



רשות ניירות ערך

**מדרג רגולציה - בחינת האפשרות
לביטול חובת פרסום דוח רבעוני על ידי
תאגידים קטנים**

אוגוסט 2015

הצעה למדרג רגולציה - נוסח להערות ציבור

הערות ותגובות תתקבלנה עד ליום 15 באוקטובר 2015

**אנשי קשר: עו"ד אלי דניאל, רו"ח אילן ציוני, עו"ד הדס יונס, רו"ח חסאן טואפרה,
רו"ח דוד טרגין, עו"ד רועי כהן**

טל': 02-6556444 ; פקס: 02-6513160 ; דוא"ל : midrag.regulation@isa.gov.il

נבקש להפנות את תשומת ליבכם לנוהל שפרסמה הרשות בעניין ייזום אסדרה, ראו:
http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7067.pdf. בהתאם לנוהל זה ההערות המרכזיות מאת
הציבור יובאו במסמך המרכז את נוסח האסדרה שיגובש, תוך ציון שמות המגיבים מקרב הציבור. ראו גם
סעיף 7 לאותו הנוהל, בדבר בקשות מיוחדות להימנע מפרסום שמי כאמור.

תמצית מנהלים

מסמך זה מרכז המלצות באשר לאפשרות למתן הקלות לתאגידים מדווחים קטנים בנוגע לפרסום דוחות כספיים רבעוניים, כמו גם הקלות במישורים נוספים. המסמך מנתח את היתרונות והחסרונות ביצירת מדרג רגולציה בין תאגידים, המבוסס על קריטריונים מבדילים שהמרכזי בהם הוא גודל התאגיד.

עוד בוחן המסמך אפשרות ליצירת רשימת מסחר נפרדת בבורסה לניירות ערך בתל אביב (להלן - "הבורסה"). ככל שיאומץ מתווה של יצירת רשימת מסחר נפרדת, אזי לצד הרשימה הראשית (להלן - "הרשימה הראשית", אשר שמה יוחלף לרשימה העילית), תהיה גם רשימה כללית. שתי הרשימות ייבדלו זו מזו בהיקף דרישות הדיווח שידרשו מן התאגידים הכלולים בכל רשימה כמו גם בתדירות הדיווח, וזאת חלף המצב הקיים כיום. הבחירה להיכלל באחת מבין הרשימות, תהיה נתונה בידי התאגידים המדווחים עצמם, בכפוף לעמידתם בתנאי הסף שיקבעו בדיון לכל רשימה.

ביסודן של ההמלצות עומדת תובנה שהלכה והתגבשה במהלך השנים האחרונות, לפיה, דרישות ההסדרה החלות על תאגידים מדווחים קטנים בשוק ההון בישראל מכבידות, לעיתים מעבר לנדרש, על פעילותם השוטפת של תאגידים אלה וכתוצאה מכך הן מעצימות את מכלול התמריצים הקיימים בלאו הכי למחיקה של חברות ציבוריות¹, מרצון או שלא מרצון, מן המסחר בבורסה וכן מהוות את אחד מחסמי הכניסה העיקריים לרישומן למסחר בבורסה של חברות חדשות. לצד זאת, ההמלצות הנכללות במסמך הן כאלה אשר ככל והן יאומצו, במלואן, פגיעתן בטיב ואיכות ההגנה על ציבור המשקיעים לא תהיה חריפה וקשה מדי.

אחת המסקנות המרכזיות שגובשה הינה כי לא נדרש שינוי ניכר במשטר הדיווח הקיים בישראל לגבי תאגידים גדולים, אך ניתן לשקול התאמה של נטלי דרישות ההסדרה למנעד סוגי התאגידים המדווחים לפי גודלם ואופי פעילותם, כך שמשטר הדיווח של תאגידים קטנים יכול שיהיה מצומצם יותר.

התכלית המרכזית של מדרג רגולטורי היא לאפשר לתאגידים המדווחים לנתב את עיקר תשומות הזמן של נושאי המשרה והמשאבים הכספיים לפיתוח עסקי התאגיד, באמצעות צמצום היקף העיסוק בנטל הרגולטורי וביטול דרישות גילוי מסוימות.

מסמך זה הוכן, בין היתר, על רקע רשמים שהתקבלו מתאגידים מדווחים ומגורמים שונים בשוק ההון המקומי במסגרת סדרת פגישות ייעודית שערך עימם סגל הרשות במהלך השנה האחרונה. רשמים אלו הצביעו על כך שמכלול ההקלות שכבר ניתנו עד כה, הקטיף במידה מסוימת את הנטל הרגולטורי, אולם, יש צורך לשקול מתן הקלות נוספות ומשמעותיות לתאגידים מדווחים, בדגש על תאגידים קטנים, בכל הקשור לתדירות הדיווח הכספי הרבעוני והיקפו².

¹ הממצאים האמפיריים מלמדים על כך כי בסוף שנת 2010 היו בבורסה 613 חברות שהנפיקו מניות, בעוד שנכון לתחילת חודש אוגוסט 2015 מספרן של חברות אלה עמד על 465 חברות, בלבד (ירידה בשיעור של כ-24%).
² יש לציין, כי נכון למועד זה נכנסו לתוקף רק ההקלות שנכללו בסדרת ההקלות הראשונה. לאחרונה אושרו בכנסת הקלות נוספות שנכללו בסדרת ההקלות השנייה (ביחס לדיווחים מיידיים ואופני הצעה לציבור), אולם הן טרם נכנסו לתוקף. יצוין, כי על הפרק

יובהר, כבר בראשית מסמך זה, כי סגל הרשות מכיר בחשיבות הדיווח הכספי הרבעוני וכי ברי שהחלטות המשקיעים מתבססות, בין היתר, גם על מידע שנכלל בדיווחים אלה. משכך, כל החלטה לצמצם את הדיווח הרבעוני כרוכה בהכרה שהמשקיעים יצטרכו לקבל החלטות השקעה על סמך גילוי מופחת. יחד עם זאת, וכפי שיפורט בהרחבה במסמך זה, ביסודה של ההצעה עומדת תכלית פיתוח שוק ההון, הרצון להקטין את הנטל הרגולטורי וההכרה ביתרונות ובתועלות שינבעו ממתן האפשרות לתאגידים קטנים לפנות משאבים מהותיים נוספים לפיתוח עסקיהם, חלף ההתעסקות בהכנת הדיווח הרבעוני.

הכנת מסמך זה נסמכה על סקירת משטרי הדיווח העיתיים המקובלים בשוקי הון בולטים בעולם המערבי, על סקירת ספרות באשר לשיקולים בדבר תדירות משטר הדיווח הכספי והיקפו, ועל מגמות רווחות בעולם לגבי בחינת הקלות במשטר הדיווח הכספי הרבעוני.

ההמלצות המובאות להלן לגבי האפשרות למתן הקלות במשטר הדיווח הכספי הרבעוני, לצד אפשרות יצירתה של רשימת מסחר נפרדת בבורסה עבור אותם תאגידים קטנים שיאמצו את ההקלות, עולות בקנה אחד עם הרציונל שבבסיס מפת הדרכים של רשות ניירות ערך המושתתת על חשיבות הרגולציה בשוק ההון, מחד, לצד שמירה על רגולציה מידתית ומאוזנת, מאידך.

יצוין, כי בחינה דומה באשר למתן הקלות לתאגידים מדווחים קטנים, בכל הנוגע לפרסום דוחות כספיים רבעוניים, נערכה כבר במהלך שנת 2012 לקראת פרסום תכנית ההקלות הראשונה, כמו גם לאחר שהתקבלו הערות הציבור לתכנית זו. באותו מועד הוחלט לדחות את ההצעה לבטל את הדיווח הרבעוני של תאגידים קטנים, מנימוקים שיפורטו בהמשך.

ההמלצות העיקריות המובאות במסמך זה נוגעות לעניינים הבאים:

1. ביחס לתאגידים קטנים, תבוטל הדרישה הקיימת לדיווח רבעוני ברבעונים הראשון והשלישי (הכוללים עדכון פרק תיאור עסקי התאגיד, דוח דירקטוריון ודוח כספי סקור). חלף דרישה זו, יפרסמו התאגידים הקטנים דיווח רבעוני בהיקף מצומצם שיכלול דוח דגשים רבעוניים (Quarterly Highlights) הכולל סקירה של הפעילות התפעולית בתקופת הדיווח. כפועל יוצא של הצעה זו (ככל והיא תתקבל), יבוטלו הדרישות לצירוף דוחות חברות כלולות, דוחות סולו, חברות נערבות, דוחות פרופורמה והערכות שווי מהותיות מאוד ברבעון הראשון והשלישי;
2. יצירת רשימת מסחר נפרדת לתאגידים קטנים שיאמצו את ההקלות - תאגידים קטנים שיאמצו את ההקלות יעברו להיסחר ברשימה הכללית בעוד שיתר התאגידים ימשיכו להיסחר ברשימה הראשית אשר תשנה את שמה לרשימה העילית ("פרימיום"). על שתי הרשימות הללו יוחל משטר גילוי שונה;
3. יינתנו הקלות ותמריצים נוספים לפי שיוך רשימתי (למשל, זכאות לתשקיף מדף לשלוש שנים מראש לחברה שמניותיה תיכללנה ברשימת העילית);

מצויות גם הקלות לחברות מו"פ, הנמצאות לקראת שלב הדיון בכנסת, וכן הקלות לחברות המנפיקות לראשונה מניות לציבור (סט הקלות זה פורסם לאחרונה להערות ציבור).

4. יינתנו הקלות בדיווח לחברות מחוקות בדומה לתאגידיים קטנים (ללא קשר לגודלן).

שאלות בגינן מתבקש הציבור להעיר את הערותיו:

1. **ביטול חובת הדיווח הרבעוני** - האם יש מקום לעבור ממשטר דיווח רבעוני למשטר דיווח חצי שנתי בתאגידיים קטנים?
2. **החלה על תאגידיים שהנפיקו אג"ח** - האם יש מקום להחיל את ההסדר לביטול חובת הדיווח הרבעוני על חברות שהציעו לציבור רק מניות או שיש להחילו גם על חברות שהציעו לציבור תעודות התחייבות (רק או בנוסף למניות)?
3. **התניית היישום באישור אסיפה כללית** - האם מעבר של תאגידיים קטנים למתכונת דיווח חצי שנתי בעת היישום לראשונה יהיה כפוף לאישור האסיפה הכללית של בעלי המניות? ואם כן, באיזה רוב?
4. **היקף הדיווח החלופי** - ככל שיוחל משטר דיווח חצי שנתי, ובשים לב להצעה לחייב פרסום דוח דגשים רבעוניים ברבעונים הראשון והשלישי, מהו היקף הגילוי שיש לכלול בדוח זה?
5. **רשימת מסחר נפרדת** - האם יש מקום ליצור רשימת מסחר נפרדת - רשימה כללית, עבור התאגידיים הקטנים אשר יאמצו את ההקלות?

מסמך זה כולל את הפרקים הבאים:

1. רקע;
2. רשמי סגל הרשות ממפגשים עם תאגידיים מדווחים;
3. משטר הדיווח הקיים בישראל;
4. בחינת ביטול חובת הדיווח הרבעוני במסגרת תכנית ההקלות;
5. דין משווה;
6. סקירת ספרות בנוגע למשטר דיווח רבעוני;
7. סיכום הסקירה התיאורטית והסקירה המשווה ובחינת נימוקים בעד ונגד יישום ההקלות השונות;
8. הקלות שנבחנו במסגרת הפרויקט;
9. הקלות מומלצות;
10. חמישה נספחים -
 - נספח א' - בחינת ביטול חובת הדיווח הרבעוני במסגרת תכנית ההקלות;
 - נספח ב' - סקירת תדירות הדיווח והיקפו במשטרי דיווח מקובלים בעולם;
 - נספח ג' - סקירת רשימות המסחר והפרמטרים לקיומן בבורסות מרכזיות בעולם;
 - נספח ד' - סקירת הניסיון הקנדי לביטול חובת דיווח כספי ברבעון הראשון והשלישי;

נספח ה' - דרישות רישום ודרישות מרכזיות נוספות לרשימות השונות בארה"ב (NASDAQ),
Frankfurt Stock) ובגרמניה (London Stock Exchange) , באנגליה (NYSE MKT
; (Exchange

רקע

בבסיס מסמך זה מונחת תובנה שהתגבשה במהלך השנים האחרונות בשוקי ההון בעולם ובישראל בפרט לפיה דרישות הגילוי החלות על תאגידים מדווחים עלולות להכביד יתר על המידה, ולהביא לפגיעה בתפקודם של תאגידים אלה ובכלל זה בניהולם ובתוצאותיהם העסקיות. לעתים עלולות דרישות אלה להוביל גם למחיקה של תאגידים מדווחים מהמסחר בבורסה. על רקע תובנה זו, הוחלט ברשות ניירות ערך לפעול להתאמת נטל דרישות ההסדרה לאופיו המודולארי של שוק ההון בישראל, באופן שיינתן ביטוי הולם להבדלים שבין סוגים שונים של תאגידים מדווחים וייווצר מדרג רגולטורי הולם. העבודה על יצירתו של המדרג האמור התמקדה בחובת הדיווח הרבעוני. לצד הרצון להפחית בנטל הרגולציה, הנחת היסוד שנלקחה בחשבון הייתה כי יש למנוע הפחתה של רגולציה אשר תפגע באופן קיצוני בהגנה המוקנית לציבור המשקיעים.

תחת הנחות אלה נבחנה האפשרות להתאים את נטל דרישות ההסדרה למידותיהן השונות של החברות הפועלות בשוק ההון הישראלי. לשם כך, נערכה בחינה של משטרי הדיווח העיתיים המקובלים בשוקי הון בולטים בעולם ושל היסודות העיוניים בדבר היקף משטר דיווח ראוי.

הבחינה התמקדה בשאלה האם לצד דיווח כספי שנתי במתכונת מלאה כפי שהיא נהוגה כיום, יש לאפשר לתאגידים, המוגדרים או שאינם מוגדרים "קטנים", הקלות דיווח בדוחות כספיים רבעוניים. ההקלה המרכזית שנבחנה היא ביטול הדוחות הכספיים לרבעונים הראשון והשלישי של שנת הדיווח. ביחס לשאלה זו, מסקנתנו הייתה כי נמצאו טעמים ראויים לבחון אפשרות למתן הקלה לתאגידים קטנים בבחינת ביטול חובת פרסום דוחות רבעוניים ברבעונים הראשון והשלישי.

