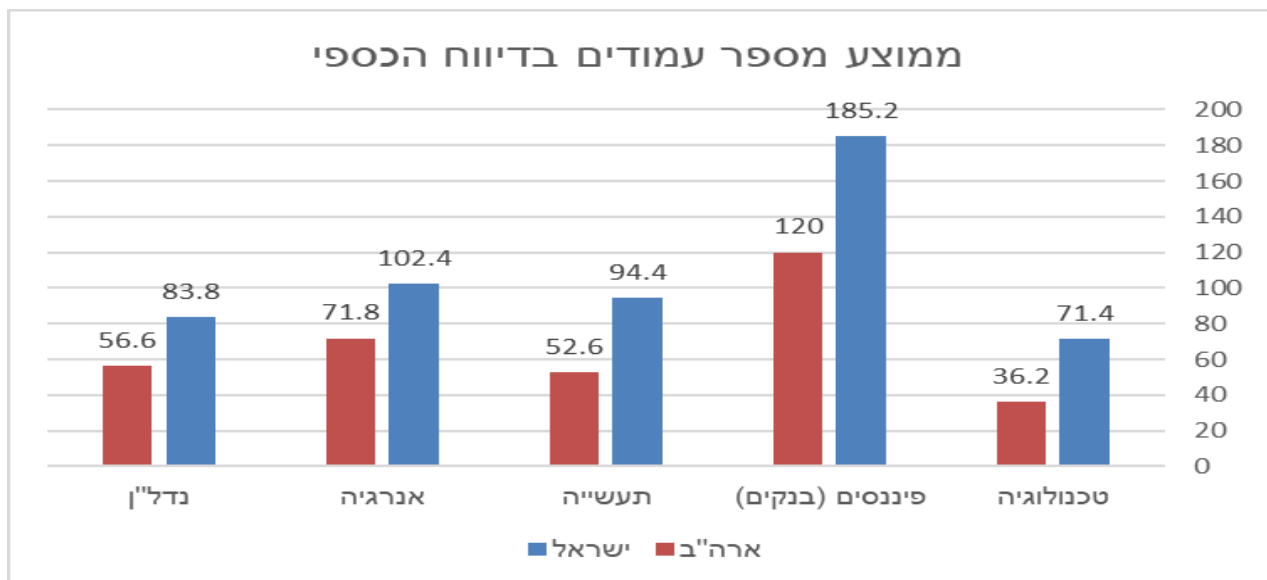
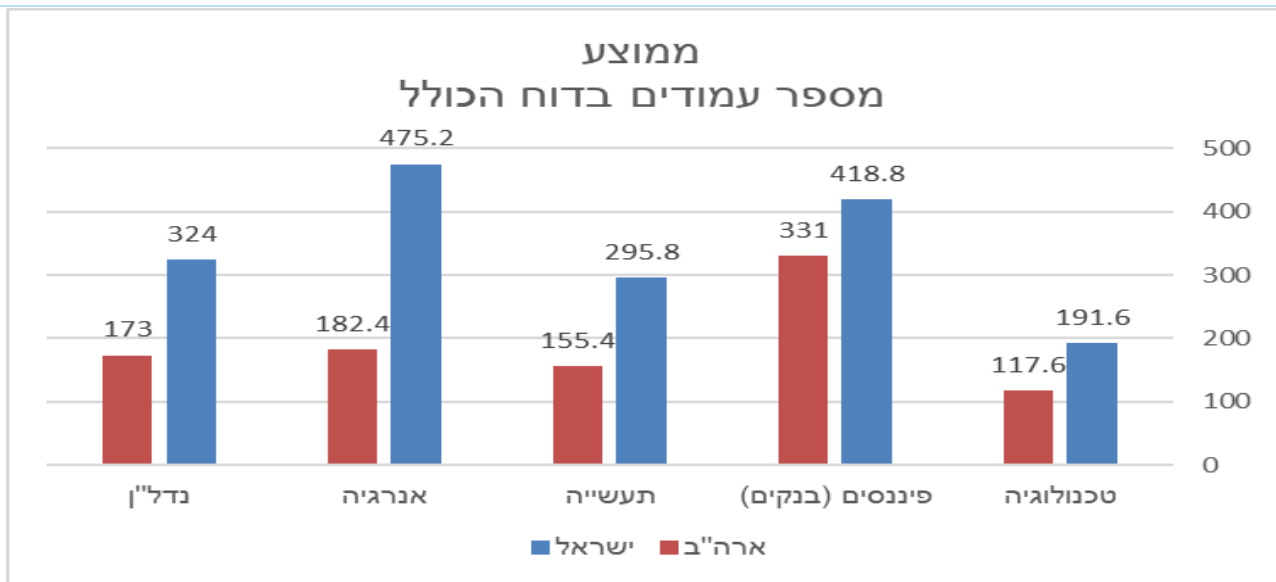
בחודש דצמבר 2012 פרסמה רשות ניירות ערך עמדה משפטית בנושא "קיצור דוחות", לאחר פרסום קול קורא לציבור בנושא קיצור הדוחות הכספיים. מטרת העמדה היתה להנחות את החברות כיצד לטפל בבעיית עודף הגילוי והסרבול בדוחות. על אף שהעמדה עדיין בתוקף, בעיית עודף המידע בדוחות לא נפתרה.

בפברואר 2025 הקימה רשות ניירות ערך ועדה חדשה, בראשות פרופ' אסף חמדני, במטרה לבחון מחדש את דרישות הגילוי ולהתאימן למציאות הנוכחית. בחודש דצמבר 2025 פרסמה הוועדה את עבודתה ופרסמה דוח ביניים של הוועדה לבחינת דרישות הגילוי בדוחות עיתיים ומיידיים.

ממצאי הוועדה מעידים על כך שמאז שנת 2005 חלה "אינפלציית דיווח" - גידול של כ-60% באורך הדוח התקופתי הממוצע בישראל (מ-144 עמודים ל-227 עמודים). הוועדה זיהתה כי הדוחות כוללים "שכבות גיאולוגיות" של מידע עודף, טכני ולא מהותי, המקשה על המשקיעים לאתר את פריטי המידע הקריטיים לקבלת החלטות השקעה מושכלות. מבנה הדוחות הנוכחי נעדר לעיתים היגיון פנימי ומעודד חזרתיות בין הפרקים השונים.

הוועדה מצהירה כי היא מבקשת לשנות את תפיסת הדיווח מ"דיווח מבוסס כללים" (Rules-based) ל"דיווח מבוסס עקרונות" (Principles-based) ושיקול דעת ניהולי. לצורך כך, בדומה למקובל בעולם, מוצע בדוח הביניים לשנות את שם דוח הדירקטוריון לדוח ההנהלה (Management Report). מטרת הפרק תוגדר מפורשות כמתן ניתוח עסקי-אנליטי בראי ההנהלה, תוך דגש על מדדי ביצוע מרכזיים (KPIs) והסברים על מגמות ואי-ודאויות. כמו כן, הוועדה מציעה לצמצם תיאורים כלליים של הסביבה המאקרו-כלכלית שאינם משפיעים באופן ייחודי על התאגיד, ולמקד את הגילוי בהסכמים והיבטים מהותיים בלבד.

לצורך נייר עמדה זה ביצענו בדיקה חלקית, כדי לקבל פרופורציות על אורך הדיווחים בישראל לעומת הדיווחים בארה"ב – ביחס לדיווחי חברות המיישמות US-GAAP ומדווחות K-10. לצורך כך בחרנו בחמישה סקטורים מובילים – טכנולוגיה, פיננסים (בנקים), תעשייה, אנרגיה ונדל"ן, ובכל אחד מהם בחרנו בחמש החברות עם שווי השוק הגדול ביותר בענף. לאחר מכן ערכנו בדיקה כמותית-השוואתית בין כמות העמודים בדוח התקופתי בכללותו, וגם בדוחות הכספיים עצמם. בנפרד.



אף על פי שכמובן מדובר בבדיקה חלקית בלבד, אפשר לראות באופן מובהק שבכל אחד מהסקטורים, ללא יוצא מן הכלל, שגם בדוח התקופתי בכללותו וגם בדוחות הכספיים עצמם, מספר העמודים בישראל גדול יותר באופן משמעותי, אפילו בהשוואה לחברות הענק. מדובר על סדרי גודל אשר בממוצע רב-ענפי מגיעים לפער של כ-150 עמודים באורך הדוחות התקופתיים, ושל כ-40 עמודים רק בדוחות הכספיים עצמם.

מעניין לציין בהקשר הזה שגם בארה"ב סבורים שהדוחות ארוכים מדי, ורק לאחרונה הכריז יו"ר ה-SEC על בחינת חובות הדיווח במטרה לצמצם את אורך הדוחות.

עיקרי המלצות הביניים של הוועדה בנוגע לדיווח העיתי (תקופתי ורבעוני)

1. מבנה הדוחות העיתיים

הוועדה ממליצה על מבנה סדור וקוהרנטי של הדוחות העיתיים, שבו לכל פרק יש מטרה מובחנת וברורה. לדעת הוועדה, מבנה כזה יסייע לקוראי הדוחות – לרבות באמצעים טכנולוגיים – להתמקד בפרק הרלוונטי שבו הם מבקשים לאתר פריט מידע מסוים. קביעת מבנה סדור תביא למצב שבו כל אחד מפרקי הדוח התקופתי יכלול מידע ספציפי ומוגדר. כך למשל, לדעת הוועדה, אם משקיע מבקש לחפש ניתוח של תוצאות הפעילות של התאגיד, הוא יפנה לאתר מידע זה במסגרת דוח ההנהלה. אם אותו משקיע מעוניין ללמוד דווקא על גורמי הסיכון של התאגיד, הוא יפנה לפרק תיאור עסקי התאגיד, ופרטי ממשל תאגידי הוא יפנה לפרק הייעודי של ממשל תאגידי.

2. מניעת חזרתיות

הוועדה בדעה שהפרקים השונים בדוחות העיתיים אינם צריכים לחזור על מידע אשר ניתן על פי התקינה החשבונאית במסגרת הדוחות הכספיים, וכן אין צורך בחזרה על פריטי מידע ספציפיים במספר פרקים שונים בתוך הדוח התקופתי. אחת הסיבות לכך שאורך דוחות עיתיים הלך ותפח במהלך השנים נובעת מכפילות במתן מידע מסוים. כך למשל, בהתאם להמלצות ועדת ברנע, עוגן בתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף סעיף 32, אשר עוסק בגילוי אודות הליכים משפטיים מהותיים תלויים ועומדים. בה בעת, תקן חשבונאות בינלאומי IAS 37 מחייב מתן גילוי על הליכים כאמור במסגרת הביאורים לדוחות הכספיים. דוגמה דומה קיימת בנושא הגילוי על מיסים על הכנסה בהתאם ל- IAS 12.

3. צמצום ועדכון המידע הנדרש

על מנת למקד את הגילוי בדוח התקופתי במידע מהותי ורלוונטי, הוועדה ממליצה על עדכון חלק מהדרישות בפרק תיאור עסקי התאגיד ואף ביטול, מקום שהוועדה מצאה כי הן אינן מוסיפות מידע מהותי או שהתועלת במידע שהחברות מפרסמות נמוכה מהעלות שלו לתאגידיהם. חלק מהעדכונים המוצעים חוזרים על דגשים שנכללו בעמדת הסגל לקיצור דוחות, אולם חלקם "חדשניים" יותר ודורשים תיקון בתקנות, כמו צמצום הגילוי בתקנה 21 ביחס לתגמול נושאי משרה וביטול הדרישה לפרסם שמות של לקוחות כתלות בשיעור ההכנסות מהם מהכנסות החברה.

4. דוח הנהלה, מידע איכותי ו-KPIs

לדעת הוועדה, פרק דוח הנהלה (כיום, דוח הדירקטוריון) צריך לשמש רק לצורך הערכות וניתוחים של ההנהלה בנוגע למצב הפיננסי והתוצאות העסקיות של התאגיד המדווח. במסגרת זו, יש לשאוף להתבססות על מדדים כמותיים והסברים איכותיים, מנקודת המבט של ההנהלה, תוך הקפדה על שקיפות בנוגע למתודולוגיה העומדת בבסיסם.

5. הנגשה טכנולוגית

הוועדה מדווחת כי במהלך עבודתה שמעה מספר מומחים בתחום הדיגיטציה וה-AI, וזאת מתוך רצון לבחון את הצורך בביצוע שינויים באופן הדיווח של התאגידים המדווחים, אשר דיווחיהם, רובם ככולם, מבוצעים באמצעות צירוף קבצי PDF לטפסי דיווח במתכונת HTML. בשים לב להתפתחויות הטכנולוגיות שחלו בשנים האחרונות בתחום הבינה המלאכותית, ועל רקע אימוץ חלקי של מתודולוגיית ה-XBRL בישראל (iXBRL), הוועדה ממליצה לרשות ניירות ערך לפעול לאימוץ פלטפורמות דיווח מתקדמות יותר (iXBRL, Excel, Html), וזאת מתוך הנחה כי כלי ה-AI אשר קיימים כבר כיום יוכלו להתמודד ביתר קלות עם קריאה, ניתוח ועיבוד של מידע אשר יינתן באמצעות הפלטפורמות הללו, וזאת במקום השימוש הנעשה כיום למתן מידע באמצעות קבצי PDF. **בהקשר זה, חשוב להדגיש כי לצערנו ישראל נמצאת בפיגור משמעותי בנושא ורשות ניירות ערך לא הצליחה עד כה במאמציה בתחום, למרות שניסטה לפעול מספר פעמים בנושא.**

המלצות בנושא מימון וחשבונאות

1. הוועדה ממליצה על ריכוז כלל דרישות הגילוי הקשורות למימון ונזילות תחת מסגרת אחת.
2. צירוף הערכות שווי: הוועדה ממליצה על צמצום המקרים שבהם יידרש תאגיד לצרף הערכת שווי מלאה, וזאת לצד דרישה לתמצית נתונים מובנית ומורחבת שתתמקד בהנחות המרכזיות, ברגישויות ובהשפעות מהותיות.
3. דוחות סולו: הוועדה ממליצה על תיקון תקנה 9ג, כך שבמקום דוח סולו מלא יכלול בביאורי הדוחות המאוחדים סעיף תמציתי ברמת חברת האם, לצד אפשרות לא לצרפו אם אין ערך מוסף מהותי, תוך הדגשה שהמתווה יותאם, בין היתר, לאבחנה בין תאגידי מניות בלבד לבין תאגידי אג"ח.
4. צירוף דוחות חברה כלולה: הוועדה ממליצה על התאמת מבחן הרווח, כך שהרכיב הצופה פני עתיד ייבחן ביחס לארבעת הרבעונים העוקבים לצורך צמצום השפעת אירועים חד-פעמיים.

משטר אחריות

כחלק מהמלצתה להשוואת רמת הגילוי בתשקיף ובדיווח השוטף, המליצה ועדת ברנע גם על קביעת משטר אחריות דומה בשוק הראשוני ובשוק המשני. זאת, לאחר בחינה של הדין האמריקאי, שאינו זהה בהיבט זה לדין הישראלי. לפיכך, על אף ההבדלים המשמעותיים בתהליכים לקראת הדיווח, כללי האחריות החלים ביחס לדוחות עיתיים זהים לפי החוק לאלו שחלים ביחס לדוחות מיידיים.

ועדת חמדני שמה דגש על משטר הגילוי, שתכליתו מיקוד הדיווחים על מידע מהותי ומניעת דיווחים עודפים שאינם בעלי ערך לציבור המשקיעים.

לצורך הגשמת תכלית זו, לדעת הוועדה יש חשיבות גם למשטר האחריות לכשלי דיווח. לדברי הוועדה, משטר האחריות לכשלי דיווח מושתת על אכיפה ציבורית ופרטית ואמור ליצור עבור התאגידים המדווחים ונושאי המשרה תמריצים לעמידה בדרישות הגילוי, לרבות אימוץ מנגנוני בקרה והליכי אכיפה פנימית, ולהעניק פיצוי למשקיעים שנפגעו מהפרות הדין. עם זאת, משטר אחריות מחמיר יתר על המידה יוצר תמריץ מובנה לדיווח מידע עודף.

בהקשר זה חשוב להדגיש כי מאז השוואת האחריות בעקבות ועדת ברנע התפתחה פרקטיקה ושורטטו הגבולות של האחריות בהחלטות של ועדת האכיפה המנהלית של הרשות ושל בתי המשפט. ועדת חמדני מבקשת את התייחסות הציבור בשאלת משטר האחריות האזרחית הראוי לכשלי דיווח, לרבות כללי האחריות בשוק הראשוני והמשני והיקף ההגנות המוקנות לגורמים מדווחים.

ניתוח המלצות הביניים

פרק א': גישת ההנהלה

דוח ועדת חמדני לעומת עמדה 105-25 (קיצור הדוחות)

עמדת סגל משפטית 105-25, שפרסמה רשות ניירות ערך כבר בדצמבר 2012 תחת הכותרת "קיצור הדוחות", הציבה אבחנה נכונה בין אורך הדוחות לבין שימושיותם. מסמך זה זיהה והדגיש מספר תופעות שליליות שאפיינו את הדוחות באותה עת, ואשר, למרבה הצער, ממשיכות לאפיין את השוק גם כיום, כפי שפורט בהרחבה גם בדו"ח הוועדה. עמדת הסגל הבהירה כבר בזמנו, שנים לאחר שתוקנו תקנות ניירות ערך בהתאם להמלצות ועדת ברנע, כי עיקרון המהותיות, המהווה אבן יסוד בדיני ניירות ערך, אינו מיושם באופן מספק בפועל (וזאת לאחר מספר ניסיונות קודמים של הרשות למקד ולקצר את הדוחות). בהתאם, הציעה העמדה כלים ניהוליים-מעשיים, כגון שימוש בהפניות, הצגת מידע בטבלאות וריכוז גילוי, במטרה להתמודד עם בעיות אלו.