לצד האמור, נבחנה השאלה האם לנוכח ביטול אפשרי של הדוחות הרבעוניים הראשון והשלישי קיים טעם לבצע בידול ברשימות המסחר של התאגידים שיבקשו להמשיך ולדווח לפי משטר הדיווח הנוהג כיום, לבין אלה שיאמצו את ההקלות המוצעות. מסקנתנו הייתה כי ישנם טעמים כבדי משקל לעריכת בידול כאמור, כך שבמקום שבבורסה תהיה רשימת מסחר אחת עיקרית - רשימה ראשית, תהיינה שתי רשימות - רשימת עילית (פרימיום) ורשימה כללית. רשימות אלה ייבדלו זו מזו הן בדרישות הגילוי והדיווח והן באשר לשווי השוק של החברות אשר מניותיהן ייסחרו בהן.

רשמי סגל הרשות ממפגשים עם תאגידים מדווחים

החל מאמצע שנת 2014, קיים סגל מחלקת תאגידים פגישות שוטפות עם עשרות תאגידים מדווחים. פגישות אלה הן חלק מן הטיפול השוטף בתאגידים, ומשקפות את הרצון להכיר טוב יותר את פעילותם כמו גם לאפשר להם להציף בעיות ברגולציה החלה עליהם כיום ולהציע הצעות לשינוי הוראות רגולטוריות, בין אם באמצעות שיפור דרישות דיווח אלה ואחרות, ובין אם באמצעות סט הקלות נוסף.

במסגרת פגישות אלה הלינו מספר לא מבוטל של תאגידי מדווחים קטנים על משאבי הזמן והכסף שהם משקיעים בהפקת דוחות כספיים סקורים ועריכתם בתדירות רבעונית, ועל אובדן תשומות ניהוליות וכספיות רבות שמנותבות לתהליך עריכת הדוחות שבא על חשבון השקעתן בניהול העסק. המסר העיקרי שחזר על עצמו היה שחובת הדיווח הכספי מדי רבעון דורשת השקעת משאבים ניכרים (ובפרט משאבי זמן של נושאי משרה בכירה) לשם עמידה בדרישות רגולטוריות, בעוד שהמשאבים הפנויים לניהול השוטף של העסק מצטמצמים במידה ניכרת.

החשש שעלה מדברי התאגידי הקטנים היה כי במונחי עלות-תועלת, הסטת המשאבים האמורה מייצרת עלויות שעולות במידתן על התועלת המופקת מהן. במקום שנושאי משרה בתאגיד יתמקדו בניהול העסק ובהשאת רווחיו, חלק ניכר מזמנם מושקע בתהליך הפקת הדיווח הכספי. עוד ציינו התאגידי הקטנים כי ההקלות שאושרו עד כה, לא היוו בעיניהם הקלה משמעותית בנטל הרגולטורי הכולל.

על רקע טענות אלה, יחד עם הרצון להתחשב ביכולתם של תאגידי קטנים לעמוד בדרישות הדין באופן שלא פוגע באופן מהותי מאוד באינטרסים של ציבור המשקיעים, החל תהליך לסקירה ולניתוח המצב הקיים מנקודת מבטם של מכיני הדוחות (התאגידי עצמם), מבקרי הדוחות (רואי חשבון) ומשתמשי הדוחות (אנליסטים, מוסדיים, חתמים, מנהלי תיקים ועוד), תוך התחשבות בממצאים שעלו בבדיקה קודמת שנערכה בנושא במהלך שנת 2012 לקראת פרסום תכנית ההקלות להערות הציבור.

משטר הדיווח הקיים בישראל

תחת משטר הדיווח הנוכחי בישראל תאגידי מדווחים נדרשים לפרסם את הדוחות הבאים³:

(1) דוח תקופתי שנתי הכולל דוחות כספיים מבוקרים, וזאת תוך 3 חודשים מתום שנת הדיווח הרלבנטית;

(2) שלושה דוחות רבעוניים (דוחות רבעון ראשון, שני ושלישי), הכוללים דוחות כספיים **סקורים**, וזאת תוך חודשיים מתום הרבעון הרלבנטי (קרי, עד ליום 31 במאי לרבעון הראשון, עד 31 באוגוסט לרבעון השני ועד 30 בנובמבר לרבעון השלישי). הדוחות האמורים יכללו⁴:

- **דוחות כספיים ביניים**;
- **דוח דירקטוריון לתקופת הביניים** (בהתאם להצעה לתיקון החקיקה, אשר כבר עברה את אישור מליאת רשות ניירות ערך, יוחלף דוח הדירקטוריון בדוח דיון וניתוח של ההנהלה);
- **דוח רבעוני בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית** על הגילוי הכספי;

³ תקנה 7 ותקנה 39 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן - "תקנות הדיווח").
⁴ בהתאם לתקנה 38א לתקנות הדיווח.

- **דיווח על שינוי או חידוש מהותי** אשר אירע בעסקי התאגיד בכל עניין שיש לתארו בדוח התקופתי⁵.

בחינת ביטול חובת הדיווח הרבעוני במסגרת תכנית ההקלות

במהלך שנת 2012 הוכנה ברשות תכנית ההקלות לגורמים מפוקחים. נושא מרכזי שנבחן בזמנו היה מתן הקלות לתאגידי קטנים, ובפרט ביטול חובת הדיווח הרבעוני המוטלת עליהם. בתכנית שפורסמה להערות הציבור הוצגו השיקולים בעד ונגד מדרג רגולציה, וכן מסקנת הבחינה שנערכה, לפיה ככלל, תחולת הדין אינה צריכה להיקבע כפועל יוצא של גודל התאגיד המנפיק, אלא להתבסס בעיקרה על מאפייני הפעילות וצרכי המשקיעים. מסקנה זו לא השתנתה גם לאחר בחינת הערות הציבור.

מצ"ב **כנספח א'** למסמך זה הניתוח אשר נכלל במסגרת תכנית ההקלות שפורסמה כחלק ממפת הדרכים של הרשות בחודש ספטמבר 2012.

לאור האמור, במסגרת תכנית ההקלות נכללו מספר הקלות ייעודיות לתאגידי קטנים: ביטול החובה לפרסם דוח על הבקרה הפנימית (iSox) ודוח רו"ח המבקר על הבקרה הפנימית; פטור מהכללת ניתוח סיכוני שוק ("דוח גלאיי") במקרים בהם החשיפה לסיכוני שוק הנובעת ממכשירים פיננסיים נמוכה; העלאת ספי הצירוף של דוחות כספיים של חברות כלולות והעלאת ספי הצירוף של הערכות שווי מהותיות מאוד.

הקלות אלה אושרו בוועדת הכספים של הכנסת במהלך שנת 2014. לשם מתן ההקלות נקבעה בתקנות הדיווח הגדרה של "תאגיד קטן", כך שהיא כוללת תאגידי ששווי השוק שלהם (ככל שמדובר בתאגידי שהנפיקו מניות או יחידות השתתפות) נמוך מ-300 מיליון ₪ וייתרת הערך הנקוב של אגרות החוב שהן הנפיקו לציבור אינה עולה על 200 מיליון ₪. כמו כן, נקבע במסגרת הגדרת המונח "תאגיד קטן" כי, בכל מקרה, תאגידי הנכללים במדד ת"א-100 או ת"א-יתר-50 לא ייחשבו תאגידי קטנים. בהתאם לכך, כ-70%-60% מהתאגידי אשר נסחרים בבורסה נחשבים לתאגידי קטנים. יצוין כי משקלם במונחים של שווי שוק מהווה כ-7% משווי כלל התאגידי הנסחרים בבורסה.

במקביל להקלות שכבר אושרו ויושמו ביחס לתאגידי קטנים, ישנם מספר פרויקטים שיוזמה רשות ניירות ערך המצויים בשלבים שונים של קידום החקיקה, אשר כוללים הקלות לתאגידי המדווחים:

1. סדרת ההקלות השנייה - סדרה זו עוסקת בעיקר בהקלות בתחום הדיווחים המיידיים ואופן ההצעה לציבור. חלק מן ההקלות אושרו כבר בוועדת הכספים של הכנסת והן צפויות להיכנס לתוקף בתוך מספר חודשים.

⁵ בהתאם לתקנה 39א לתקנות הדיווח.

2. הקלות לחברות מו"פ - הקלות אלה הן פרי עבודת הוועדה הבין משרדית שעסקה בעידוד הנפקות חברות מחקר ופיתוח בבורסה הישראלית, והן כוללות, בין היתר, הקלות בגילוי ודיווח ובממשל תאגידי. הצעת החוק בנושא נמצאת לקראת דיון בוועדת הכספים של הכנסת, ולאחר אישור הצעת החוק במליאת הכנסת יידרש אישור של קבצי תקנות ייעודיים הדרושים ליישום ההקלות.

3. עידוד הנפקות הון בישראל - סדרה זו עוסקת בהקלות לחברות המנפיקות לראשונה מניות לציבור, לתקופת הסתגלות של חמש שנים לאחר ההנפקה לציבור. ההקלות הן בתחומי הגילוי והדיווח, ממשל תאגידי, אופן ההצעה לציבור ואכיפה מנהלית, ומטרתן היא לעודד חברות פרטיות לראות את הבורסה כאפיק פיתוח וגיוס הון ראוי ומתאים לצרכיהן. ההקלות פורסמו לאחרונה להערות הציבור.

4. הקלות נוספות בתחום הממשל התאגידי - סדרת הקלות הנבחנת בימים אלה בשיתוף עם משרד המשפטים שעניינה הקלות בהוראות חוק החברות, על בסיס מאפיינים שונים של החברות. סדרת הקלות זו טרם פורסמה להערות הציבור.

5. פרויקט שיפור הדוחות - פרויקט זה נועד לטייב ולמקד את תכני הדיווח התקופתי והרבעוני. בין היתר יוחלף דוח הדירקטוריון בדוח דיון וניתוח של ההנהלה, ייערכו שינויים בפרק תיאור עסקי התאגידי, יתווספו פרק מימון ונזילות ופרק הנוגע לממשל תאגידי, ויוסרו דרישות שונות הקיימות כיום בדיווח העתי. נוסח התקנות אושר על-ידי מליאת הרשות לאחר שהתקבלו הערות הציבור, והוא ממתין לקידום בחקיקה.

בשים לב לעובדה שמסמך זה מציע לסטות מהמסקנה שגובשה במהלך שנת 2012 במסגרת תכנית ההקלות, מצאנו לנכון להסביר בקצרה שינוי זה.

בשנים האחרונות ישנה מודעות הולכת וגוברת של הרגולטורים השונים ברחבי העולם, לצרכים המיוחדים של חברות קטנות ובינוניות שלא מוצאות בשוקי ההון כאטרקטיביים לאור העלויות הרגולטוריות המכבידות ביחס לגודלן. בדומה למגמה הגלובלית, גם בישראל נעשו צעדים אופרטיביים במישור זה עם פרסום המלצות הוועדה לקידום השקעות בחברות מחקר ופיתוח ציבוריות⁶.

מתוך כוונה לאפשר להנהלות חברות אלה, הקצאת משאבי זמן ניהוליים יעילה יותר, לאור הרצון להפחית את ההתמקדות קצרת הטווח (המושרשת בעקבות פרסום דוחות כספיים רבעוניים) ועל מנת לאזן בין התועלת למשקיעים מדיווחי אותן חברות, לעומת העלויות הכרוכות בהפקתם, מצאנו לנכון לבחון את צמצום חובת הדיווח הרבעוני, פעולה אשר עשויה להטיב עם התאגידיים הקטנים באופן משמעותי וזאת בהתבסס על הנימוקים לעיל ועל הטענות שנשמעו בעבר מהנהלות תאגידיים אלה, בנוגע לנטל הרגולציה המושת עליהם.

בהקשר זה, מצאנו לנכון לצרף נתונים עדכניים שנאספו על ידי המחלקה הכלכלית ברשות ניירות ערך בקשר עם היקף התאגידיים הקטנים אשר מניותיהם נסחרות בבורסה ואשר הם עשויים

⁶ <http://www.isa.gov.il/הודעות/20%פרסומים/8287.pdf/Reports/177/Documents/IsaFile>

"ליהנות" משינוי משטר הדיווח המוצע לבחינה במסגרת מסמך זה (מדובר בכ-61% מחברות המניות):

התפלגות "חברות קטנות"

| 15-יוני | 14-יוני | |
|---------|---------|------------------------------|
| 261 | 298 | מספר חברות ציבוריות* קטנות |
| 427 | 458 | סה"כ מספר חברות ציבוריות* |
| 61% | 65% | אחוז חברות ציבוריות* קטנות |
| 29 | 33 | מספר חברות אג"ח בלבד** קטנות |
| 73 | 79 | סה"כ מספר חברות אג"ח בלבד** |
| 40% | 42% | אחוז חברות אג"ח בלבד** קטנות |

* חברות ציבוריות ללא דואליות (שאינן כפופות לחובות הדיווח לפי חוק ניירות ערך)
** ללא מנפיקי תעודות סל ותעודות מטבע

דין משווה

סקירת המשפט המשווה נעשתה בשני מישורים: במישור הראשון נבחנה תדירות הדיווח והיקפו במדינות השונות כפי שאלה קיימים בדין המצוי. סקירה זו נעשתה לשם השוואת הדין הקיים בישראל לדין הקיים במדינות השונות. המישור השני התמקד בסקירת הליכי הסדרה רגולטורית שנעשו בשווקים שמעבר לים, וזאת כדי לעמוד על השיקולים השונים ששקלו הגופים הרגולטוריים בבואם לערוך שינויים במשטר הדיווח ובתדירותו.

כרקע יצוין, כי ההכרה בחשיבותן של חברות קטנות ובינוניות בשוק הון ובכלכלה, בכלל, ותרומתן המשמעותית לצמיחה כלכלית בת קיימא ולתעסוקה, בפרט, גברה במהלך השנים האחרונות והעניין בשוק זה הולך וגובר תוך חיפוש ובחינת דרכים לביסוס ועידוד חברות קטנות ובינוניות.

כך למשל, דוח⁷ שפורסם לאחרונה על ידי ארגון רשויות ניירות ערך הבינלאומי, IOSCO, ביחס לשווקי Small and Medium sized Enterprises (SMEs) (להלן - "דוח IOSCO"), בוחן ועוסק במימון חברות קטנות ובינוניות באמצעות שוק ההון. הדוח, המתבסס על מידע שהתקבל מכ-50 מדינות ורגולטורים החל משנת 2012 ועד לשנת 2015, מתאר תפישות שונות לקידום מתן גישה ל-SMEs לשוק ההון ותמריצים למתן גישה כאמור, כמו גם המלצות בהקשר זה. הדוח כולל התייחסות מפורטת ביחס לשווקי ה-SMEs, לרגולציה ולפרקטיקה מקובלת, מאמצי רגולציה שונים שננקטו על ידי רגולטורים (תוך התמקדות ביוזמות חקיקה בתשע מדינות⁸).