דוח ועדת חמדני ממשיך קו זה (שככל הנראה לא הביא לשינוי של ממש), ואף מרחיב אותו, תוך הכרה בכך שנדרש שינוי מבני עמוק יותר. על מנת למקד את החברות בגילוי של מידע מהותי ורלוונטי, שמונגש למשקיעים, הוועדה ממליצה על קביעה של **מבנה דוחות קוהרנטי** ועל הפרדה ברורה של עולמות תוכן בין פרק תיאור עסקי התאגיד, פרק הממשל התאגידי, דוח ההנהלה ופרק המימון. בהקשר של "דוח ברנע" ההבדל המשמעותי לדעתנו בין עמדת הסגל להמלצות דוח הוועדה הוא בכך שהוועדה ממליצה **גם** על שינויים שכפופים לתיקון התקנות, בעוד שעמדת הסגל היתה כפופה ללשון התקנות כפי שהן. כמובן שחלק מההמלצות גם השתנו במובנים מסוימים לאור חלוף הזמן והניסיון שנצבר מאז.

אנו חוששים, שבדומה לתוצאות של עמדת הסגל, שלכאורה היוותה בשורה משמעותית, והגיעה גם היא לאחר עבודה רחבת היקף של רשות ניירות ערך (לרבות פרסום קול קורא וקבלת הערות מהציבור), גם המלצות ועדת חמדני לא יביאו לשינוי הרצוי **ללא מהלך השלמה נורמטיבי** שיעמיק את השינוי. "קיצור דוחות" כמסמך סגל וולונטרי-יישומי, אף שהיה חשוב בזמנו, אינו יכול להחליף את הצורך בעיצוב מחדש של ההיגיון הרגולטורי.

העמדה שלנו היא כי יש להתקדם בצעד נוסף: **להחליף את נקודת המוצא הרגולטורית** – מגישה המבוססת על רשימת פריטים סגורה לגישה המבוססת על עקרונות פתוחים. זאת, תוך שמירה על "עוגנים" ברורים, כגון דרישות לגילוי KPIs וסטנדרטים למדדי Non-GAAP, ומתן סמכות מפורשת לרשות לפרסם דגשים ענפיים ומתודולוגיים.

עקרונות במקום כללים – מדוע הכרחי ליישם את אותו העיקרון באופן רחבי על הדוח בשלמותו?

המעבר מרגולציה מבוססת כללים לרגולציה מבוססת עקרונות אינו רק שינוי טכני, אלא שינוי פילוסופי עמוק באופן שבו אנו תופסים את חובת הגילוי. הניסיון מלמד כי כאשר הדין בנוי כרשימה מפורטת של סעיפים, גם אם קיימת הוראת מהותיות כללית, בפועל נוצרת פרקטיקה של מילוי סדור של "חובה פורמלית". מצב זה נוח לחברות (בשל ודאות תהליכית) אך גורר אחריו את כל התופעות השליליות שתוארו לעיל ושאותן הוועדה שואפת לבטל – גילוי גנרי, שבבות גאולוגיות, ובשורה התחתונה המון מידע שאינו מעניין את המשקיעים ואינו מועיל לשוק. אנו סבורים כי פרק **תיאור עסקי התאגיד** הוא דוגמה מובהקת (בוודאי לא פחות מדוח הדירקטוריון) למקום שבו נדרש שינוי מהותי בנקודת המוצא הרגולטורית ולאיימוץ הרעיון בבסיס המלצות הוועדה. לכן, אנו תומכים בכך שהשינוי לרגולציה מבוססת עקרונות **יחול במפורש גם על פרק תיאור עסקי התאגיד**. בדומה להמלצות ביחס לדוח ההנהלה, גם בפרק תיאור עסקי התאגיד, במקום לנהל את הפרק בסט סעיפים שיש לכסות באופן טכני, יש להגדיר אותו לפי מטרתו: להסביר לשוק מהו בדיוק העסק, מה מניע אותו, מה הסיכונים המהותיים בו ומה השתנה בעניינים אלה בתקופת הדוח, והכול בצורה המותאמת באופן ייחודי לתאגיד הספציפי.

מהי אותה "שיטת עקרונות" אפקטיבית וכיצד ניתן ליישם אותה גם על פרק תיאור עסקי התאגיד?

איך גורמים לחברות לתאר את העסק שלהן בצורה "חופשית" אך מדויקת, כזו שמשרתת את אינטרס המשקיעים והשוק בכללותו?

חשוב להבהיר כי רגולציה מבוססת עקרונות אינה שקולה ל"ויתור על רגולציה" או ליצירת עמימות. נהפוך הוא, זוהי גישה המעצבת מחדש את חובת הגילוי באופן נכון יותר:

1. **עקרונות-על בחקיקה/תקנות:** יש לעגן עקרונות על ברורים ומחייבים, כגון מטרות הפרק, נושאים שיש להתייחס אליהם, מבחן מידע מהותי, דרישה לאיזון, הצגה ברורה והימנעות מכפילויות. עקרונות אלו יספקו את המסגרת המחייבת. כדי שגישת ההנהלה תהיה אפקטיבית יש לדעתנו לעגן אותה, בדומה לעניינים מסוימים ב-IFRS – למשל IFRS 8 קובע שהמגזרים והדיווח עליהם ייקבעו לפי הדיווח ל- CODM לצורכי קבלת החלטות, ו- IFRS 18 החדש קובע את ה- MPMs לפי המצגת למשקיעים. כלומר, נדרש "עוגן דיווחי" וכן נדרשת מסגרת מינימום. עוגן דיווחי כזה יכול להישען למשל על בסיס הדיווחים של ההנהלה, לרבות סמנכ"ל הכספים לדירקטוריון, כמובן בכפוף לענייני סודיות.

2. **הדרכה על ידי הרשות:** הרשות תוכל לפרסם מסמכי הדרכה, מדריכים ודוגמאות (כפי שהוועדה עצמה מציעה וכפי שכבר עושה הרשות לאורך שנים), וכן "דגשים ענפיים" או "נושאים מהותיים" לפי סקטורים או מודלים עסקיים. אלו לא יהיו כללים נוקשים, אלא "מפת דרכים" שתסייע לחברות להפעיל שיקול דעת מושכל. כמו כן, הרשות תסייע לשוק לעצב את הדוחות לפי צורכי המשקיעים במהלך הפיקוח השוטף – תהליכי בדיקת דוחות ומתן היתר לתשקיפים.
3. **בקרת אכיפה ותמריצים נכונים:** האכיפה תתמקד ביישום העקרונות ובהפעלת שיקול דעת סביר ובתום לב, ולא בציות טכני. הרשות תביא בחשבון תהליכי בחינת מהותיות מסודרים שבוצעו בתום לב על ידי החברה.

תפקידה של הרשות בעיצוב סטנדרט הדיווח

דוח הביניים ממליץ להסמיק את רשות ניירות ערך לעדכן הוראות גילוי ככל שיש בכך צורך לשם התאמה לשינויים בתקינה החשבונאית ובהתפתחויות נוספות. המלצה זו פותחת פתח חשוב לתפקיד אקטיבי ודינמי יותר של הרשות בסביבה רגולטורית מבוססת עקרונות.

אנו סבורים שלצורך מעבר אפקטיבי לדיווח מבוסס עקרונות מהותי, נדרשת מעורבות גדולה של הרשות בעיצוב סטנדרט הדיווח, ולכן אנו מסכימים עם הרעיון שיש לאפשר לרשות לעדכן את הנחיותיה באופן דינמי ומהיר. עם זאת, אנו סבורים שבעיקר תחת משטר של עקרונות, הרשות יכולה להמשיך לעשות שימוש בכלים כמו עמדות, דגשים ופרסומים על נושאים שהיא רואה בהם כמהותיים. בפרקטיקה, עמדות הסגל מיושמות בשוק בדומה מאוד להוראות שקבועות בחוק או בתקנות, והן מנחות את החברות ויוצרות את הסטנדרט הרצוי, וכן מקנות להן נוחות, ודאות והגנה. כך למשל, עמדת אשראי בר-דיווח שהוועדה מציעה לעגנה בתקנות, מיושמת מזה שנים בכל הדוחות שהחברות מפרסמות. כמובן שעל מנת לייצר דוחות רלוונטיים לשוק המשקיעים ולהתאים לצרכיו, תידרש הרשות להישאר כל הזמן עם "יד על הדופק", גם לצורך פרסומים חדשים, וגם לצורך עדכונים של עמדות קיימות. כמובן שעמדות רשות ישמשו כעמדות פרשניות בלבד, יסייעו לבתי המשפט לפרש את חובות הדיווח הקבועות בדיון, אך הפרתן לא תהווה עבירה או הפרה מנהלית בפני עצמן.

הרשות יכולה גם להגביר את פעילות ההדרכה שלה באמצעות סדנאות, כנסים ופורומים קבועים עם תאגידים, נושאי משרה, רואי חשבון ועורכי דין, כדי להסביר את ציפיותיה ולענות על שאלות. דיאלוג פתוח יאפשר לרשות להבין טוב יותר את האתגרים העומדים בפני התאגידים, ולתאגידים להבין טוב יותר את ציפיות הרשות. זה יבנה אמון ויפחית את החשש מ"הפתעות" באכיפה.

אחד הכלים המרכזיים שנמצא בידי הרשות ויכול לסייע בעיצוב סטנדרט הדיווח הוא סמכותה של הרשות להעניק היתרים לפרסום תשקיף ולדרוש תיקון דוחות. הרשות יכולה לדרוש פישוט של הדוחות והצגת מידע באופן נהיר יותר הן בתשקיף הנפקה לראשונה והן לאחר מכן, במתן היתרים נוספים או בבדיקת דוחות תקופתית. בדיקת הרשות יכולה גם להוות נקודה שבה היקף הגילוי ובחירת פרטי הגילוי של החברה מקבל "גיבוי", באופן שיקנה לחברה ולנושאי המשרה ודאות מסוימת לכך ששיקול הדעת שלהם שלא לכלול מידע מסוים סביר ומקובל על ידי הרשות, ובכך יסייע לצמצם את אחריותם לאי-גילוי של מידע שאינו מהותי.

תיקון משטר האחריות – מיקוד בפער בין הידוע להנהלה לבין המדווח לציבור

דוח ועדת חמדני מזהה במפורש את הזיקה השלילית בין משטר אחריות מחמיר מדי לבין תמריץ מובנה לדיווח יתר. הבעיה המעשית היא שחברות ונושאי משרה, מתוך חשש כבד מאחריות משפטית, נוטים לכלול בדוחותיהם המון פרטי מידע, גם אם הם כלליים, בלתי רלוונטיים וחוזרים על עצמם. זאת, מחשש שאי-הכללתם, ובייחוד הסרתם או הסרת ההתייחסות אליהם לאחר שכבר גולו בעבר, עלולים להיחשב בדיעבד כ"פרט חסר מטעה" ולהוביל לסנקציות או לתביעות. גישה זו פוגעת אנושות ביעילות הדיווח וביכולתם של המשקיעים לאתר את המידע המהותי. זו הסיבה העיקרית לכך שאנו חוששים לכך שהמלצות ועדת חמדני בקשר לפרק תיאור עסקי התאגיד יוותרו בגדר המלצות: הבחירה בין יישום ההמלצות, הסרת או התאמת מידע ולקיחת אחריות לבין הכללת מידע גנרי וחסר רלוונטיות שלכל היותר יהיה מיותר, היא ברורה מאליה, ויעיד על כך כל מי שעסק בכתיבת דוחות בימיו.

איננו סבורים שיש לשנות את **רמת** האחריות בחקיקה, משום שאנו רואים ערך רב בהטלת אחריות גם על רשלנות של נושאי משרה בכל הקשור לדיווחים. אנו סבורים כי לא רמת האחריות צריכה להשתנות, אלא שהחקיקה צריכה לטפל בהגדרת "החובה והפרתה" בצורה נכונה יותר. הגדרה זו צריכה להיות בחוק או בתקנות, **ועיצובה** יכול ורצוי שיעשה על ידי הרשות. ברמת ההגדרה - אנו סבורים כי כדי לתמוך במעבר לרגולציה מבוססת עקרונות ולהפחית את התמריץ ל"דיווח יתר", יש לעדכן את משטר האחריות המשפטית באופן שימקד את בחינת ההפרה במידה שבה קיים **פער מהותי ובלתי סביר בין המידע שהוצג להנהלה ולדירקטוריון לבין המידע שדווח לציבור**. כלומר, אם ההנהלה קיבלה החלטות על בסיס מידע מסוים, אך מידע זה לא בא לידי ביטוי באופן מהותי ומאוזן בדיווח לציבור, אזי יש מקום לבחון אחריות. לעומת זאת, אם ההנהלה לא ראתה מידע מסוים כמהותי לצורך קבלת החלטותיה הפנימיות, ובהתאם לא כללה אותו בדיווח החיצוני, יהיה קשה יותר לטעון בדיעבד שהשמטה זו מהווה הטעיה.

גישה זו עלולה להיות בעייתית בכמה מובנים – ראשית, היות שחברות שונות מתנהלות באופן שונה, היא מקנה חופש שעלול להיות רחב מדי - גם מבחינת החברה, שלרוב מחפשת ודאות ולכן זקוקה - ברמה מסוימת - לגבולות ולכללים, וגם מבחינת השוק ויכולתו לקבל מידע עקבי ובר השוואה. שנית, היא עלולה ליצור תמריץ שלילי לחברות, שלא להעלות לדיון בהנהלה או בדירקטוריון נושאים מסוימים (שהרי אז יהיה עליהם לגלותם) ואפילו לתגמל חברות שהנהלה שלהן מתנהלת באופן כללי באופן פחות טוב. לפיכך, צמצום האחריות לפערים בין מה שנדון בתוך החברה לבין מה שדווח, חייב להיות מלווה בכללים מינימליים – קביעת עקרונות, מטרות ועוגנים בחקיקה, ובהנחייה של הרשות את השוק לגבי רמת ההתנהלות והגילוי המצופים.

הרשות, כמי שמוסמכת לפרש את חוק ניירות ערך ואת דרישות הגילוי, וכמי שאוכפת הפרות גילוי, היא גורם משמעותי בעיצוב רמת האחריות. מעבר לשימוש בעמדות סגל ופרסומים, שיסייעו לשרטט את סטנדרט הדיווח, יסייעו לבתי המשפט לפרש מהו מידע מהותי, וירחיקו תובעי סרק מבתי המשפט, הרשות יכולה לעצב את רמת האחריות באמצעות הליכי האכיפה שהיא עצמה נוקטת בהם. היא יכולה לעדכן את מדיניות האכיפה הפומבית שלה כך שהיא תתמקד במקרים של הטעיה מהותית בפועל או פוטנציאלית, ולא בטעויות טכניות או השמטות של מידע שאינו רלוונטי ל"גישת ההנהלה". מדיניות האכיפה יכולה גם להבחין בין רמות שונות של רשלנות (למשל, רשלנות קלה מול רשלנות חמורה או "עצימת עיניים") ולהתאים את אמצעי האכיפה בהתאם, תוך מתן משקל לתהליכי בקרה פנימיים שיושמו.

דוגמה רלוונטית מהחלטות ועדת האכיפה המנהלית מהתקופה האחרונה ניתן למשל לראות במקרה של אריקה בי קיו לייזר. במקרה זה, על מנת לבחון האם מידע שלא גולה לציבור היה מידע מהותי ולכן "פרט מטעה" בחנו הרשות והוועדה ראיות שהצביעו על כך שההנהלה והדירקטוריון התייחסו בחומרה רבה למידע כשהתגלה להם. לעומת זאת, במקרי אכיפה קלים יותר, הרשות מטילה סנקציות גם על הפרות של חובות גילוי ללא בחינה של ממש של רמת המהותיות שלהן. כך למשל, הטילה הרשות אך לאחרונה עיצומים כספיים על חברות שלא נתנו גילוי על שם של לקוח מהותי בניגוד לדרישה שקיימת היום על פי דין. זאת, חודשים לפני פרסום דוח הוועדה שבה הומלץ לבטל את החובה הזו לאור היעדר הרלוונטיות של מידע זה למשקיעים. הטלת סנקציות על אי גילוי של פריטי מידע שאינם מהותיים משום שהם נדרשים בתקנות אינה תואמת את גישת הוועדה השואפת לעודד גילוי מהותי התואם את גישת ההנהלה.

גישה שתחיל אחריות על נושאי משרה ועל חברות כשיתגלו פערים בין המידע המהותי שהחברה ראתה לנגד עיניה לבין המידע שהוצג לציבור, תעודד תמריצים חיוביים ותפחית את ה"רעש" האינפורמטיבי:

- **הפחתת חשש מ"השמטה טכנית"**: חברות ירגישו בטוחות יותר להשמיט מידע שאינו מהותי לניהול העסק בפועל, גם אם הוא מופיע ב"רשימת מכולת" כלשהי, כל עוד הן יכולות להראות שמידע זה לא היה חלק מהותי מ"גישת ההנהלה" שלהן.