⁷ ביולי 2015 פורסם על ידי ה-IOSCO Growth and Emerging Markets Committee (GEM) דוח ייעודי על חברות קטנות ובינוניות - "SME Financing through Capital Markets". הדוח מכיל מידע רב על שווקי SME (הגדרת המושג SMEs וכן המונח הרלבנטי משתנים בין המדינות כתלות במאפייני שוק ההון, גודלו ועוד), מאמצי רגולציה ויוזמות חקיקתיות. הדוח כולל סקירה של שווקי ה-SMEs, הגישה למימון עבור SMEs, מכשולים ואתגרים, המסגרת הרגולטורית המסדירה SMEs, תמריצים וקשיים במימון SMEs ועוד. לעניין הדוח ראו <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD493.pdf>.

⁸ אוסטרליה, הונג קונג, סין, הודו, ארצות הברית, קנדה (אוונטריז), אנגליה, יפן וסינגפור.

ממצאי דוח IOSCO עולה כי ברוב המדינות מתקיים שוק נפרד ל-SMEs וחברות המניות בו כפופות לדרישות רגולטוריות מקלות מאלה החלות בשוק הראשי (Main Market)⁹. מתוך המדינות אשר מסרו מידע במסגרת הדוח, ב-19 מדינות¹⁰ השוק הנפרד מאורגן תחת השוק הראשי כשוק צעיר (Junior Market), ומתוכן ב-10 מדינות¹¹ השוק הנפרד פועל כבורסה נפרדת. בקרב מדינות בהן לא מתקיים שוק נפרד ל-SMEs¹² ישנן כאלה המקדמות רפורמות שעיקר מטרתן הינה הקמת שוק נפרד ל-SMEs¹³.

יודגש, כי במרבית המדינות ניתן לראות כי החברות המשתייכות ל-SMEs (בין אם כשוק נפרד ובין או לאו) מהוות חלק קטן מכלל החברות בשוק, הן במונחי שווי שוק והן מבחינה מספרית¹⁴, וזאת בשונה מישראל (ביחס למספר החברות).

בקרב המדינות הנכללות בדוח IOSCO ניתן להבדיל בין ארבע גישות מרכזיות לרישום למסחר של SMEs: רגולציה מקלה בדרישות הרישום¹⁵, רגולציה אחידה ביחס לדרישות הרישום, רגולציה מחמירה המטילה דרישות גילוי נוספות על SMEs ורגולציה הכוללת מנגנון ובו מערכת ייעוץ ספציפית - (NOMAD) Nominated Adviser¹⁶.

מהדוח ניכר כי מרבית הרגולטורים בתחום ניירות ערך שמים את הדגש על אימוץ רגולציה מידתית עבור מנפיקים שהם SMEs תוך חיפוש נקודת האיזון בין הצורך להפחית את הנטל הרגולטורי לבין פגיעה מינימאלית בהגנה על המשקיעים¹⁷. השיח המנוהל בהקשר זה, מתייחס בעיקרו למתן אפשרות להנהלת ה-SME להתמקד בצמיחה העסקית.

בקרב 60% מהמדינות ישנה הבחנה לעניין דרישות הגילוי החלות על מנפיקים שהינם SMEs להבדיל מיתר המנפיקים. בין אלה ניתן למנות דרישה למסמך רישום (תשקיף) מקוצר ודרישות

⁹ 27 מדינות דיווחו על קיומו של שוק SME נפרד: ארגנטינה, קנדה, טייפה הסינית, דנמרק, מצריים, גרמניה, הונג קונג, איסלנד, הודו, איטליה, קניה, קוריאה, ליטא, מלזיה, האייים המלדיביים, מאוריציוס, ניו זילנד, פקיסטן, פרו, פולין, פורטוגל, סינגפור, דרום אפריקה, ספרד, תאילנד, טורקיה ואנגליה.

¹⁰ ארגנטינה, דנמרק, מצריים, גרמניה, איסלנד, קניה, קוריאה, ליטא, מלזיה, האייים המלדיביים, מאוריציוס, פקיסטן, פרו, פולין, פורטוגל, סינגפור, דרום אפריקה, תאילנד, טורקיה.

¹¹ קנדה (מחוז אונטריו), סין, טייפה הסינית, רפובליקה הדומיניקנית, הונג קונג, הודו, איטליה, ניו זילנד, ספרד, טוניסיה ואנגליה.

¹² אוסטרליה, ברזיל, קולומביה, דובאי, אקוודור, יוון, הונגריה, ישראל, מקדוניה, מלאווי, מרוקו, עומאן, פנמה, רומניה, סלובניה, סרי לנקה ואיחוד האמירויות הערביות.

¹³ ברזיל, מרוקו וישראל.

¹⁴ ראו לעניין זה טבלה מספר 6 לנספח 3 לדוח IOSCO.

¹⁵ בקרב מדינות המקנות הקלות ברישום למסחר, ניתן לראות הקלות כגון: העדר דרישות רישום (ליטא והאייים המלדיביים); הסתפקות במסמכי רישום להבדיל מתשקיף (איטליה); פטורים לרישום למסחר של ניירות ערך עבור מנפיקים קיימים (ברזיל); דרישות רישום מקלות (בין היתר בקשר עם הון נפרע מינימלי (Minimum paid up capital), הון צף מינימלי (Minimum free float), הכנסות (Revenue), שווי שוק (Market capitalization), משך פעילות (Number of years in operation), החזקות ציבור (Number of public shareholders), מספר בעלי מניות מינימלי (Number of minimum shareholders), הון (Equity), הון נפרע (Paid up capital) ודרישות רווחיות (Profitability requirements).

¹⁶ ככלל, תפקיד ה-NOMAD להנחות את החברות הנסחרות בבורסה בדבר אופן העמידה בכללי הבורסה. לפרטים אודות ה-

NOMAD ב-London Stock Exchange, ראו להלן, ה"ש 36 ו-113.

¹⁷ 18% מהמדינות מאמינות כי רגולציה קלה יותר עבור SMEs עשויה ליצור בעיות בתחום ההגנה על משקיעים.

גילוי שוטפות מקלות (לרבות דיווח כספי¹⁸). כמו כן, קיימת הבחנה בקרב מדינות רבות ביחס לנושאים נוספים ובכללם משטר הממשל התאגידי החל על חברות שהינן SMEs לעומת חברות אחרות.

בין מסקנות דוח IOSCO, נכללת התייחסות לצורך ברגולציה מידתית שמטרתה הקלה בנטל הרגולטורי המוטל על תאגידי קטנים ובינוניים, וכן מתן אפשרות גישה נוחה למידע משמעותי אודות החברות הללו (Key information) למשקיעים לצורך קבלת החלטות השקעה מושכלות. בהקשר זה, נכללת המלצה לרגולטורים לבחון - בשיתוף עם Stakeholders - את הרגולציה החלה על SMEs תוך ביצוע ניתוח עלות תועלת. בין היתר, מומלץ לרגולטורים לשקול פטור מדרישות מסוימות, יצירת רמות שונות של דרישת רישום והפחתת עלויות ההון¹⁹. בנוסף, בין המלצות הדוח נכללת גם המלצה לרגולטורים לשקול הקמה של שוק נפרד לחברות שהן בגדר SMEs, בהבחנה בין Equity market ובין Fixed income market²⁰.

דין משווה - מתודולוגיית הבדיקה

לצורך הכנת מסמך זה, נסקרו ונבדקו מספר משטרי דיווח מקובלים בעולם. ראשית, נבדקה תדירות הדיווח התקופתי של חברות ציבוריות והיקפו. במסגרת בדיקה זו בחנו אם תדירות הדיווח המקובלת היא חצי שנתית או שמא קיימת גם חובת דיווח רבעונית, וכן נבדק בהקשר זה אם קיימת הבחנה בין תאגידי גדולים לבין קטנים ובינוניים. שנית, נבדק היקפו של הדיווח. כלומר, נבדקו סוגי הדוחות הנדרשים אשר העיקריים שבהם הם הדוחות הכספיים (הכוללים דוח סקירה/חוות דעת של רואה חשבון) ודוחות הנהלה או דירקטוריון.

הבדיקה האמורה העלתה מספר ממצאים בולטים. באשר לתדירות הדיווח התקופתי, נמצא כי אין קונצנזוס במדינות השונות שנסקרו, וכי מדובר במחלוקת אשר מטרידה רגולטורים רבים. נמצא כי מקורה ההיסטורי של חובת הדיווח הרבעוני הנו בארה"ב, אשר מאוחר יותר הפכה חזון נפרץ גם במדינות נוספות. כיום הדרישה קיימת, בין היתר, בארה"ב ובחלק ממדינות מזרח אסיה. באירופה, לעומת זאת, בתחילת שנות ה-2000 הייתה כוונה לחייב בפרסום דיווח רבעוני, אולם היא יושמה באופן חלקי בלבד. זאת ועוד, במהלך השנים האחרונות חל מהפך בתפישה במדינות אירופה, והמגמה היא צמצום תדירות הדיווח.

¹⁸ בטורקיה, למשל, SMEs נדרשים להגיש דיווח כספי חצי שנתי (להבדיל מרבעוני) ובפורטוגל, SMEs נדרשים למתן דיווח רבעוני במדידה והם מקיימים שתיים מתוך שלוש דרישות נקודתיות (סף מאזן, הכנסות ומספר עובדים). לעומת זאת, בהונג קונג חלות על SMEs דרישות מחמירות יותר באופן שמנפיקים שהינם SMEs כפופים לחובת דיווח רבעוני בעוד שהמנפיקים הבכירים אינם כפופים לחובה זו (ראו לעניין זה עמודים 51-53 לדוח IOSCO).

¹⁹ המלצות נוספות בדוח IOSCO מתייחסות לדרכים למימון ואמצעים לתמיכה בשוק ה-SMEs (כגון: עשיית שוק, מידע זמין ממחקר השקעות (אנליזה), חינוך פיננסי, פיקוח על SMEs תוך שיתוף פעולה עם גורמים ממשלתיים אחרים וסיוע לצד הביקוש).

²⁰ המלצות נוספות כוללות, בין היתר, שקילה של הצעדים הבאים: יצירת דרישות רישום מותאמות עבור SMEs בשווקים מיוחדים ל- Equity market וב-Fixed income market; החלת אותן הדרישות לגבי תהליך ה-Custody ותהליך הסליקה (Clearing and settlement) בשוקי ה-SMEs כמו בשווקים הראשיים, למען עידוד התעניינות המשקיעים בשוקי ה-SMEs; הצגת מערכת ה-NOMAD על מנת להקל על SMEs בהפקת מניות; עידוד עושי שוק עבור ניירות ערך המונפקות על ידי SMEs; גיבוש מדיניות להנפקה פרטית ל-SMEs; בחינת דרכים אלטרנטיביות למימון עבור SMEs, כגון הון סיכון (Venture capital), הון פרטי (Private equity) ואיגוח (Securitization).

בבדיקה שנערכה נמצא כי במרבית המדינות לא קיימת חובת דיווח רבעונית מלאה לחברות ציבוריות קטנות אלא חלקית. בחלק מהמדינות חובת הדיווח כוללת פרסום דוחות כספיים (ארה"ב, קנדה); בחלק אחר קיימת חובת הגשה של דוח הנהלה רבעוני ללא דוחות כספיים (איחוד אירופי); ובחלקן הקטן כלל לא קיימת חובת דיווח רבעונית של חברות קטנות (אוסטרליה, סינגפור).

אשר לשאלת ההבחנה בין תאגידים גדולים לתאגידים קטנים ובינוניים, נמצא כי מדובר בהבחנה רווחת, כאשר בחלק מן המדינות שנסקרו היא בעלת נפקות גם לעניין תדירות הדיווח ובחלקן האחר אין לכך כל נפקות. חרף הבדלים אלה בין המדינות השונות, ניתן לומר כי קיים קונצנזוס עולמי לפיו הנטל הכרוך במשטר דיווח רבעוני לגבי תאגידים קטנים ובינוניים הוא גבוה, ובמרבית המדינות שנסקרו נערכו התאמות הסדרתיות כדי לצמצמו. ההקלות על תאגידים אלו התאפיינו בשלושה מישורים:

- (1) הסרת דרישה לדוחות רבעוניים;
- (2) הקלות בהיקף חובות הדיווח (תוכן הדיווח, הסטנדרט החשבונאי, עלויות פיקוח ובדיקה);
- (3) יצירת פלטפורמה ייעודית למסחר בניירות ערך של תאגידים קטנים ובינוניים.

טבלה השוואתית של חובות דיווח בטריטוריות נבחרות בעולם המערבי

| איחוד אירופי | | | קנדה | | ארה"ב | | תדירות הדוח / סוג הדוח |
|--------------|----------|------|-----------------------------------|------|---|--------------------|------------------------|
| רבעוני | חצי שנתי | שנתי | רבעוני | שנתי | רבעוני | שנתי | |
| לא נדרש | נדרש | נדרש | נדרש | נדרש | נדרש, ללא פורמט מסוים. גילויים מסוימים בהתאם לספי מהותיות גבוהים. | נדרש | דוחות כספיים |
| נדרש | נדרש | נדרש | Quarterly Highlights (פירוט להלן) | נדרש | נדרש | נדרש ²¹ | דוח הנהלה (MD&A) |
| לא נדרש | נדרש | נדרש | נדרש | נדרש | נדרש | נדרש | חתימות על הדוחות |
| לא נדרש | לא נדרש | נדרש | רשות (נדרש גילוי) | נדרש | נדרש, ללא חובת צירוף דוח הסקירה לדוח הכספי. | נדרש | סקירה / ביקורת |

מצ"ב כנספח ב' למסמך זה סקירת תדירות הדיווח והיקפו במשטרי דיווח מקובלים בעולם.

דין משווה - בדיקת קיומן של רשימות נפרדות בבורסות מרכזיות

בנוסף לבחינת קיומה של הבחנה בין חברות לצורך היקף הדיווח הכספי, נבחנו גם שלושה שווקי הון מרכזיים - ארצות הברית, אנגליה וגרמניה, אשר הבורסות המרכזיות שבהם מבחינות בין חברות על בסיס גודלן או על בסיס סטנדרטים אחרים, לצורך יצירתן של מספר רשימות או שווקים.

בארצות הברית בחנו את שתי הבורסות המרכזיות, ה-NASDAQ וה-NYSE.

בבורסת ה-NASDAQ, קיימות שלוש רשימות הנבדלות זו מזו במאפייני החברות ובכלל זה, בגודלן. ההשתייכות לכל אחת מן הרשימות כפופה לתנאים שונים כגון שווי שוק, היקף החזקות הציבור, תזרימי מזומנים, משך פעילות והכנסות. ההבחנה המרכזית בין החברות המנויות בכל אחת משלוש הרשימות, מבחינת משמעות ההשתייכות לכל רשימה, הינה בעיקר במיתוג הרשימה, וכן באלמנטים נוספים כגון: יוקרה, ביקוש והיקף העסקאות המתבצעות. פחות דגש מושם על רגולציה שונה החלה על חברות המשתייכות לכל אחת מן הרשימות ועל הקלות רגולטוריות.

ב-NYSE לא קיימת הבחנה בין חברות על בסיס גודלן וקיימת רשימה אחת. אולם, קיימת "בורסה" מיוחדת לחברות קטנות (NYSE MKT), אשר הוראותיה מקלות בהיבטים מסוימים ביחס להוראות ה-NYSE.

בנוסף, בשתי הבורסות (NYSE ו-NASDAQ) קיימות הבחנות נקודתיות בהוראות הרגולטוריות (בדיווח ובממשל תאגידי) החלות על חברות קטנות וזאת על בסיס ההגדרה הפדרלית לחברות שכאלה (Smaller reporting companies), אולם הבחנות אלו אינן משמעותיות.

באנגליה בחנו את בורסת לונדון בה פועל ה-Main Market וכן ה-Alternative Investment Market (AIM). ה-Main Market הינו שוק מוסדר (Regulated market) אשר מורכב משתי רשימות נפרדות (Standard Listing ו-Premium Listing) הנבחנות זו מזו בדרישות הגילוי (לצורך רישום וכן באופן שוטף) ובהוראות הממשל התאגידי. יצוין, כי הדגש בדרישות ההשתייכות לכל אחת מן הרשימות אינו תלוי בגודל החברה ודרישת הגודל אינה מהווה חסם משמעותי.

כמו כן, קיים סגמנט נוסף, High Growth Segment, אשר מבקש לתת מענה לחברות בינוניות שאינן עומדות בדרישות הרישום החלות לצורך כניסה לשתי הרשימות האחרות, אולם ככלל, לא הייתה היענות של חברות להצטרף לסגמנט זה.

ה-AIM (אשר אינו מהווה EU Regulated Market), הינו שוק המיועד לחברות קטנות וצומחות והוא מקנה גמישות רגולטורית. ככלל, חברות הנסחרות ב-AIM כפופות לדרישות מקלות יותר.

בגרמניה, בורסת פרנקפורט (Frankfurt Stock Exchange - FWB) מפעילה שוק מוסדר (Regulated Market) ושוק שאינו מוסדר (Open Market). השוק המוסדר כולל שני סגמנטים: ה-Prime Standard וה-General Standard. חברה שמצטרפת לשוק נכללת באופן אוטומטי ב-Prime Standard והיא נדרשת לקיים את הדרישות המינימאליות הקבועות בחוק. ה-Prime Standard הינו סגמנט, אשר למעשה, נועד לתת מענה ל-"צרכים" של חברות גדולות המבקשות למשוך משקיעים זרים, ועל כן, הדגש בסגמנט זה מושם הן על דרישות גילוי נרחבות והן על דיווח בשפה האנגלית.

מצ"ב **כנספח ג'** למסמך זה סקירת רשימות המסחר והפרמטרים לקיומן בבורסות מרכזיות בעולם.

סקירת ספרות בנוגע למשטר דיווח רבעוני

לשם קביעת היקפו ותדירותו של משטר דיווח הולם סקרנו את הספרות מקצועית העוסקת בנושא זה. אנו סבורים כי לצד הסקירה ההשוואתית, אשר מצביעה על **המצב הקיים** בשוקי הון שונים ברחבי העולם, לא ניתן להציע שינוי בדין הישראלי בלא סקירה ממצה של הטעמים הרעיוניים העיוניים העומדים מאחורי משטרי דיווח שונים. שילוב של שני אלה - המצב המצוי בעולם והסקירה העיונית בדבר שיקולים רלבנטיים לקביעת משטר דיווח - יאפשר לבסס באופן טוב יותר את אופיו הרצוי של מנעד הרגולציה הרצוי בישראל.

במסגרת הבחינה שנערכה ביקש סגל הרשות לעמוד על היתרונות והחסרונות של משטר דיווח רבעוני. אחת ההבחנות שעלתה במהלך הבחינה היא בין טעמים המבוססים על שיקולי כדאיות ויעילות (Economic effect) לבין טעמים המבוססים על שיקולי זרימת מידע מספק למשקיעים (Informational effect), כאשר בצד כל אחת מקבוצות שיקולים אלה מונחים שיקולים כבדי משקל.

עם זאת, סגל הרשות מצא לנכון לייחס משקל שונה לכל קבוצה. כזכור, הנחת היסוד המרכזית בבסיס עבודתנו הייתה כי התאמות ההסדרה שתוצע כרוכות בפגיעה במידע אותו יקבל ציבור המשקיעים, אך במונחי עלות תועלת ושיקולי פיתוח שוק ההון (כדוגמת, חסכון בעלויות של התאגידים הקטנים וניצול מיטבי של תשומות הזמן והכסף) הוחלט לקדם את ההצעה. בהתאם, נמצא כי יש לתת עדיפות לקבוצת השיקולים בדבר זרימת מידע באופן שיצמצם במידת האפשר את הפגיעה במשקיעים. באשר לקבוצת השיקולים השנייה, בדבר כדאיות ויעילות, נמצא כי יש להבחין בין שיקולים אשר לקיחתם בחשבון אינה פוגעת באופן ממשי בזרימת המידע לציבור

המשקיעים לבין שיקולים אשר לקיחתם בחשבון עלולה לפגוע במידה מהותית בזרימת המידע לציבור המשקיעים.²²

סגל הרשות סבור כי ניתן להתחשב בשיקולי כדאיות ויעילות ובלבד שהפגיעה בזרימת המידע הדרוש לציבור המשקיעים לשם קבלת החלטת השקעה מושכלת מפוצה בתועלות אחרות שינבעו מפיתוח שוק ההון. לאור האמור, להלן תוצג סקירת השיקולים האמורים ומסקנות סגל הרשות מן הבחינה שבוצעה.

שיקולי זרימת מידע לציבור

היקף המידע שחברה מספקת לציבור המשקיעים ותדירותו היו מושא למחלוקת במחקרים רבים. הנחת היסוד, אשר איננה מוטלת בספק, היא שמידע לא מאוזן ולא שוויוני (Asymmetric information) - רב מדי או מועט מדי - עלול לעוות את יעילות תמחור המניה (Price efficiency) ובתוך כך לפגוע בציבור המשקיעים. מחקרים איכותניים (לא אמפיריים) שבוצעו במדינות מערביות שונות מצביעים על מספר יתרונות וחסרונות של דיווח בתדירות רבעונית בהקשר של אפקט המידע.

העמדה המחקרית המסורתית היא שתוספת למידע מקטינה א-סימטריה במידע מכיוון שהיא מאפשרת גישה שווה לכלל המשקיעים למידע.²³ בבסיס עמדה זו, המעדיפה דיווח בתדירות גבוהה, כלומר דיווח רבעוני מלא, מונחת השקפה לפיה תדירות דיווח גבוהה מאפשרת זרימת מידע מהותי המאפשר למשקיעים לקבל החלטת השקעה מושכלת. דיווח תדיר מאפשר, על פי עמדה זו, עדכון מהיר יותר על ההתקדמות של החברה, והדבר חיוני בסביבה התחרותית של היום, אשר נוטה לשינויים טכנולוגיים רבים.²⁴ עמדה זו גובתה בספרות גם במחקרים אמפיריים אשר הצביעו על קשר חיובי שלפיו גידול בתדירות הדיווח מביא לרמת דיוק גבוהה יותר במידע שמציגה החברה (Lower information asymmetry).

עם זאת, קיימים גם מחקרים אשר מצביעים על היעדר קשר בין דיווח בתדירות גבוהה וא-סימטריה במידע.²⁵ עמדה מסורתית זו, לפיה כל המרבה במידע הרי זה משובת, אינה בהכרח נכונה לגבי משטר דיווח רבעוני. מספר מחקרים שנערכו לאורך שלושת העשורים האחרונים (1998, 2002 ו-2014) הצביעו על כך שבדיווח הרבעוני, בשונה מהדיווח השנתי, המידע אשר נמסר לציבור המשקיעים משמש במידה רבה את ההנהלה לשם מניפולציה בדיווח על פעילות החברה והצגת הרווחים (ויודגש, אין מדובר במניפולציה בני"ע). במסגרת ממצאי המחקרים הללו נשמע גם טיעון לפיו תדירות דיווח גבוהה דווקא מקטינה את מידת הגילוי.

²² ליסודה של הבחנה זו ראו: Kajüter, Peter, Florian Klassmann, and Martin Nienhaus, *Causal Effects of Quarterly Reporting—An Analysis of Benefits and Costs*, Available at: <http://ssrn.com/abstract=2545808> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2545808>; (להלן: *Causal Effects*).

²³ *Causal Effects*, לעיל הי"ש 22, בעמ' 6-7.
²⁴ Arthur Kraft, Rahul Vashishtha, and Mohan Venkatachalam, *Real Effects of Frequent Financial Reporting*, Available at SSRN 2456765 (2014).

²⁵ *Causal Effects*, לעיל הי"ש 22, בעמ' 6-7.

שיקולי כדאיות ויעילות

שיקולי הכדאיות והיעילות עניינם בעלויות הכרוכות במשטר דיווח רבעוני והשפעתן על החלטות ההנהלה, וכן השפעת עצם תדירות הדיווח על תכניות ההשקעה של החברה ועל האסטרטגיה של הנהלתה. חסרון אחד של תדירות דיווח גבוהה (משטר דיווח רבעוני) הוא גידול בעלויות לחברה. חסרון נוסף שניתן למנות הוא התמקדות ההנהלה ביעדים כספיים קצרי טווח על פני יעדים עסקיים אסטרטגיים ארוכי טווח. המינוח המקובל בספרות לתופעה זו הוא "התנהגות לטווח קצר" ("short-termism" או "myopia") ונטענה טענה לפיה תופעה זו מובילה בטווח הארוך לתוצאות בלתי רצויות של פגיעה בערך החברה, ירידה ביעילות השוק, צמצום התשואה על ההשקעות ופגיעה במאמצים לחיזוק הממשל התאגידי.²⁶

בהקשר זה, ניתן לציין כי קיימים מחקרים אשר הצביעו על תמריץ למנהלים שלא להשקיע את כספי החברה על מנת להשיא רווחים בטווח הקצר וזאת על חשבון רווחים בטווח הארוך. מחקרים אחרים (מהשנים 2005 ו-2014) הצביעו על ירידה, בפועל, בהיקף השקעות של חברות שפועלות תחת משטר דיווח רבעוני.

מנגד, לתדירות דיווח גבוהה יותר ישנם גם יתרונות כלכליים. יתרון בולט אחד אשר מוזכר בספרות נוגע למידה רבה יותר של "משמעת" בהשקעות ובהחלטות שמקבלת ההנהלה, וזאת בשל פיקוח הדוק יותר של משטר הדיווח הרבעוני. יתרון בולט נוסף אשר צוין בספרות נוגע לעלויות גיוס הון נמוכות יותר בחברות אשר פועלות תחת משטר דיווח הדוק יותר, קרי, משטר דיווח רבעוני.

לסיכום, היתרונות המצופים בהקשר האינפורמטיבי הם הגדלת השקיפות וצמצום הא-סימטריה במידע המדווח. היתרונות/חסרונות המצופים בהקשר הכלכלי הם שיפור/פגיעה בביצועי ההנהלה.

מקרה סינגפור

מחקר שנערך בשוק ההון בסינגפור העלה ממצאים מעניינים.²⁷ המחקר נערך על יסוד רפורמה רגולטורית אשר החילה על חברות שעמדו ברף מסוים (שווי השוק שלהן עלה על 75 מיליון דולר) **חובת משטר דיווח רבעוני**, בעוד שחברות שלא עמדו ברף נותרו תחת **משטר דיווח רבעוני וולונטרי**, וזאת לצד דיווח חובה שנתי וחצי שנתי. המחקר השווה בין שתי קבוצות החברות הללו (המחקר התייחס לחברות ששווי השוק שלהן היה סביב הרף האמור ולא הרחק ממנו, משיקולים של תוקף מחקרי) במטרה לבחון האם הגידול בתדירות הדיווח משפיע (מקטיף) על הא-סימטריה במידע.²⁸

²⁶ Frank Gigler & others, *How Frequent Financial Reporting Can Cause Causal Effects*, לעיל ה"ש 22, בעמ' 6-7; *Managerial Short-Termism: An Analysis of the Costs and Benefits of Increasing Reporting Frequency*, Journal of Accounting Research, Forthcoming; Chicago Booth Research Paper No. 13-01 (2012). Available at SSRN: Breaking the Short-term Cycle, CFA Centre for Financial Market Integrity. ; <http://ssrn.com/abstract=2196152>. Available at: http://www.corporate-ethics.org/pdf/Short-termism_Report.pdf

²⁷ *Causal Effects*, לעיל ה"ש 22.

²⁸ באמצעות הרצת גרסיה לפי שני משתנים: מרווח קניה-מכירה (bid-ask spreads) ו-return volatility.

מסקנת המחקר הייתה כי **משטר דיווח רבעוני אינו מקטין את הא-סימטריה במידע, אולם הוא גורם לחברות לסטות מאסטרטגיית ההשקעות שלהן. משטר זה גורם לחברות להשקיע פחות מאשר תחת משטר דיווח חצי שנתי.** שאלה נוספת שנבחנה במחקר הייתה האם העלויות שכרוכות בהפקת דיווח רבעוני גבוהות מהתועלת שמופקת ממשטר דיווח זה. שאלה זו נבדקה באמצעות בחינת התשואות על המניות (Stock return) בחברות שנודע להן שעליהן לעבור למשטר דיווח רבעוני. ניתוח התשואות הראה כי **בחברות קטנות (ששווין נמוך מ-75 מיליון דולר) התשואות קטנו עם החלת משטר הדיווח הרבעוני.** הסיבה לכך הייתה הנטל הכספי הכבד שכרוך במשטר הדיווח הרבעוני, כלומר העלויות הנוספות של הפקת הדוחות, עריכתם וכיו"ב. **מסקנת המחקר הייתה שהעלויות הכרוכות במשטר הדיווח הרבעוני, בחברות קטנות, פוגעות בתשואה על המניה ונתפסות בשוק כנטל.**

סיכום הסקירה התאורטית והסקירה המשווה

סקירת השיקולים בדבר תדירות והיקף משטר הדיווח הרבעוני בעולם ובספרות מעלה, כאמור, שני סוגים של שיקולים: השפעה על זרימת המידע לציבור, והשפעה על כדאיות ויעילות הכנת המידע וגילוי.