- **התאמה בין פנים לחוץ:** ייווצר תמריץ לחברות לוודא שיש התאמה בין המידע שהן רואות כחשוב פנימית לבין המידע שהן מדווחות לציבור. ההנהלה והדירקטוריון יוכלו לעקוב אחר הדוחות ולהיות מעורבים בכתיבה שלהם, בשונה מהפרקטיקה היום, שבה למעשה גם הדירקטורים מתקשים לעיתים לקרוא את הדוחות במלואם.
- **מיקוד במהות:** במקום להתמקד בציות טכני לכללים, חברות יתמקדו בשאלה האם הדיווח משקף נאמנה את המציאות העסקית כפי שהיא נתפסת ומנוהלת על ידי ההנהלה.
- **עידוד תהליכי מהותיות פנימיים:** כדי ליהנות מהגנה זו, חברות יצטרכו לתעד את תהליכי קבלת ההחלטות שלהן ואת המידע שהוצג להנהלה, מה שיחזק את הממשל התאגידי הפנימי.

לסיכום נקודה זו, הרשות מחזיקה בסמכויות להטיל עיצומים כספיים, להורות על תיקון דוחות ולנקוט בהליכים מנהליים. האופן שבו היא מפעילה סמכויות אלו יכול לשלוח מסרים ברורים לשוק כיצד היא מפרשת את עיקרון המהותיות ואילו סוגי הפרות היא רואה בחומרה, באופן שיצמצם את היקף האחריות וימקד באי-גילוי של מידע מהותי. מיקוד האכיפה צריך להיות, הן ברמה ההצהרתית והן בפועל, במקרים שבהם יש פער בין "גישת ההנהלה" לבין הדיווח לציבור, או במקרים של כשלים מערכתיים בבקורות פנימיים.

Non-GAAP ו-KPIs – חובת גילוי וקביעת סטנדרטיזציה

הוועדה מזהה בצדק את הביקוש הגובר מצד משקיעים למדדי ביצוע מרכזיים (KPIs) ולמדדים פיננסיים שאינם מבוססים על כללי חשבונאות מקובלים (Non-GAAP). מדדים אלו מספקים תובנות חשובות לגבי ביצועי התאגיד מנקודת מבט ניהולית, אך הוועדה גם מזהה פערי שקיפות ומתודולוגיה וחוסר השוואתיות ביניהם. בהמשך, הוועדה ממליצה שדוח ההנהלה יכלול KPIs ונתוני Non-GAAP לפי גישת ההנהלה, ובפרט אם התאגיד משתמש בהם במצגות, עם פירוט מתודולוגי.

אנו תומכים בהמלצות אלו ומציעים לחזקן:

חובת גילוי מפורשת: אנו סבורים שיש לעגן חובה מפורשת לכלול בדוח ההנהלה מדדי KPI ומדדי Non-GAAP כאשר תאגיד מוסר אותם במסגרת מצגות למשקיעים או דיווחים מיידיים חוזרים וכאשר מדובר במדדים **מרכזיים** שההנהלה בוחנת. גילוי זה חייב לכלול עקביות היסטורית, התאמות נדרשות ופירוט שינויים בשיטה. הבעיה הקריטית עם מדדי KPI ו-Non-GAAP היא שקל "לייצר" מדד שאינו בר-השוואה, ובכך לפגוע בשימושיותם. הוועדה כבר מדגישה שבלי שקיפות מתודולוגית, משמעת שוק אינה תחליף לרגולציה.

לכן אנו מציעים מודל משולב שיבטיח הן גילוי והן השוואתיות:

1. **עקרונות מחייבים (בדוח ההנהלה):** יש לכלול דרישות עקרוניות לגבי אופן הצגת המדדים, כגון: הגדרה ברורה של המדד, מטרתו, המתודולוגיה לחישובו, עקביות בהצגתו על פני תקופות, הסבר לשינויים במדד, והתאמתו לנתונים בדוחות הכספיים.
 2. **כללים/הנחיות רגולטוריות משלימות:** הרשות תפרסם כללים והנחיות לתחומים שבהם קיימים "מדדים מקובלים" (כגון נדל"ן מניב, פיננסים, תשתיות, טכנולוגיה לפי מודלים SaaS וכדומה). הנחיות אלו יספקו סטנדרטים אחידים ויאפשרו השוואתיות.
 3. **דגש על השוואתיות ויצירת סטנדרטיזציה מנדטורית:** הרשות תפרסם כללי מינימום לדרך הצגה, כדי לאפשר השוואה קלה ומהימנה.
- גישה זו מתיישבת עם תפיסת הוועדה של מעבר לעקרונות אך עם מיקוד ביכולת השוואה.

גילוי על ענייני ממשל תאגידי

הוועדה מציעה לאחד את כלל דרישות הגילוי אודות ממשל תאגידי בפרק ייעודי בדוח התקופתי. אנו מסכימים ותומכים בהמלצה זו, ואף רואים בה הזדמנות ליישם את עקרונות הנייר גם בתחום קריטי זה. ממשל תאגידי נאות חיוני להגנת המשקיעים ולקידום תפקוד תקין של שוק ההון, והוא קובע את מערך האיזונים והבלמים בין ההנהלה, הדירקטוריון ובעלי המניות. אנו סבורים כי נכון לייחד פרק לענייני ממשל תאגידי, אולם גם בנושא זה קיים חשש מבוסס שחובות הגילוי יהפכו לצ'ק ליסט ולרשימה של גילויים גנריים, כפי שקרה בניסיונות העבר, כמו המידע ביחס הנדרש ביחס לעבודות מבקר הפנים והמידע שנדרש בעבר ביחס לתהליך אישור הדוחות הכספיים.

נושא זה שונה במהותו מהתפיסה לגבי גישת ההנהלה, היות שלמעשה הגילוי הנדרש הוא בדיוק על מנת להעריך את איכותה של ההנהלה, והגורם הרלוונטי שבוחן את המידע בנושא זה הוא המשקיעים, לצורך קבלת החלטות ביחס להנהלה או על בסיס הערכתו לטיבה. לכן, בנושא זה אנו סבורים כי יש לאמץ עיקרון דומה, אך מנקודת המבט של גישת המשקיעים. לאורך השנים התפתחו פרקטיקות של גופים מוסדיים וגופים המייעצים לגופים המוסדיים, הדורשים מחברות מידע לעניין הממשל התאגידי, שאינו בהכרח מופיע בדוחות. כך יוצא שמידע אינו מופץ באופן שוויוני, בניגוד לעיקרון מרכזי בדיני ניירות ערך, ובפרט מידע שרלוונטי למשקיעים.

אנו מציעים בנושא זה להתמקד בגילוי טבלאי ממוקד ומינימלי, שניתן לבחון אותו בקלות, ולהתאים אותו למידע הנדרש למשקיעים הבוחנים את איכות ההנהלה והדירקטוריון בחברה, באופן שיחייב חברות לפרסם מידע שהן מעבירות למשקיעים לבקשתם, באופן שוויוני לכל המשקיעים.

אנחנו סבורים כי גם בנושא זה יש לצמצם את רשימות פרטי הגילוי ולוותר על מידע שניתן באופן שוטף (כמו החלטות החברה והחלטות הדירקטוריון לאורך תקופת הדוח). בנוסף, אנו סבורים כי נכון יהיה לשקול לצמצם

יותר את חובות הגילוי על שכר נושאי המשרה, ולהתמקד בגילוי על חריגות ממדיניות התגמול ועל אופן יישום המדיניות ותנאי התגמול של נושאי המשרה בפועל. כמו כן, אנו מציעים להבהיר שבדוחות רבעוניים יינתן גילוי רק על נושאים שהשתנו בתקופת הדיווח.

הוספת גילוי על הסדרי תיחום פעילות ועל תחרות אפשרית של בעל השליטה/נושאי משרה: אנו תומכים בחובת גילוי עקרונית בנושא, אך גם כאן, יש להיזהר מדרישת גילוי שתוביל למידע גנרי. ניתן למקד את הגילוי בהתאם לפסיקה – התמקדות בתחומי הפעילות המותרים או ה"אסורים" לנושאי המשרה או בעלי השליטה ותיאור כללי של אופן האישור של עסקאות כאמור במוסדות החברה.