על רקע המצב הקיים במדינות שונות ברחבי בעולם, העמדות המופיעות בספרות, ואופיו של שוק ההון הישראלי, דומה כי קיים "קונצנזוס גלובאלי", באשר לנטל הרגולטורי העודף המונח על כתפיהם של תאגידי קטנים, אשר "מן הראוי לתת לו משקל מתאים, תוך התייחסות לגורמים ולנימוקים שהובילו ליצירתו"²⁹.

השאלה המרכזית אינה אפוא האם בכלל נדרש דיווח רבעוני, אלא מה תהא מידתו הראויה. מידה זו, כך נראה, צריכה לשקף את ההכרה בעיקרון היסוד של זרימת מידע מספק לציבור המשקיעים, מחד, ואת ההכרה בכך שדרישות ההסדרה שחלות על חברות ציבוריות בשוק ההון בישראל מכבידות לעתים מעבר לנדרש על פעילותן השוטפת של החברות, מאידך. לפיכך, ככל שיש אפשרות לצמצם את דרישות הגילוי הרבעוניות מצד תאגידי קטנים - כאשר בגרעית המידע שנדרש לפיהן יש אמנם פגיעה במידע שניתן לציבור המשקיעים לצורך קבלת החלטות השקעה, אך בה בעת ישנן תועלות משמעותיות שעשויות לצמוח בשל כך בעקבות פיתוח שוק ההון והפניית המשאבים הניהוליים והכספיים לפיתוח עסקי התאגידי הקטנים - נראה כי יש לעשות כן.

מהו אותו רף מידע הדרוש למשקיעים בכל הנוגע לגילוי בדיווח הכספי? סגל הרשות סבור כי אין הכרח לקבוע רף גבוה של מידע, וניתן להסתפק בקביעת רף תחתון הכרחי אשר גילוי בהיקף נמוך יותר עלול לפגוע במשקיעים. הבחירה ברף התחתון כבסיס לרפורמה הצפויה נעוצה בהכרה ברעיון מדרג הרגולציה. בבסיס רעיון זה עומדת ההכרה בחשיבות פיתוח שוק ההון ובצורך להתאים את נטל דרישות ההסדרה לאופיו המודולארי של שוק ההון, באופן שיינתן ביטוי הולם להבדלים הקיימים בין סוגים שונים של החברות הפועלות בו.

²⁹ לשון המשנה לנשיאה אי' ריבלין בע"א 1326/07 המר נ' עמית, פסקה 53 לפסק הדין (28.5.2014).

רעיון מדרג הרגולציה מאפשר לחברות להחיל על עצמן משטר דיווח קפדני יותר, אם ברצונן לעשות כן, אך בה בעת, מקום שמשטר הדיווח הקפדני פוגע בתפקוד החברה, בין אם בשל עלויותיו הגבוהות, ובין אם בשל כך שהוא אינו מתאים לסוג פעילותה של החברה, החברה אינה חייבת להחילו על עצמה.

החופש היחסי לבחור את משטר הדיווח המתאים מאפשר גמישות מתבקשת ואף הכרחית בהסדרת שוק ההון. חופש בחירה זה עולה אפוא בקנה אחד הן עם כללי השוק החופשי, במובן זה שהשוק - ולא הרגולציה - הוא זה שמתגמל את החברה בעבור מידת הגילוי ואיכותו. תפקידה של הרגולציה מתמצה בהקשר זה בשמירה על אותו רף תחתון הכרחי, שממנו והלאה מידת הגילוי נותרת להסדרת כוחות השוק. על רקע זה, נפרט להלן את עיקרי השיקולים בדבר תדירות והיקף משטר הדיווח הרבעוני.

סיכום השיקולים התומכים בצמצום תדירות ו/או היקף משטר הדיווח הרבעוני

- א. **פינוי משאבי זמן ניהוליים** - מתן אפשרות להנהלת התאגיד המדווח לצמצם את היקף הזמן אותו הוא נדרש להשקיע לצורך הכנת הדוחות הרבעוניים, ותחת זאת תוכל ההנהלה להפנות את משאבי הזמן הללו לניהול השוטף של התאגיד המדווח.
- ב. **צמצום עלויות כספיות** - צמצום הנטל הרגולטורי יאפשר לתאגיד המדווח חיסכון בעלויות כספיות, וזאת מבלי לפגוע יתר על המידה ביכולת המשקיעים לקבל מידע רלבנטי ומהימן אודות התאגיד המדווח.
- ג. **המודל עובד בשווקים מסוימים בעולם** - חלק מהשווקים המקובלים בעולם מסתפקים במשטר דיווח כספי מצומצם ביחס לזה הרווח בישראל. כמוזכר לעיל, באירופה מסתפקים בדיווח חצי שנתי ובארה"ב, לגבי חברות זרות מסתפקים בדיווח שנתי לצד הפרקטיקה הקיימת של פרסום Press release. בקנדה, חברות קטנות שהן בגדר Venture issuer נדרשות לפרסם דוחות כספיים רבעוניים ולצד דוחות אלה גם דוח קצר - דוח דגשים רבעוניים (Quarterly Highlights).

סיכום השיקולים נגד צמצום תדירות ו/או היקף משטר הדיווח הרבעוני

- א. **פגיעה בהיקף המידע הכספי המסופק למשקיעים** - דיווח בתדירות רבעונית מאפשר למשקיעים קבלת החלטת השקעה מושכלת על סמך מידע (לרבות, מידע פיננסי) רחב, מהימן ומעודכן. סטייה מכך, בנסיבות בהן זהו המצב הקיים כיום, עלולה לפגוע בהיקף המידע הניתן למשקיעים.
- ב. **סטייה מהמודל האמריקאי לחברות מקומיות** - דיווח בתדירות רבעונית מלאה מקובל בלא מעט שווקי הון ברחבי העולם, לרבות, בשוק הגדול ביותר - ארה"ב (וזאת, ככל שהדבר נוגע לתאגידים שהתאגדו בארה"ב), וגם בורסת הונג קונג שהיא אחת הבורסות הגדולות בעולם ומצויה בצמיחה מתמדת, החליטה לעבור למשטר דיווח כספי בתדירות רבעונית.
- ג. **פגיעה ביכולת הסקירה האנליטית של תאגידיים** - דיווח בתדירות רבעונית מלאה מקל על אנליסטים וחברות דירוג המסקרים תאגידיים מדווחים, לבצע סקירה וניתוח של תאגידיים

מדווחים ולבסוף לגבש חוות דעת, באופן מהימן ועדכני, הן ביחס לשווי הון התאגיד והן ביחס לסיכון החוב שלו.

ד. **העדר מידע עדכני ומלא על המצב הפיננסי** - עלולה להתעורר בעיה במידע כספי תמציתי בקשר ליכולת הניתוח של מצבו הפיננסי של תאגיד, בעיקר ככל שהמידע לא יינתן בפורמט הכולל דוח סקירה של רו"ח מבקר. מצב כזה עלול לגרום לאובדן בקרה נוספת על ניתוח מצב הנזילות ויכולת הפירעון של התאגיד.

ה. **פגיעה בשיווי משקל בשטרי נאמנות** - ככל שההמלצות יוחלו גם על תאגידים קטנים שהנפיקו תעודות התחייבות, ולאור העובדה כי בשורה של תאגידים מדווחים, ישנה התחייבות לפרסום דוחות רבעוניים ולכך שהללו יימסרו לידי הנאמנים לאגרות החוב, הרי שמתן אפשרות לפרסם דוחות כספיים במתכונת מצומצמת עלול ליצור "כאוס" בתחום, שכן, תאגידים שירצו לנצל אפשרות זו, יידרשו לקבל מראש אישור של המחזיקים באגרות החוב, והללו עשויים לדרוש קבלת פיצוי כספי על כך.

ו. **פגיעה בהיקף המסחר בתאגידים קטנים** - מתן מידע בהיקף מצומצם יותר, על ידי התאגידים הקטנים, עלול להוביל לצמצום נפח המסחר בהם, שכן, משקיעים שונים, לרבות משקיעים מוסדיים, עלולים להחליט כי הם יימנעו מהשקעה במניות תאגיד קטן בשל היקף המידע המצומצם שהוא מספק.

ז. **פוטנציאל גדול יותר לשימוש במידע פנים** - העובדה כי תאגידים קטנים לא יידרשו למתן דיווח רבעוני, ברבעון הראשון והשלישי, עלולה לייצר פוטנציאל למספר רב יותר של מקרים בהם יעשה שימוש במידע פנים. כך, מידע מהותי שיש בו כדי להשפיע על מחיר מניית התאגיד הקטן עשוי שלא להתפרסם לציבור במשך תקופה ארוכה יותר.

הקלות שנבחנו במסגרת הפרויקט

כעת יסקרו ההקלות האפשריות שהועלו לדיון במסגרת הפגישות שקיים סגל הרשות גורמים שונים בקשר עם תדירות והיקף הדיווח הכספי הרבעוני. את ההקלות האפשריות ניתן לחלק לשני סוגים: הקלות אפשריות במישור תדירות והיקף המידע הכספי הרבעוני והקלות בנוגע לממשל התאגידי הרלבנטי לשם אישור הדוחות הכספיים (הוועדה לבחינת דוחות כספיים). בשים לב למנדט שניתן לסגל הרשות לצורך הפרויקט וכמובא במסמך זה, יובאו להלן הקלות המשתייכות רק לסוג הראשון של ההקלות - הקלות בדיווח הכספי. בהקשר זה, עלו הרעיונות הבאים:

א. ביטול הדרישה לפרסום דוחות כספיים רבעוניים - ראשון, שני ושלישי (בדומה למודל האמריקאי שחל על חברות זרות);

ב. ביטול הדרישה לפרסום דוחות כספיים רבעוניים - ראשון ושלישי (בדומה למודל האירופי);

ג. צמצום המידע הכספי שנכלל בדוחות כספיים רבעוניים (מעבר למודל של תמצית נתונים כספיים - מאזן, רווח והפסד, תזרים מזומנים עם או בלי ביאורים נבחרים - בדומה למודל ה-press release בארה"ב);

- ד. ביטול הדרישה להכללת דוח סקירה של רו"ח המבקר במסגרת הדוחות הרבעוניים (בדומה למודל האמריקאי שחל על חברות מקומיות);
- ה. ביטול הדרישה לסקירת הדוחות הרבעוניים על ידי רו"ח מבקר;
- ו. צמצום דוח ההנהלה או ויתור על הכללתו בדוחות רבעוניים בד בבד עם צמצום המידע הכספי הרבעוני;
- ז. ויתור על דרישת יישום ה-ISOX מכלל התאגידים המדווחים.

ממצאי הפגישות שנערכו עם גורמים שונים בשוק ההון המקומי

לאחר מיפוי ההקלות האפשריות לתאגידים המדווחים, בדגש על תאגידים קטנים, נפגש סגל הרשות עם גורמים מגוונים בשוק על מנת לשמוע את עמדתם באשר לכל אחת מההקלות האפשריות. בין היתר, נפגשו עם גופים מוסדיים גדולים, אנליסטים, חתמים, מפיצים, רואי חשבון, עורכי דין ומנהלי תיקים. המטרה הייתה לכסות עד כמה שניתן קשת רחבה של משתמשים בדוחות כספיים וכן גופים אשר שותפים לעבודת עריכת וביקורת הדוחות הכספיים ואשר להם הכרה של תהליך הכנת הדוחות, עלויות הכנתו וחשיבותו.

הממצאים שעלו מהפגישות הנ"ל הצביעו על חוסר אחידות והעדר תמימות דעים בעמדות של הגופים השונים באשר לרעיון שבבסיס מתן הקלות לתאגידים מדווחים קטנים בפרסום דוחות כספיים רבעוניים. יחד עם זאת, ניתן היה להתרשם, כי על אף השוני בדעות שהוצגו, ישנם מספר רכיבים שניתן לייצר מהם מכנה משותף בעמדות הרווחות של **מרבית** הגופים עימם נפגש סגל הרשות:

- האפשרות להקל רק על תאגידים קטנים שלא הנפיקו אגרות חוב לציבור;
- החשיבות של שמירה על משטר דיווח כספי רבעוני מבחינת תדירות הדיווח תוך מתן האפשרות לצמצם את היקף המידע הכספי שמסופק בדוחות הכספיים לרבעון הראשון והשלישי;
- חוסר החשיבות של דוח על השינויים בהון העצמי בשל התרומה המינימאלית עד אפסית של דוח זה לקבלת החלטת השקעה מושכלת;
- חוסר החשיבות של הדרישה להצהרת מנהלים בדוחות רבעוניים בנוגע לאפקטיביות הבקרה הפנימית בתאגיד;
- חלק לא מבוטל מאותם הגורמים, ובהם מרבית משרדי רואי החשבון עימם נפגשו, סבור כי אין מקום לוותר על דוח הסקירה של רואה החשבון המבקר אשר נלווה לדוח הכספי הרבעוני.

הקלות מומלצות

בטרם יפורטו ההמלצות, מן הראוי לציין כי כיום, מכוחו של הרגל, המשקיעים והתאגידים המדווחים בישראל התרגלו לפרקטיקת דיווח מסוימת. בהתאם לכך, הכנסת שינויים בפרקטיקה זו אינה פשוטה כלל ועיקר. בהתאם לכך, פריטי גילוי שונים אשר אינם נדרשים בשוקי הון

אחרים בעולם מתקבלים כאן כמובנים מאליהם וכהכרחיים במצבים מסוימים, כאשר פריטי גילוי אפשריים אחרים אינם קיימים כיום בישראל ושוק ההון המקומי מתמודד עם מציאות זו.

ככלל, רשות ניירות ערך מקנה חשיבות רבה לפרסום מידע כספי על בסיס רבעוני ושמירה על תדירות משטר הדיווח הכספי הרבעוני. בהתאם לכך, **סגל הרשות ממליץ כי כל התאגידים המדווחים, למעט, תאגידים קטנים, ימשיכו לפרסם מידע כספי מדי רבעון. מנגד, סגל הרשות ממליץ לשקול ביחס לתאגידים קטנים, כי הללו יהיו רשאים לדווח ברבעונים הראשון והשלישי דוח דגשים רבעוניים בלבד, ללא צורך בפרסום דוחות כספיים. המשמעות המעשית של המלצה זו הינה מעבר למשטר דיווח חצי שנתי לגבי תאגידים קטנים.**

סגל הרשות ממליץ לשקול לאמץ מספר הקלות נוספות, אשר נראה כי, מחד, יישומן לא יפגע באופן מהותי באיכות הדיווח של התאגידים, ומאידך, ייתפס על ידי התאגידים המדווחים כהקלה רגולטורית משמעותית.

כדי להקל על המשקיעים בנוגע להיקף הגילוי המינימאלי אותו מעוניין לתת תאגיד מדווח בו הם השקיעו, ועל מנת ליצור בידול מוחשי בין חברות שיבחרו לתת למשקיעים מידע מפורט לעומת חברות שיבחרו לאמץ את ההקלות, **מוצע לשקול לפצל את רשימת המסחר הראשית הקיימת כיום בבורסה, לשתי רשימות מסחר נפרדות - רשימת עילית (פרימיום) ורשימה כללית.**

סגל הרשות ממליץ לפרסם את שתי ההמלצות המרכזיות במסמך זה (קרי, לאפשר לתאגידים קטנים לעבור למשטר דיווח חצי שנתי וכן לפצל את רשימת המסחר הראשית בבורסה לשתי רשימות נפרדות) **כשאלות לדיון לשם קבלת הערות הציבור לגביהן.**

להלן פירוט כלל ההמלצות

א. **ביטול הדיווח הרבעוני לרבעון הראשון והשלישי** - ביחס לתאגידים קטנים, תבוטל הדרישה הקיימת לדיווח רבעוני ברבעונים הראשון והשלישי (הכוללים עדכון פרק תיאור עסקי התאגיד, דוח דירקטוריון ודוח כספי סקור). חלף דרישה זו, יפרסמו התאגידים הקטנים דיווח רבעוני בהיקף מצומצם שיכלול דוח דגשים רבעוניים (Quarterly Highlights) הכולל סקירה של הפעילות התפעולית בתקופת הדיווח. כפועל יוצא של הצעה זו, יבוטלו הדרישות לצירוף דוחות חברות כלולות, דוחות "סולו", חברות נערבות, דוחות פרופורמה והערכות שווי מהותיות מאוד ברבעון הראשון והשלישי;

בהקשר זה, יצוין כי מתכונת פרסום המידע הכספי נשקלה על ידי סגל הרשות בכובד ראש - האם דרך דוחות כספיים מלאים או במתכונת אחרת, וכן על אילו תאגידים ניתן להחיל מתכונת אחרת. ככלל, סגל הרשות סבור כי מידע שנכלל בדוחות הכספיים חשוב לצורך קבלת החלטות השקעה, ומשכך לא ניתן לוותר כליל על פרסום נתונים כספיים גם בדוחות הרבעוניים, לפחות, בכל הנוגע לתאגידים שאינם תאגידים קטנים.

כך, ביחס למתכונת והיקף המידע הכספי בדוחות הרבעוניים, נבחנו מספר חלופות אפשריות אשר ניתן היה לשקול את אימוצן מבלי להפר באופן קיצוני את האיזון בין חשיבות זרימת המידע הכספי לבין מתן משקל לצורך לצמצם את עלויות הרגולציה במונחי זמן וכסף המושגות על התאגידים המדווחים, בדגש על התאגידים הקטנים. בסופו של דבר, הוחלט להמליץ על מתכונת דיווח מצומצמת שכוללת דוח רבעוני בדבר התוצאות העסקיות של התאגיד בתקופת הדוח (דוח דגשים רבעוני) אשר דומה למדי, מבחינת היקף הדיווח, למודל שהיה מקובל עד כה באירופה (ואשר חל על כלל התאגידים שם).

לפיכך, ככל ותאומץ גם ההמלצה לפיצול הרשימה הראשית בבורסה לשתי רשימות (ראה להלן), אזי מנייתו של תאגיד מדווח קטן אשר יבחר במתכונת דיווח מצומצמת, תיכלל ברשימה הכללית, בעוד שמניית תאגיד מדווח קטן אשר יבחר במתכונת דיווח מפורטת, בדומה לזו הנהוגה כיום, תיכלל ברשימה העילית. לאור האמור, היקף המידע שייכלל בדוחות הכספיים העיתיים, בלבד, יכול שיהיה באחד או יותר מהאופנים הבאים -

1. תאגיד ברשימת העילית - תאגיד קטן אשר יבחר כי מנייתו ייסחרו ברשימה העילית ימשיך לדווח בהתאם למתכונת הנהוגה כיום³⁰.
2. תאגיד ברשימה הכללית - תאגיד קטן אשר יבחר כי מנייתו ייסחרו ברשימה הכללית יוכל לדווח במתכונת מצומצמת במסגרתה הוא יפרסם דוח תקופתי מבוקר וכן דוח כספי חצי שנתי, סקור. מקום בו יבחר תאגיד כאמור שלא לפרסם דוחות כספיים בגין הרבעון הראשון והשלישי, יידרש אותו התאגיד לפרסם דוח דגשים רבעוניים³¹.
3. דוחות כספיים במתכונת PR - במסגרת בחינת הנושא וגיבוש המלצת סגל הרשות לפרסום דוח דגשים רבעוניים, בלבד, על ידי תאגיד קטן, בגין הרבעון הראשון והשלישי, בחן סגל הרשות גם את השאלה האם יש מקום לאמץ מדיניות לפיה התאגידים שיכללו ברשימה הכללית יידרשו לפרסם ברבעון הראשון והשלישי דוחות כספיים במתכונת PR, חלף דוח דגשים רבעוניים. בהקשר זה, ראוי לציין כי מתכונת זו, מיושמת על ידי חברות דואליות אשר התאגדו במדינת ישראל. כך למשל, חברה ישראלית דוגמת טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ או כימיקלים לישראל בע"מ, מפרסמת בארה"ב דוחות כספיים במתכונת PR מבלי שה-SEC ידרוש כי הדיווחים הכספיים שלהן ייסקרו. על פניו, עצם העובדה כי במדד ת"א 25 ובמדד ת"א 100 נכללות מניותיהן של חברות דואליות אשר מדווחות למשקיעים בהן במתכונת PR, מבלי שתהיה טרזניה של המשקיעים ו/או חברות דירוג ו/או אנליסטים, על כך, מלמדת כי במהלך השנים בהן מיושם מודל הרישום הכפול, שוק ההון המקומי התרגל לכך שישנן חברות, לרבות חברות ענק בעלות שווי שוק של מיליארדי ש"ח או אף עשרות מיליארדי ש"ח, אשר נותנות מידע כספי בהיקף מצמצם (ועוד בשפה האנגלית).

³⁰ יובהר, כי כל חברה שאינה בגדר "תאגיד קטן", תיכלל ברשימת העילית, ובשל כך, היא תחויב ליישם את דרישות הדיווח המלאות.

³¹ ככל שנגיע למסקנה כי מדובר בהקלה שהינה מרחיקת לכת מדי, ניתן יהיה לבחון את האפשרות למתן הקלה לפיה חברות שייכללו ברשימה הכללית יוכלו לפרסם את כל הדוחות הרבעוניים במתכונת PR. יודגש, כי **בכל פרסום של דוחות כספיים במתכונת PR, ככל שתאומץ מתכונת שכזו, יידרשו החברות להתייחס גם לסוגיית "העסק החיי".**

ככל שיוחלט, בסופו של התהליך, שלא לאמץ את ההצעה לעבור למשטר דיווח חצי שנתי, הרי שמומלץ חלף זאת לבחון אימוץ של מתכונת PR, או אז, יש לבחון האם יש צורך **בסקירת דוחות כספיים במתכונת PR**. דוחות כספיים רבעוניים במתכונת PR יכללו את הפרטים הבאים -

- א. דוח על המצב הכספי;
- ב. דוח רווח והפסד;
- ג. דוח על תזרימי המזומנים;
- ד. דגשים רבעוניים (Quarterly Highlights) - מידע תמציתי אשר יחליף את דוח ההנהלה.
- ה. לאור האמור, המשמעות היא **שהדיווח הרבעוני בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הגילוי הכספי, יבוטל.**

ו. לאור האמור, המשמעות היא **שהדיווח על שינוי או חידוש מהותי אשר אירע בעסקי התאגיד בכל עניין שיש לתארו בדוח התקופתי, יבוטל.**

4. דוחות פרופורמה - הקלה בקשר לדרישות הדיווח על דוחות כספיים פרופורמה כתלות במידע שסופק בדוח הרבעוני. הווה אומר, תאגיד לא יידרש לפרסם דוחות פרופורמה מלאים, ככל שהוא לא נדרש לפרסם דוחות כספיים לרבעון ראשון ושלישי.

5. הקלה בנושא תשקיפים לתאגיד ברשימת העילית - תאגיד אשר ייכלל ברשימת העילית, ויבקש לפרסם תשקיף מדף, יהיה **זכאי באופן אוטומטי לקבל היתר לפרסום תשקיף מדף לשלוש שנים** (כלומר, השנה השלישית לא תצריך פנייה אל סגל הרשות), וזאת בכפוף לקבלת היתר כדן.

6. תאגידים מדווחים אשר ניירות הערך שלהם נמחקו ממסחר ואשר עודם תבים בחובת דיווח - תאגידים אלה **יוכלו ליישם את כל ההקלות שיינתנו לתאגידים שייכללו ברשימה הכללית.**

7. תחולה על תאגידים שהנפיקו אגרות חוב וההתאמות הדרושות - סגל הרשות סקר חלופות שונות בקשר להחלת ההקלות גם ביחס לתאגידים שהנפיקו לציבור אגרות חוב. בין החלופות השונות -

(א) החלת ההקלות גם על תאגידים שהנפיקו אגרות חוב, תוך הבנה כי שוק זה מוסדר באמצעות שטרי הנאמנות מה שעשוי להביא לכך שאימוץ ההקלות עלול שלא להתבצע, דה פאקטו, או שהוא יידחה לזמן ממושך, וזאת כדרישה של משקיעים מוסדיים ו/או אחרים אשר עשויים לטעון כי שטרי הנאמנות בגין אגרות חוב שבמחזור מחייבים פרסום דוחות כספיים במתכונת הנוכחית;

(ב) קביעה כי ההקלות לא יחולו על תאגידים שהנפיקו לציבור אגרות חוב;

(ג) ההקלות יחולו רק על חלק מסוים מן התאגידים שהנפיקו אגרות חוב - אותם תאגידים שהם בגדר "תאגיד קטן", קרי, שהיקף הערך הנקוב של אגרות החוב שבמחזור הוא נמוך מ-200 מיליון ₪.

לדעת סגל הרשות, ראוי לבצע מדרג שיותאם גם לתאגידים שהנפיקו לציבור אגרות חוב, שכן, בחירת חלופה לפיה ההקלות כלל לא יחולו על תאגידים שהנפיקו אגרות חוב תאפשר למספר מצומצם יחסית של תאגידים בעלי שווי שוק נמוך ליישם את ההקלות. לאור האמור, סגל הרשות ממליץ לשקול בחיוב יישום של החלופה השלישית לפיה בכל הנוגע לתאגידים

שהנפיקו אגרות חוב, ולשם איזון בין צרכי המשקיעים ורצון התאגידים, תיושם החלופה בה יישום ההקלות כן יתאפשר לתאגידים קטנים שהנפיקו אגרות חוב. כאמור, סגל הרשות מבקש את דעתו של הציבור ביחס לסוגיה זו.

8. החלת ההקלות על חברות מחוקות - מוצע ליישם את כל ההקלות המוצעות לתאגידים קטנים גם על חברות שנמחקו ממסחר בבורסה (ללא קשר לגודלן).

ב. פיצול הרשימה הראשית בבורסה לשתי רשימות נפרדות הנבדלות זו מזו בנטל הרגולציה

ובגודל השוק של החברות שייכללו בהן - מוצע כי מניות תאגידים קטנים אשר יבחרו לאמץ את ההקלות בנוגע לדיווח הרבעוני, יעברו להיסחר ברשימה נפרדת - הרשימה הכללית, בעוד שמניות יתר התאגידים ימשיכו להיסחר ברשימה הראשית אשר תשנה את שמה לרשימה העילית (פרימיום). כפועל יוצא של האמור, הרשימה העילית תכלול, לכל הפחות, את מניות כל התאגידים הנסחרים במדד ת"א 100 ובמדד יתר 50, ובנוסף, תכלול רשימה זו מניית כל תאגיד קטן אשר יהא מעוניין להיכלל בה. כפועל יוצא מכך, תאגיד קטן אשר יבקש כי מנייתו תיסחר ברשימה העילית יידרש לעמוד בדרישות הגילוי לתאגידים שמניותיהם ייסחרו ברשימה העילית. הרשימה הכללית תכלול את מניותיהם של כל יתר התאגידים, וברי, כי יוכלו להיכלל בה רק מניות של תאגידים אשר כל אחד מהם מקיים את הגדרת המונח "תאגיד קטן", כפי שזו קבועה כיום בתקנות הדיווח³².

לתאגידים שייסחרו בשתי הרשימות יהיו חובות גילוי והקלות שונים (לעיתים מדורגים) במישורים שונים. לצד האמור, חשוב להדגיש כי היקף ואופי המסחר (מסחר רב צדדי המתנהל לאורך כל שעות המסחר בבורסה) במניות שייכללו ברשימת העילית וברשימה הכללית, יהיו זהים למסחר המתקיים כיום במניות התאגידים הנמנים על הרשימה הראשית. כלומר, על פי המלצת סגל הרשות לא יתבצע צמצום בהיקף המסחר במניות שייכללו ברשימה הכללית והוא לא ישווה להיקף המסחר המתקיים במניות התאגידים הנכללות ברשימת השימור של הבורסה (מסחר מצומצם ביותר המתנהל פעמיים ביום, בפתחת יום המסחר ובסיומו).

סגל הרשות ממליץ כי ככל שיוחלט לאמץ את מודל שתי הרשימות, הרי שבעת היישום לראשונה, מעבר של תאגיד ממסחר ברשימה הראשית (כיום) לרשימה הכללית (לאחר יישום המודל) יצריך קבלת אישור של בעלי המניות של אותו תאגיד, בשל כך, שצפויה ירידה בהיקף הדיווח הניתן על ידי אותם התאגידים. מובן, כי תאגיד אשר במועד היישום לראשונה, מנייתו תעבור להיסחר ברשימת העילית, לא יידרש לאישור כאמור.

מעבר בין הרשימות השונות יוכל להתבצע באופן הבא - מעבר מרשימה כללית לרשימת העילית, ולהיפך, יצריך קבלת החלטה באורגנים המוסמכים בתאגיד (הכוונה היא לדירקטוריון התאגיד). עם זאת, מוצע לבחון האם ישנם מקרים (כגון, מעבר מרשימת עילית

³² הגדרת תאגיד קטן" כוללת תאגידים ששווי השוק שלהם (ככל שמדובר בתאגידים שהנפיקו מניות או יחידות השתתפות) נמוך מ-300 מיליון ₪ ויתרת הערך הנקוב של אגרות החוב שהן הנפיקו לציבור אינה עולה על 200 מיליון ₪. כמו כן, נקבע במסגרת הגדרת המונח "תאגיד קטן" כי, בכל מקרה, תאגידים הנכללים במדד ת"א-100 או ת"א-יתר-50 לא ייחשבו לתאגידים קטנים.