סיכום ומסקנות של פרק א'

אנו מציעים ליישם את ההמלצות הבאות כדי לאפשר לשוק ההון הישראלי לעבור לרמת גילוי מתקדמת ואיכותית יותר, שתשרת באופן מיטבי את ציבור המשקיעים ולחזק את אמון הציבור בשוק ההון:

א. עיגון עקרון-על של "גישת ההנהלה" בבסיס לגילוי מהותי: יש לעגן בהוראות הדין את העיקרון שלפיו תכלית הגילוי היא להציג למשקיע הסביר תמונה מהותית ומאוזנת של מצב התאגיד, תוצאותיו וסיכוניו, כפי שהיא נתפסת ומנוהלת על ידי ההנהלה, בכל חלקי הדוח. כדי שגישת ההנהלה תהיה אפקטיבית, נדרש "עוגן דיווחי" וכן נדרשת מסגרת מינימום.

ב. מעבר לרגולציה מבוססת-עקרונות בפרק תיאור עסקי התאגיד: יש לתקן את התוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף כך שתתבסס על עקרונות גילוי כלליים.

ג. חיזוק תפקיד הרשות כגורם מנחה ויזום: יש לחזק את מקומה של הרשות כמעצבת סטנדרט דיווח באמצעות הסמכויות שלה להענקת היתרים, לתיקון דוחות ולפרסום עמדות סגל, דגשים ענפיים ודגשי מהותיות, וכן להגביר את פעילות ההדרכה והדיאלוג עם השוק.

ד. עדכון הגדרת האחריות ומדיניות האכיפה: יש להבהיר את טיב חובת הגילוי, כי בחינת אחריות נושאי משרה תתמקד בפער מהותי בין "מה שהוצג להנהלה" לבין "מה שדווח החוצה", וכן בקיומו של תהליך מהותיות סדור ומתועד, ולהשתמש באכיפה של בסמכויות רשות ניירות ערך להגדרת היקף האחריות.

ה. חיזוק דוח ההנהלה ככלי לניתוח איכותי וניהולי: יש לעגן בחקיקה את מטרת דוח ההנהלה ככלי לניתוח איכותי, תוך חיוב גילוי של מדדי KPI (לרבות יצירת סטנדרטיזציה) ומדדי Non-GAAP (כאשר נעשה בהם שימוש פנימי או פומבי), ודרישה לשקיפות מתודולוגית וניתוח מגזרי.

פרק ב': מודל דיווחי מוצע לדוחות הסולו

במסגרת דוח הביניים, ממליצה ועדת חמדני על תיקון תקנה 9 לתקנות דוחות כספיים, כך שבמקום פרסום דוח סולו מלא יכלול בביאורי הדוחות המאוחדים סעיף תמציתי ברמת חברת האם, לצד אפשרות לא לכלול ביאור כאמור אם אין ערך מוסף מהותי, תוך הדגשה שהמתווה יותאם, בין היתר, לאבחנה בין תאגידים שהנפיקו מניות בלבד לכאלו שהנפיקו אגרות חוב לציבור.

לדעתנו, המלצה זו חוטאת למטרת דוחות הסולו ולמעשה מתעלמת מחשיבותם בעיני ציבור המשתמשים בדוחות הכספיים. למרות שהוראות ה-IFRS אינן מחייבות עריכה ופרסום של דוחות כספיים נפרדים לצד הדוחות המאוחדים, לדוחות הסולו חשיבות מכרעת עבור המשתמשים בדוחות הכספיים. קודם כל לבעלי אגרות חוב ולנושים אחרים של החברה, אשר מנתחים את מצבה הפיננסי של החברה על בסיס נפרד – מה הן התחייבויותיה ומהי יכולתה של החברה לשרת אותן. אבל לא רק להם. לשם המחשה, הניתוח המרכזי של תאגידים בנקאיים של המצב הפיננסי של החברות לצורכי מתן אשראי, מאז ומתמיד, התבסס על דוחות הסולו (או סולו מורחב), מאחר ולציבור בעלי אגרות החוב אין "לובי" ולא ניתן מעשית לשמוע את קולם. די להסתכל על אופן ההתייחסות של הבנקים ומלווים אחרים, המיומנים מאוד בקבלת ההחלטות בנושא מתן אשראי, בהתאם למומחיותם, כדי להבין את צורכי הדיווח של בעלי אגרות החוב.

רשות ניירות ערך בישראל עצמה רואה בדוחות הסולו חשיבות. כך, תאגיד מדווח שגייס אגרות חוב מן הציבור נדרש לבחון סממני אזהרה לצורך פרסום תזרים מזומנים חזוי הן בהתבסס על הדוחות הכספיים המאוחדים והן בהתבסס על דוחות הסולו. תאגיד מדווח אשר ידווח על הון חוזר שלילי הן בסולו והן בדוח המאוחד, כמו גם תזרים מזומנים שלילי מתמשך הן בסולו והן במאוחד, יהיה מחויב לפרסם תזרים מזומנים חזוי לתקופה של 24 חודשים.

גם עבור בעלי המניות, קשה להתעלם מכך שבמקרים מסוימים הדוחות הכספיים המאוחדים יכולים להטעות – במיוחד ככל שמדובר באיחוד של חברות בנות ציבוריות, שלאור כללי הממשל התאגידי כלל לא בטוח שקיימת לאותם התאגידים שליטה בחברות המוחזקות, על אף התפיסה החשבונאית הקיימת שמחייבת איחוד במקרים כאלו. ניקח לדוגמה חברה א' שמחזיקה 60% ממניות חברה ב', שהינה חברה בת ציבורית ונפרדת מפעילותה העסקית של חברה א'. בדוח המאוחד של חברה א', לאור יתרות משמעותיות של מזומנים ולקוחות של חברה ב', הדוח הכספי ישקף תמונת מצב של יתרת הון חוזר חיובית, על אף שלחברה האם (חברה א') יש גרעון משמעותי בהון חוזר סולו. במצב הדברים בו מדובר בחברה בת ציבורית, הרי שאין היגיון כלכלי בציבור מצרפי של יתרות שקיימות בין הישויות, שכן החברה הבת הציבורית מהווה הלכה למעשה "קופסה סגורה".

המצב האבסורדי שיכול לשרור בישראל הוא שדווקא חברות פרטיות שמיישמות את התקינה בישראל ימשיכו לדווח באופן מחייב על דוחות הסולו לצד הדוחות המאוחדים שלהן, בעוד חברות מדווחות - שרף הדיווח שלהן אמור להיות גבוה יותר, לא יעשו כן.

לדוחות הסולו יש אפוא חשיבות דיוחית עצומה, וזאת עוד מבלי להיכנס לכך שמיסוי החברות בישראל מתבסס, לאור גישת העקיבה, על הדוחות הכספיים סולו שלהן. כפועל יוצא, קיימת דרישה חוקית מהחברות להתבסס על דוחות אלה לצורך דוחות המס שלהן. כלומר, ביטול דוחות הסולו, גם אם הוא אינו נכון כשלעצמו, לא יוביל לחיסכון מהותי בעלויות לאור הצורך של רשות המיסים.

הבעייתיות של המצב הקיים היום (תקנה 9ג') על רקע IAS 27

במהלך שנת 2010 חוקקה רשות ניירות ערך את תקנה 9ג' (אשר תוקנה בשנת 2022), הקובעת באילו מקרים תאגידים אשר מניות ו/או אגרות החוב שלהן נסחרות בבורסה בתל אביב יידרשו בפרסום דוחות כספיים סולו. הדרישה להצגת דוחות כספיים סולו קיימת הן במסגרת הדוחות הכספיים השנתיים והן במסגרת דוחות הביניים, כאשר במסגרת התקנות נקבעו הקלות במקרים מסוימים. דוחות הסולו כאמור כוללים גם חוות דעת ו/או דוח סקירה של רואה החשבון, בהתאם לעניין.

חשוב לציין כי דוח סולו בהתאם לתקנות ניירות ערך (9ג') אינו ערוך בהתאם להוראות תקני ה-IFRS, אלא מתבסס ונגזר מהנתונים הכספיים הנכללים בדוחות הכספיים המאוחדים. כך לדוגמה, התחייבויות שונות, כגון ערבויות שהעמיד התאגיד להתחייבויות של חברות בנות, אינן נכללות במסגרת הדוח סולו לפי 9ג'.

דוח הסולו לפי 9ג' למעשה מציג תפיסה לפיה ההון העצמי והרווח של התאגיד בדוח סולו יהיה זהה לדוח המאוחד. מכאן, נוצרים עיוותים שונים. כך לדוגמה, כמו שצוין לעיל, ערבויות שהעמיד התאגיד לחברות מוחזקות מקבלות רק ביטוי מילולי ולא נכללת מדידה חשבונאית בדוחות הכספיים. מאידך, עקרונות שרלוונטיים אך ורק לקונספט של הדוחות הכספיים המאוחדים, "מיובאים" לדוח הכספי סולו על אף שעקרונות אלו אינם תואמים את תפיסת הדוח הנפרד. כך לדוגמה, במקרה של עלייה לשליטה לראשונה בחברה מוחזקת, התפיסה בדוח המאוחד היא של מימוש רעיוני – קרי התקינה החשבונאית מניחה שהחברה הרוכשת מימשה את השקעתה הקודמת בחברה המוחזקת עובר להשגת השליטה ובעקבות כך מוכר רווח או הפסד. מאחר ובאמור לעיל, התפיסה בדוח 9ג' שהרווח בדוח סולו זהה למאוחד, הרי שגם בדוח סולו מכירה חברת האם ברווח ממימוש רעיוני. הצגה זו חוטאת לתכלית של דוח הסולו בו הלכה למעשה לא קיימת תפיסה של מימוש רעיוני.