לרשימה כללית) בהם יהא צורך באישור נפרד של כל סוג של ניירות ערך של התאגיד כאשר אישור כזה יתקבל באסיפה של כל סוג נייר ערך ברוב מיוחד בנטרול ניירות ערך המוחזקים על ידי בעל השליטה בתאגיד (ככל שקיים), וזאת בדומה למצב בו תאגיד מדווח עובר מדיווח לפי הוראות פרק ו' לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 לדיווח לפי הוראות פרק ה' לחוק האמור.

כן מוצע לבחון, אפשרות חלופית אחרת, לפיה ניתן יהיה לוותר על הדרישה לאישור באסיפה הכללית, למעט מקום בו לתאגיד יש בעל שליטה. בשים לב להמלצת סגל הרשות לבחון אימוץ מתכונת גילוי מצמצמת יותר גם לתאגידים שהנפיקו אגרות חוב ונכנסים לתחולת הגדרת "תאגיד קטן", הרי שלפי שטרי הנאמנות הנוכחיים, ייתכן שיעלה צורך באישור של המחזיקים בכל אחת מסדרות אגרות החוב למעבר מרשימת העילית לרשימה הכללית (בין היתר, תתעורר שאלה האם יהא צורך ברוב מיוחס של 75% מהיקף החוב של כל סדרת אגרות חוב).

המעבר מרשימה לרשימה יהיה אפשרי אחת לשנה, קרי, במהלך שנה קלנדרית אחת לא יוכל תאגיד לעבור מרשימת העילית לרשימה הכללית, ואז לשוב לרשימת העילית (ולחיפך). כמו כן, טרם המעבר מרשימה לרשימה יינתן על ידי התאגיד **דיווח מיידי** על גבי טופס ייעודי שיוכן לשם כך במערכת המגנ"א, אשר יכלול דיווח אודות אישור המעבר על ידי האורגנים המוסמכים בתאגיד, לפי העניין.

הטבה משמעותית אשר ניתן לשקול להעניק אותה לתאגידים אשר יבחרו להיכלל ברשימת העילית תהא בתחום תשקיפי המדף. כך, סגל הרשות ישקול לבצע תיקון לחקיקה הקיימת כך שתאגידים אשר מניותיהם ייסחרו **ברשימת העילית**, יהיו זכאים לקבלת היתר לפרסום תשקיף מדף למשך 3 שנים באופן אוטומטי (בכפוף לעמידה בדרישות לקבלת היתר לפרסום תשקיף). לעומתם, תאגידים אשר מניותיהם ייסחרו **ברשימה הכללית** יהיו זכאים לתשקיף מדף בהתאם למתכונת ולדין הקיים כיום.

באשר לרף לצירוף הערכת שווי מהותית מאוד, סגל הרשות סבור כי יש לבחון בחיוב את העלאת הספים לצירוף הערכות שווי מהותיות מאוד. כך, בשלב הראשון מוצע כי כל התאגידים אשר מניותיהם ייסחרו ברשימת העילית או ברשימה הכללית ייהנו מהספים הקבועים כיום בתקנות הדיווח באשר לתאגיד קטן (10%-ו-20%). בשלב השני, מוצע לבחון בעתיד מתן הקלה כמותית נוספת בסוגיה זו לתאגידים אשר מניותיהם ייכללו ברשימה הכללית (לרבות, תאגידים שיבקשו להחיל על עצמם את ההקלות לתאגידים קטנים).

הקלה נוספת שסגל הרשות ישקול להעניק לתאגידים שיבחרו להיכלל ברשימה הכללית תקבל **ביטוי במסגרת מספרי השוואה לביצועים בתקופות קודמות**. כך, בעוד שברשימת העילית יינתנו מספרי השוואה בדוח תקופתי ביחס לשתי תקופות הדיווח הקודמות (הכוונה היא לשנתיים הקודמות), הרי שתאגיד אשר מנייתו תיכלל ברשימה הכללית יוכל לתת התייחסות רק לתקופת דיווח קודמת אחת (שנת דיווח אחת). יש לציין, כי הקלה זו תקבל ביטוי לא רק

בדוח הכספי עצמו, אלא גם במסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד, שם ניתן יהיה לצמצם את תקופת ההשוואה.

באשר **לדוח האירועים** אותו תאגידים המפרסמים הצעות מדף נדרשים כיום לכלול, הרי שביחס לתאגידים שמניותיהם ייסחרו ברשימת העילית והם עצמם ימשיכו לפרסם את הדוחות הכספיים במתכונת הנוכחית (קרי, דוחות רבעוניים כספיים סקורים), סגל הרשות מציע להישאר עם המתווה הקיים של דוח האירועים או לחלופין לבדוק את האפשרות לבטלו.

שאלות בגינן מתבקש הציבור להעיר את הערותיו:

1. **ביטול חובת הדיווח הרבעוני** - האם יש מקום לעבור ממשטר דיווח רבעוני למשטר דיווח חצי שנתי בתאגידים קטנים?
2. **החלה על תאגידים שהנפיקו אג"ח** - האם יש מקום להחיל את ההסדר לביטול חובת הדיווח הרבעוני על חברות שהציעו לציבור רק מניות או שיש להחילו גם על חברות שהציעו לציבור תעודות התחייבות (רק או בנוסף למניות)?
3. **התניית היישום באישור אסיפה כללית** - האם מעבר של תאגידים קטנים למתכונת דיווח חצי שנתי בעת היישום לראשונה יהיה כפוף לאישור האסיפה הכללית של בעלי המניות? ואם כן, באיזה רוב?
4. **היקף הדיווח החלופי** - ככל שיוחל משטר דיווח חצי שנתי, ובשים לב להצעה לחייב פרסום דוח דגשים רבעוניים ברבעונים הראשון והשלישי, מהו היקף הגילוי שיש לכלול בדוח זה?
5. **רשימת מסחר נפרדת** - האם יש מקום ליצור רשימת מסחר נפרדת - רשימה כללית, עבור התאגידים הקטנים שיאמצו את ההקלות?

נספח א' - ניתוח שנכלל במסגרת תכנית ההקלות שפורסמה כחלק ממפת הדרכים

הקלות הנשקלות לחברות קטנות

אחד הנושאים שנבדקו במסגרת בחינת הרגולציה הוא האפשרות ליצור מדרג רגולטורי, קרי משטר פיקוח שונה לתאגידי גדולים ולתאגידי קטנים.

סיבה אחת לבדיקה נעוצה בעובדה כי במדינות שונות ניתן למצוא הוראות דין מקלות יותר החלות על תאגידי קטנים. גם בישראל ישנן דוגמאות להוראות כאמור³³, אולם ככלל חלות הוראות הדין על התאגידי המדווחים ללא קשר לגודלם. ההבחנות המהותיות הקיימות בדיני החברות וניירות ערך מתבססות על מאפייני הפעילות של התאגידי או על סוגי ניירות הערך שהונפקו על-ידם. לדוגמא, דיני ניירות ערך קובעים כללי גילוי שונים לחברות בענפי פעילות שונים. ביטוי בולט לכך ניתן למצוא בהנחיות הגילוי הענפיות של הרשות (תאגידי נפט וגז, חברות נדל"ן מניב). או לדוגמא, חוק החברות קובע כללי ממשל תאגידי שונים לחברות שהנפיקו מניות לציבור (המוגדרות כ"חברות ציבוריות") ולחברות שהנפיקו אגרות חוב לציבור (המוגדרות כ"חברות אגרות חוב"). גם בחוק ניירות ערך קבועות הבחנות משמעותיות בין סוגי החברות על בסיס זה, ובהן חובה למנות נאמן בחברת אגרות חוב, שאינה חלה על חברה ציבורית. כלומר, דרישות הגילוי והממשל התאגידי נגזרות מצרכי המשקיעים, בשים לב למאפייני החברות וניירות הערך שהנפיקו לציבור, ולא מגודל החברות המנפיקות.

סיבה נוספת לבדיקה הייתה ההכרה בכך שלרגולציה עשויה להיות השפעה לא מידתית על עסקים קטנים, הנדרשים להשקיע תשומות גדולות יותר, באופן יחסי, כדי לעמוד בדרישות הרגולציה. לנוכח השינויים המשמעותיים שחלו ברגולציה החלה על התאגידי המדווחים בשוק ההון, ראתה הרשות לנכון לבחון אם יש מקום להקל באופן שונה עם חברות קטנות.

הבדיקה נעשתה בשים לב להתפתחויות בשוקי הון מפותחים אחרים, למאפייני שוק ההון הישראלי בכלל, ולחברות הקטנות שבו בפרט, ובהתחשב בשיקולי עלות-תועלת. הנחת הבסיס היתה, כי ניתן לשקול הקלות לחברות קטנות מקום בו הפגיעה האפשרית במשקיעים היא מזערית בהשוואה לעומס הרגולטורי על החברה המדווחת.

ישנם מספר שיקולים מדוע, ככלל, תחולת הדין אינה צריכה להיקבע כפועל יוצא של גודל התאגידי המנפיק:

ראשית, התפיסה הבסיסית של דיני ניירות ערך היא כי נדרשת התערבות המדינה לשם הגנת ציבור המשקיעים. בהתאם לתפישה זו, הוראות הדין נגזרות בראש ובראשונה מצרכיו של ציבור המשקיעים, בעוד שהתחשבות ביכולתם של גורמים מפוקחים קטנים לעמוד בדרישות הדין מהווה שיקול משני בלבד.

³³ כגון הוראות המתירות הנפקות קטנות יחסית ללא חובת פרסום תשקיף, הוראות בעניין אגרות המשולמות על-ידי התאגידי, היקף התגמול המותר לדירקטורים חיצוניים, וגובה העיצומים הכספיים שרשאית הרשות להטיל במקרה של הפרת הדין.

שנית, הגישה לשוק ההון מעניקה לתאגידים שהנפיקו ניירות ערך לציבור יתרונות שאינם מוקנים לחברות פרטיות. יתרונות אלו כוללים יכולת לגייס הון וחוב בהיקפים גדולים ובתנאים עדיפים לשם פיתוח הפעילות העסקית; סחירות ניירות הערך המונפקים לציבור; פוטנציאל התרחבות באמצעות מיזוגים ורכישות; מוניטין העשוי לשרת את החברה בהקשרים שונים (לקוחות, ספקים, נותני אשראי, עובדים); ויכולת לאמץ הסדרי עידוד ותגמול עובדים באמצעות תכניות הטבה הכוללות הנפקה של מניות וכתבי אופציה. לצד יתרונות אלו, יש גם חסרונות בכניסה לשוק ההון, ובהם עלויות ישירות ועקיפות הנוגעות לגילוי, בקרה וממשל תאגידי; השקעת משאבי כוח אדם, לרבות תשומות זמן ניהוליות, כדי לעמוד בדרישות הרגולציה; גילוי מידע עסקי רגיש; וחשיפה פלילית ואזרחית בגין הפרת הוראות הדין.

הגישה לשוק ההון היא וולונטרית, וכל תאגיד יכול לבחור אם ברצונו לבצע, בהתחשב ביתרונות ובחסרונות הכרוכים בדבר. תאגידים קטנים שאינם מסוגלים או מעוניינים לעמוד בדרישות הרגולציה יכולים אם כן לגייס כספים באפיקים מקובלים אחרים, שלא מהציבור הרחב.

שלישית, קביעת כללים מקלים לחברות קטנות עלולה לפגוע מטבע הדברים באיכות הרגולציה ובהגנה על ציבור המשקיעים. חשש זה מתעצם ככל שמספר החברות הקטנות מהווה שיעור גדול יותר מסך החברות הנסחרות בשוק ההון וההקלות הניתנות להן משמעותיות יותר. מערך הרגולציה בתחום ניירות הערך בישראל הוכר כמקיף ואיכותי בסטנדרטים בינלאומיים, ושחיקה שלו ביחס לחלק ניכר מהחברות עלולה להסב נזק רב. יצוין, כי הסיכונים הכרוכים במשטר פיקוח מקל אינם מתממשים בהכרח באופן מיידי, אך התממשותם - לא אחת לאחר תקופות של גאות לכאורה - עלולה לפגוע באמון הציבור בשוק ההון בכללותו ולגרור לו להדיר רגליו ממנו לתקופות ארוכות.

רביעית, שאלה בסיסית היא האם גודל החברה הוא פרמטר רלבנטי לעניין משטר הפיקוח. כפי שצוין לעיל, בצד העלויות הנטל היחסי של חברות קטנות הנו גדול יותר, אולם מאידך - לעתים קרובות גם הסיכון העסקי של חברות קטנות הנו גדול יותר מאשר של חברות גדולות. ניתן לטעון כי גם הסיכון של אי ציות להוראות הדין הנו גדול יותר בחברות קטנות בשל אופיין ומשאביהן המוגבלים. לדוגמה, חברות קטנות הן לא אחת חברות משפחתיות, העשויות להתאפיין בריבוי עסקאות עם בעלי ענין ותלות בהם. כלומר, חברות קטנות עלולות לגלם סיכונים גדולים יותר לציבור המשקיעים. זאת ועוד, גם בהנחה שגודל החברה הוא פרמטר רלבנטי, הרי שלעתים קרובות קיים ממילא מדרג מובנה בהוראות הדין, המבוססות על עיקרון המהותיות ועל אופי הפעילות, כך שהיקף הדרישות ומורכבות היישום אינם דומים בחברה גדולה ובחברה קטנה.

חמישית, קיים חשש שמשטר פיקוח מקל עלול לפגוע בטווח הארוך דווקא בחברות הקטנות אשר הוא בא לסייע להן. הסיבה לכך היא כי מדרג רגולציה עלול לתייג את החברות הקטנות כחברות שאיכותן פחותה, וכך להוסיף על בעיית הנזילות הקיימת ממילא בניירות הערך שלהן, ולחזק את נטייתם של משקיעים מוסדיים להשקיע בחברות הגדולות והמבוססות יותר. הניסיון הנצבר בעולם מלמד כי מספר לא מבוטל של בורסות אלטרנטיביות לחברות קטנות שביקשו לעודד כניסת חברות לרשימותיהן תחת משטר רגולטורי מקל, התגלו בסופו של יום ככישלון ונסגרו. הסיבה

העיקרית לכך היא כניסתן של חברות באיכות נמוכה אשר השפעתן השלילית הקרינה על תדמיתן הכוללת של הבורסות הנ"ל ועל האמינות המיוחסת להן ולחברות שנסחרו בהן.