מנגד, ה-IFRS קובע במסגרת תקן חשבונאות IAS 27 כללים לגבי אופן הצגת דוחות כספיים נפרדים וזאת באותם מקרים בהם תאגיד נדרש להציג דוחות כספיים אלו. במסגרת הדוחות הכספיים הנפרדים, התקינה החשבונאית מאפשרת למעשה שלוש חלופות להצגת השקעות בחברות בנות, עסקאות משותפות וחברות כלולות – הצגה על בסיס עלות, הצגה על בסיס שווי הוגן והצגה על בסיס שיטת השווי המאזני. נציין כי במקרה של מדידה על בסיס עלות, נדרש התאגיד לבחון סממנים לירידת ערך, כמו גם להכיר בהפרשה לירידת ערך בהתאם להוראות IAS 36.

ניתן להעריך כי ככל שהחלופה הקיימת היום לפי IAS 27 למדידה לפי שיטת השווי המאזני, שהוספה בשנים האחרונות, הייתה קיימת כבר בעת האימוץ לראשונה של ה-IFRS בישראל, ככל הנראה לא היה צורך "להמציא" את תקנה 9ג' – שבמהותה מנסה להוביל לשיטת מדידה דומה, אם כי כאמור לעיל, שיטה זו בעייתית ויוצרת שלל עיוותים חשבונאיים. כלומר, סדר הדברים הכרונולוגי הוא זה שהוביל אותנו למצב המוזר כיום.

כפי שצוין לעיל, כללי המדידה החלים ב-IAS 27 אינם מיושמים כיום במסגרת דוחות הסולו לפי 9ג'. יתרה מכך, מרבית כללי המדידה החלים בדוח סולו מבוססים על תורה שבעל פה. כך לדוגמה, הפרקטיקה הנהוגה היא כי הלוואות שהעמידה החברה לחברות מוחזקות נמדדות לפי עלות וזאת בשונה מהוראות התקינה החשבונאית הדורשת במקרים מסוימים מדידה עיתית של הלוואות כאמור על בסיס שווי הוגן או במקרים אחרים, בהם הלוואות מקיימות את מבחן הקרן והריבית, מדידה עיתית על בסיס עלות מופחתת תוך יישום מודל הפסדי אשראי.

העיוות בדוחות סולו של חברת אם משפטית

נקודה מרכזית נוספת היא שעל אף חשיבותם של דוחות הסולו כאמור, ההסתכלות על חברת האם המשפטית יכולה ליצור כשלעצמה שלל עיוותים. במקרים רבים תאגידים מדווחים מחזיקים בחברות בנות בבעלות מלאה, כאשר יתרות המזומנים ויתרות כספיות אחרות מוחזקות על ידי החברות הבנות במקום על ידי חברת האם. מצב זה נפוץ במקרה של חברות החזקה אשר מחזיקות בחברות בנות בבעלות מלאה שבהן מרוכזת הפעילות העסקית של הקבוצה. באותם מקרים בהם לא קיימת מגבלה חוקית ו/או חוזית בהעלאת הכספים לחברת האם, הרי שהצגת החוב הפיננסי נטו של חברת האם לבדו יחטא למטרה, שכן חברת האם יכולה בנקל להעלות את הכספים המצויים בחברה הבת ובכך לשרת את חובותיה של חברת האם. עיוות דומה עלול להיגרם בהצגת תזרים המזומנים מפעילות שוטפת של חברת האם סולו, בעוד שכלל הפעילות התפעולית השוטפת מבוצעת באמצעות החברות הבנות.

לשם המחשה, תאגידים מדווחים אשר באופן מובנה קיימת להם יתרת הון חוזר שלילית בדוח סולו, כאשר היתרות הכספיות מוחזקות על ידי חברות בנות בבעלות מלאה, יכולים להחליט, בהחלטה שרירותית, שעובר לתאריך המאזן יעלו כספים מהחברה הבת לחברה האם ובכך לפתור את בעיית ההון החוזר הקיימת בחברת האם לתאריך המאזן.

מודל מוצע: דרישה רגולטורית ליישום IAS 27 בשתי התאמות

אנו סבורים כי הפתרון לבעיית דוחות הסולו בישראל נעוץ בביטול תקנה 9'ג' ובחיוב התאגידים המדווחים ביישום של IAS 27 בשתי התאמות שיובילו ליישום כלכלי ופשוט יותר עבור המדווחים: עריכתו עבור הסולו המורחב על בסיס שיטת השווי המאזני וזאת למעט חברות מוחזקות אשר יימדדו לפי מחיר השוק (שווי הוגן). מדובר בפתרון חשבונאי קוהרנטי שיוביל לשדרוג משמעותי של המידע למשקיעים בשוק ההון ואף יעודד הכללה של קובננטים על בסיס דוחות הסולו המורחב בשטרי הנאמנות של אגרות החוב. לדעתנו, יש לדרוש להציג את דוחות הסולו כאמור הן על ידי תאגידים אשר גייסו אגרות חוב והן על ידי תאגידים מניות. יחד עם זאת, במקרים ספציפיים, יינתן פטור מהצגת דוח הסולו וזאת כאשר דוח זה אינו מוסיף מידע משמעותי למשתמשים השונים בדוחות הכספיים. לדעתנו, אף שקיימת עדיפות מסוימת בהצגת דוחות הסולו כדוח נפרד, ניתן משיקולי עלות-תועלת להציג את דוח הסולו בביאור לדוח הכספי המאוחד, שהינו דוח מבוקר או סקור בהתאם לעניין.

התאמה ראשונה: סולו מורחב

לדעתנו, קיים יתרון דיווחי במעבר לדוחות סולו מורחבים – קרי דוחות סולו של התאגיד הכוללים את הנתונים של חברות בנות בבעלות מלאה, כך שבאותם מקרים בהם לא קיימת מגבלה בהעלאת כספים בין החברות, יוכל התאגיד המדווח להציג את מצבו הפיננסי והכלכלי ולשקף את החוב הפיננסי הנכון כלפי ציבור המשתמשים. הצגה שכזו גם עתידה לשרת את הצגת ההון החוזר הכלכלי של אותו תאגיד ועל ידי כך להימנע מעיוותים שנוצרים בפרקטיקה במקרים רבים. כך לדוגמה, במקרים בהם מבחינה כלכלית לתאגיד קיים הון חוזר חיובי ועל כן אין לו מגבלה אמיתית ביכולת שירות החוב, אך מאחר וחלק מהיתרות מוחזקות על ידי החברה הבת בבעלות מלאה, אותו תאגיד אף יכול להגיע למצב בו הוא יציג גרעון בהון החוזר. הצגת הון חוזר שלילי במצב הדברים כאמור תחטא למטרה הכלכלית של דוח הסולו שכן החברה הבת בה קיימות יתרות הון חוזר חיוביות מהווה חלק אינטגרלי מפעילותה העסקית של הישות המדווחת ויתרות המזומנים והנכסים הפיננסיים שלה עתידים לשרת את החוב הפיננסי של הישות המדווחת.

כפועל יוצא, המודל הנכון לשיקוף דוח הסולו יהיה כזה בו יוצגו הנתונים של התאגיד לרבות חברות בנות בבעלות מלאה (סולו מורחב) וזאת באותם מקרים בהם החברות הבנות בבעלות מלאה מהוות הלכה למעשה "זרוע ארוכה" של חברת האם ומהוות מבחינה מהותית "יחידה כלכלית אחת".

מודל מוצע זה מספק מענה הולם להצגת החוב הפיננסי נטו הכלכלי של הישות המדווחת כמו גם לתזרים המזומנים מפעילותה השוטפת של אותה הישות על בסיס סולו מורחב. דוח הסולו המורחב יוצג רק באותם מקרים בהם מדובר בחברות בנות בבעלות מלאה (או חברות בהן יתרת זכויות שאינן מקנות שליטה אינה מהותית) וכן לא קיימת מגבלה מהותית המונעת מהחברה הבת להעלות כספים ו/או נכסים אחרים לחברת האם.

יתרון נוסף בדוח סולו מורחב זה הוא שלמעשה יחסוך מדידת יתרות ועסקאות בין חברת האם לבין חברות בנות בבעלות מלאה שהן "זרוע ארוכה של האם". כך לדוגמה, יתרת ערבויות ו/או הלוואות שהועמדו בין חברת האם לחברה הבת לא יצטרכו לקבל ביטוי מדידתי בדוח הסולו המורחב אלא יידרש רק תיאור מילולי בגינם.

התאמה שנייה – מדידת השקעות בחברות מוחזקות לא סחירות על בסיס שווי מאזני וחברות מוחזקות

סחירות לפי שווי הוגן

ההתאמה השנייה לדעתנו, נוגעת לבסיס המדידה. אנו סבורים שראוי שהמדידה בדוח הסולו תהיה בהתאם לשיטת השווי המאזני. שיטה חשבונאית זו היא כאמור הרציונל שעומד בבסיס תקנה ג' הקיימת, מה גם שהמגמה של ה-IFRS בעתיד היא לפשט את השיטה (כך למשל לבטל את הדרישה ליצירת רט"מ ועוד). עם זאת, בשונה מתקנה ג' הקיימת אין הכוונה שהרווח החשבונאי במאחד יהיה זהה בהכרח לרווח החשבונאי בדוח סולו ולכן תאגידים יידרשו ביישום שיטת השווי המאזני כהגדרתה ב-28 IAS (כך לדוגמה במקרה של השגת שליטה לראשונה בחברה שהוחזקה בעבר, במסגרת דוח הסולו לא יוצג רווח "ממימוש רעיוני" שכן תפיסה זו שייכת אך ורק לדוח המאחד בה היה "שינוי סטטוס" ממעבר של חברה כלולה לחברה מאוחדת). כמו כן, במקביל אנו סבורים שבמקרה של חברות מוחזקות נסחרות יש להציג את ההשקעה בהן על בסיס שווי הוגן, למרות חוסר העקביות לכאורה. כך למשל, ככל שמדובר בחברת בת או כלולה ציבורית תהיה חובה למדוד את ההשקעה לפי שווי הוגן, בעוד שיתרת ההשקעות הלא סחירות יטופלו לפי שיטת השווי המאזני. הרציונל הוא שמדידה לפי שווי הוגן עדיפה מבחינת הרלוונטיות, ועל כן גוברת על הדרישה לעקביות של בסיס המדידה לגבי כל ההשקעות.

מטרת הדוח סולו הינה לשקף את שווי הנכסים (הפיננסיים) אשר ישרתו את החוב הפיננסי ברוטו של התאגיד. לדעתנו, במקרה של חברה מוחזקת סחירה (בין אם מדובר בחברה בת או חברה המטופלת בשיטת השווי המאזני) ראוי לתת לציבור המשתמשים את המידע על השווי הכלכלי של הנכסים שעשויים לשרת את החוב הפיננסי. אי לכך, מדידת ההשקעות בשווי הוגן תוביל להצגה נאותה ותספק לציבור המשתמשים את המידע הרלוונטי לשירות החוב של החברה האם.

לסיכום, החשש שלנו הוא שביטול הצגת דוח הסולו (הבעייתי כאמור) לפי 9'ג' לצד ההמלצה של ועדת חמדני בקשר לדוחות אלו, עשויה להוביל לפגיעה בציבור המשתמשים בדוחות הכספיים. אנו סבורים אמנם שלא ניתן לוותר על דוחות הסולו, אך גם לטעמנו, נדרש לבצע שינוי משמעותי ביחס למצב הקיים. בהתאם לכך, אנו סבורים כי המודל הנכון להצגת דוחות הסולו הינו ביטול תקנה 9'ג' וחיוב של התאגידים ביישום של IAS 27 בשתי התאמות שיובילו ליישום כלכלי ופשוט יותר עבור המדווחים: הכללת הסולו המורחב במסגרת ביאור לדוחות הכספיים ובחירה בשיטת השווי המאזני בבסיס המדידה המרכזי למעט בקשר עם חברות מוחזקות נסחרות אשר לגביהן המדידה תהיה לפי שווי הוגן. אנו סבורים שמדובר בפתרון חשבונאי קוהרנטי שיוביל לשדרוג משמעותי של המידע למשקיעים בשוק ההון ואף יעודד הכללה של קובננטים על בסיס דוח הסולו המורחב בשטרי הנאמנות של אגרות החוב.

פרק ג': שיפור תזמון המידע - קיצור ה- "דד ליין"

שימושיות המידע בדוחות הכספיים, בהתאם למסגרת המושגית, שהיא בגדר החוקה החשבונאית, גדלה ככל שהתזמון שלו למשקיעים משתפר. התפיסה היא שגם אם הדוח יספק מידע רלוונטי ומהימן – אם הוא לא יגיע למשקיע בזמן שבו הוא נדרש לקבל החלטות, השימושיות שלו נפגעת. לכן, החשבונאות והרגולציה מוכנות להתפשר לעיתים על רמת הדיוק של המידע כדי לשפר את התזמון למשקיעים. ניתן להמחיש זאת דרך דרישת הפרסום של דוחות כספיים רבעוניים, תוך התפשרות על רמת האומדנים, לרבות ההשלכות הנגזרות מכך שלא מתבצעת ביקורת מלאה של רואי החשבון, תוך הסתפקות בנהלי סקירה בלבד.

באופן מסורתי ועד תחילת שנות ה-2000, הדד-ליין לפרסום דוחות של חברות נסחרות בעולם ובישראל היה שלושה חודשים לדוחות שנתיים וחודשיים לדוחות רבעוניים. בתחילת שנות ה-2000 עשתה רשות ניירות ערך האמריקאית (SEC) צעד משמעותי וקבעה כי חברות אמריקאיות גדולות ששוויין יותר מ-700 מיליון דולר יידרשו לפרסם את הדוחות השנתיים (10 K) בתוך 60 יום מתום שנת הדיווח ואת הדוחות הרבעוניים בתוך 40 יום מתום הרבעון. הבחנה זו מבוססת על היכולת והמשאבים של חברות אלה, המכונות "Accelerated Filers", לצד החשיבות הרבה בפרסומם המוקדם בהתחשב במשמעותם לשוק ההון, וכן כדוגמה ומופת ליתר החברות המדווחות.

המגמה העולמית לשיפור התזמון של הדוחות הכספיים באמצעות קיצור הדד-ליין התאפשרה גם על רקע התמורות הטכנולוגיות העצומות בעשורים האחרונים, שהובילו לכניסה של מערכות ממוחשבות מתקדמות למערך הכספים והדיווח, המאפשרות את פרסום הדוחות מוקדם בהרבה בלי לפגוע במהימנותם ואף לשפרם.

על רקע הצלחת המהלך האמריקאי, החליט לפני יותר מעשור הפיקוח על הבנקים בישראל על מתווה לקיצור הדרגתי של הדד-ליין לפרסום דוחות הבנקים: בשנת 2013 קוצר הדד-ליין לפרסום הדוח השנתי ל-20 במרץ של השנה העוקבת ול-55 יום מתום כל רבעון. בשנת 2014 קוצר הדד-ליין השנתי ל-10 במרץ ול-50 יום מתום כל רבעון, והחל משנת 2015 הדד-ליין לדוחות השנתיים קוצר לחודשיים ול-45 יום בדוחות הרבעוניים. כפועל יוצא, בשנת 2016 למשל, הבנקים היו החברות הלא-דואליות הראשונות בבורסת תל אביב שפרסמו דוחות כספיים כבר בחודש פברואר: הדוחות השנתיים של חמשת הבנקים הגדולים לשנת 2015 פורסמו ב-23-29 בפברואר 2016, והדוחות לרבעון השלישי של שנת 2016 פורסמו ב-14-17 בנובמבר 2016.

מסיבות כאלה ואחרות (שאינן קשורות ליכולתם של הבנקים לעמוד במועדים שנקבעו) בתחילת 2017 החליט הפיקוח על הבנקים לחזור בו וביטל את המתווה, כך שהבנקים חזרו לדווח במתכונת של יתר החברות המדווחות בישראל.

אנו סבורים שראוי להקדים את הדד-ליין לדוחות תקופתיים ורבעוניים של מדווחים גדולים, בדומה למקובל כבר יותר מ-20 שנה בארה"ב. תזמון המידע הוא קריטי למשקיעים, והדברים מתחדדים לאור ההתפתחויות הטכנולוגיות, ובמיוחד לאור מהפכת ה-AI. קיצור הדד-ליין גם יצמצם בעיות פוטנציאליות עצומות של מידע פנים. הניסיון ההיסטורי הוכיח שמדווחים גדולים, כמו למשל בנקים וחברות ביטוח (אבל לא רק הם), יכולים לעמוד בדרישה זו.

כפועל יוצא, אנו ממליצים לקצר את הדד-ליין עבור תאגידים מדווחים גדולים בדומה לארה"ב: 60 יום בדוחות השנתיים ו-40 יום בדוחות הרבעוניים. ניתן לבצע גם מעבר מדורג כדי להקל על היישום.