דרך התמודדות חלקית עם בעיית התיוג השלילי היא קביעה כי חברות קטנות יוכלו ליטול על עצמן באופן וולונטרי את הוראות הדין המחייבות חברות גדולות. בהקשר זה עולים שני חששות עיקריים: האחד, כי אפשרות הבחירה בין משטרי הפיקוח השונים לא תנוצל בהכרח לטובת ציבור המשקיעים. כלומר, דווקא חברות שהוראות הדין הרגילות חשובות יותר בעניינן עלולות לבחור שלא לאמץ. החשש השני הוא כי בהיעדר משמעת שוק מספקת תתפתח פרקטיקה של אימוץ המכנה המשותף הנמוך. חשש זה מתעצם כאשר היקף ההשקעה של משקיעים מוסדיים ומשקיעים מתוחכמים אחרים בחברות קטנות אינו גדול.

שישית, מדרג רגולציה מקפל בחובו גם עלויות - עבור החברות הנדרשות להשקיע משאבים על מנת לבחון את תחולת המדרג ויישומו לגביהן, עבור המשקיעים הנדרשים לבחון את השלכות המדרג על החברה הספציפית בה הם מעוניינים להשקיע, ועבור הרגולטור המפקח על קיום הוראות הדין. ככל ששיטת הפיקוח כוללת יותר רבדים והסתעפויות, כך כרוכות עלויות רבות יותר בהבנתה ויישומה.

לבסוף, הבחנה בין חברות גדולות וקטנות מעוררת שאלות מורכבות באשר למאפיינים הרלבנטיים להבחנה כאמור – פרמטרים אפשריים בהקשר זה יכולים להיות הון עצמי, שווי שוק, היקף החזקות ציבור, מספר עובדים, או שילוב של הפרמטרים האמורים. כל הפרמטרים האמורים נתונים מטבע הדברים להטיות ולתנודות, ומכאן גם עולה השאלה כיצד תותאם הרגולציה באופן נאות.

השיקולים בעד מדרג רגולציה מתבססים בדרך כלל על ראייה כללית של טובת שוק ההון והמשק:

ראשית, חברות קטנות מהוות חלק משמעותי בכלכלה, וסובלות מנגישות מצומצמת יותר למקורות הון. תפקידו הבסיסי של שוק ההון הוא העברת משאבים יעילה בין גורמים שיש להם עודפי כספים ובין גורמים הנזקקים למימון חיצוני. שוק הון משוכלל יכול להפנות ביעילות את החיסכון במשק להשקעות יצרניות, תוך הקצאה נכונה של החיסכון להשקעות המבטיחות ביותר. כניסתן של חברות קטנות לשוק ההון יכולה אם כן להוות מנוע צמיחה, לגוון את אפשרויות ההשקעה של הציבור, ולעודד תחרותיות בשוקי ההון והאשראי כמו גם בשוקי הפעילות העסקית. התפישה כי עידוד חברות קטנות עשוי לייצר מקומות עבודה ולעודד צמיחה במשק מהווה בדרך כלל הצדקה להקלות הניתנות להן במדינות אחרות.

שנית, בהנחה שגודל החברה הנו מאפיין רלבנטי, רגולציה המותאמת למאפייני החברה יכולה להיות מדויקת יותר מרגולציה אחידה. רגולציה אחידה לכלל התאגידים עלולה לייצר יתרונות לגודל כיוון שהיא כרוכה בעלויות קבועות שאינן משתנות מחברה לחברה, ומשום שלחברות

קטנות קשה יותר לעמוד בדרישות סף של הרגולציה (לדוגמא, דרישה כי בכל חברה יכהן קצין ציות במשרה מלאה תכביד יותר על חברות קטנות מאשר על חברות גדולות).

שלישית, ניתן לטעון כי הסיכון המצרפי הגלום בחברות הקטנות בשוק ההון הנו קטן יחסית. לשם המחשה, שווי השוק של 100 החברות הגדולות בבורסה (כ- 17.5% מכלל החברות הציבוריות) מהווה כ-90% מהשווי הכולל של החברות הציבוריות בבורסה.³⁴ מכאן שהתמקדות רגולטורית בחברות הגדולות תעסוק למעשה בחברות בהן מושקעים מרבית כספי הציבור.

יצוין, כי בהקשר של מדרג רגולציה קיימות למעשה שתי אפשרויות מדרג: האחת נוגעת למיקומו של סף הכניסה לפיקוח מכוח חוק ניירות ערך. לדוגמא, הדרישה כי הצעת ניירות ערך למספר משקיעים העולה על 35 מחייבת פרסום תסקיף (ולאחר מכן דיווחים שוטפים) מהווה רכיב מרכזי בסף הכניסה כאמור. האפשרות השנייה נוגעת להבחנות בין תאגידיים קטנים וגדולים הכפופים לרגולציה, לאחר שחצו את סף הכניסה.

כפי שצוין בפתח הדברים, במדינות שונות ניתן למצוא הוראות דין מקלות יותר החלות על תאגידיים קטנים. בארה"ב, לדוגמא, חלות הקלות בדרישות הגילוי לחברות מדווחות קטנות, כאשר הקריטריון הקובע לעניין זה הוא שווי החזקות הציבור במניות החברה (חברה קטנה מוגדרת כחברה ששווי החזקות הציבור במניותיה קטן מ-75 מיליון דולר). ההקלות נוגעות, בין היתר, לפטור מדרישת חוות דעת רואה החשבון המבקר לגבי יעילות הבקרה הפנימית של הדיווח הפיננסי (סעיף 404 לחוק Sarbanes Oxley), פרקי זמן ארוכים יותר להגשת דוחות שנתיים ורבעוניים, ודרישות גילוי שונות מקלות לעומת אלו החלות על יתר החברות. במסגרת ה-Jobs Act שנחקק לאחרונה בארה"ב נקבע מדרג רגולציה נוסף הנוגע למעשה למרבית החברות (למעט חברות גדולות ביותר, אשר הכנסותיהן השנתיות הן מיליארד דולר ומעלה). הקלות אלו נועדו לעודד הנפקות ראשוניות של חברות חדשות בשוק ההון האמריקאי, והן חלות במשך תקופה של חמש שנים, או פרק זמן קצר יותר - ככל שנחצה סף ההכנסות של מיליארד דולר שנזכר לעיל. הקלות אלו כוללות פטור מדרישת חוות דעת רואה החשבון המבקר לגבי יעילות הבקרה הפנימית של הדיווח הפיננסי (בדומה להקלות הניתנות לחברות קטנות), דחייה במועדי אימוץ של תקני חשבונאות חדשים, הוראות גילוי מקלות בנוגע לתגמול בכירים, והקלות בהליך ההנפקה המאפשרות העברת טיטות לא פומביות של תסקיפים ל-SEC ומסירות חלק מהמגבלות שהיו קבועות קודם לכן בנוגע להעברת מידע למשקיעים מסווגים והפצת מידע על-ידי אנליסטים וברוקרים.

באירופה נכנס לתוקף בחודש יולי 2012 תיקון לרגולציית התסקיפים, שעניינו בין היתר משטר גילוי פרופורציונאלי (proportionate disclosure regime) בהנפקת זכויות ובתסקיפים של חברות קטנות ובינוניות (SMEs) או חברות בעלות שווי שוק קטן. לעניין הגדרת SME נדרשת עמידה בשניים משלושה קריטריונים המצביעים על כך שמדובר בחברה קטנה-בינונית - מספר

³⁴ הנתונים לקוחים מאתר הבורסה. יצוין כי הנתונים מעודכנים לסוף חודש יוני 2012 והם משקפים שווי שוק כולל של כ-601 מיליארד שקלים. הנתונים מתייחסים רק לשווי המניות המוחזקות בידי הציבור ולא לאחזקות באג"ח.

מועסקים קטן מ-250; מאזן כולל שאינו עולה על 43 מיליון יורו; ומחזור הכנסות שנתי שאינו עולה על 50 מיליון יורו. חברה בעלת שווי שוק קטן מוגדרת כחברה ששווי השוק הממוצע שלה בשלוש השנים האחרונות היה קטן מ-100 מיליון יורו. ההקלות נוגעות לפריטי גילוי שונים הנדרשים בתשקיף, לגביהן נדרש גילוי מופחת או ניתן פטור מגילוי, ובהם דרישות גילוי הנוגעות למידע פיננסי ולתיאור עסקי התאגיד.

בנוסף לאמור לעיל, ישנם פטורים שונים מפרסום תשקיף, בין היתר בהצעות קטנות של ניירות ערך. פטורים אלו משתנים ממדינה למדינה וקובעים למעשה את סף הכניסה לרגולציה מכוח דיני ניירות ערך. הן בארה"ב הן באנגליה חלו לאחרונה הרחבות של הפטורים המאפשרים ביצוע גיוסים מבלי להידרש לתשקיף או למסמך רישום.

בסופו של יום, ההכרעה בשאלת היקף הרגולציה שצריכה לחול על החברות השונות בשוק ההון היא תלויה נסיבות, ואינה יכולה להיות מנותקת ממאפייני שוק ההון הספציפי בו עסקינן:

בבורסה בתל-אביב נסחר כיום מספר גדול ביותר של חברות באופן יחסי לגודל המשק. נכון לסוף שנת 2011, היו בישראל כ-75 תאגידי נסחרים בבורסה למיליון איש. יחס זה הינו מהגבוהים בעולם - בהשוואה לנתונים אלה, בארה"ב עומד יחס זה על 16 חברות למיליון איש; בגרמניה, בשוויץ ובבריטניה היחס הוא 9, 35 ו-46 חברות למיליון איש, בהתאמה. נתון נוסף התומך בטענה זו הינו יחס מספר התאגידי הנסחרים בבורסה לתמ"ג. כך, נכון לסוף שנת 2011, היחס בין מספר החברות הבורסאיות לבין התמ"ג (במונחי מיליארדי דולר ארה"ב) עמד בישראל על 2.4, בהשוואה ליחס של 0.3 בארה"ב, 0.2 בגרמניה, 0.4 בשוויץ ו-1.2 בבריטניה. נתונים אלו משקפים כבר ירידה מסוימת שחלה במספר התאגידי בבורסה, אשר הגיע לשיאו בשנת 2007.

מספר החברות הקטנות הנסחרות בבורסה הנו גדול יחסית, ומדובר לעתים קרובות בחברות קטנות מאוד בכל קנה מידה (מספר עובדים, הון עצמי, מחזור הכנסות, וכו'). לשם המחשה³⁵: בבורסה נסחרים כיום 116 תאגידי שההון העצמי שלהם הנו שלילי או קטן מ-10 מיליון שקלים. ההון העצמי של 212 תאגידי נוספים הנסחרים בבורסה קטן מ-100 מיליון שקלים. מחזור ההכנסות של 110 תאגידי הנסחרים בבורסה הנו קטן מ-1 מיליון שקלים, ומחזור ההכנסות של 174 תאגידי נוספים הנסחרים בבורסה קטן מ-100 מיליון שקלים. גם בהתחשב בכך שפרמטרים אלו אינם מאפיינים בהכרח את גודל החברה (לדוגמא, חברה גדולה בקשיים עשויה להיות בעלת הון עצמי שלילי) או את מצב החברות בעת שהנפיקו לראשונה בבורסה, ספק רב אם חברות קטנות רבות הנסחרות בישראל היו יכולות להנפיק ולהיסחר בבורסות אחרות בעולם.

גם הטענה המרכזית בדבר הצורך לעודד כניסת חברות קטנות לשוק ההון לשם עידוד הכלכלה אינה בהכרח תקפה בישראל, בהתחשב בכך שלעתים קרובות פעילותן של חברות אלו אינה מתבצעת בישראל. לדוגמא, ספק אם יש אינטרס משקי בעידוד יזם המנפיק חברה ציבורית

³⁵ נתונים אלו אינם כוללים חברות דואליות וכן חברות שלא הגישו דוחות כספיים.

שבבעלותו בשוק ההון, שעה שפעילותה של אותה חברה מתמצה ברכישת קרקעות במזרח אירופה.

אף שהרגולציה מקשה מטבע הדברים על חברות קטנות, הרי שבעת האחרונה הצליחו להתמודד עם קושי זה גם חברות קטנות: בשנים 2005-2007, בהן הייתה גאות בשוק ההנפקות, הצטרפו חברות קטנות רבות לבורסה. הן עשו כן חרף העובדה כי באותה העת כבר חלה מסגרת חוקית דומה למדי לזו הקיימת כיום (דוחות תקופתיים, רבעוניים ומידיים במתכונת דומה מכוח דיני ניירות ערך, כללי ממשל תאגידי דומים מכוח דיני החברות). יש יסוד סביר להניח כי לו תנאי השוק היו טובים יותר כיום, חברות קטנות היו ממשיכות להנפיק ניירות ערך בבורסה חרף השינויים שחלו ברגולציה.

בנוסף, בישראל לא קיימים, נכון למועד זה, מנגנוני שוק מספקים המעודדים חברות, כל שכן חברות קטנות, לאמץ סטנדרטים גבוהים מאלו הנדרשים על פי דין.³⁶ בהיעדר מנגנונים כאמור, החשש הוא כי הפחתת דרישות הדין לא תוחלף בפרקטיקה של שאיפה למכנה משותף גבוה והתאמת הסטנדרטים למאפייניה של כל חברה, אלא תבוא לידי ביטוי בהפחתה גורפת של הסטנדרטים למינימום המתחייב על פי דין.

בהתחשב בשיקולים השונים, ובראייה כוללת של שוק ההון הישראלי, לרבות המשבר שחוה בשנים האחרונות, בין היתר כפועל יוצא של כשלי שוק בתחומים מסוימים, והיעדר מנגנוני שוק מספקים בחברות הקטנות, נראה כי קביעת כללים שונים בהתבסס על גודל החברות צריכה להתמקד במקרים הספורים בהם קיימת סבירות גבוהה כי פרמטר זה משקף באופן נאות את מאפייני התאגידים וצרכי המשקיעים בהם. תפישה זו תואמת את ההבחנות המהותיות הקיימות כבר היום במשטר הפיקוח החל על התאגידים המדווחים, כפי שתוארו לעיל.

חברות קטנות מתאפיינות, דרך כלל, בפעילות עסקית מצומצמת בהיקפה המתבססת באופן מוגבר על שיקול הדעת של הנהלת החברה, ושהינה בעלת מאפיינים נוספים, כגון מספר מצומצם של עובדים, חלוקת תפקידים מוגבלת בין נושאי המשרה השונים בחברה, היעדר מדיניות ונהלים מושרשים, ולעתים גם גמישות ניהולית גבוהה יותר. מאפיין נוסף של החברות הקטנות הוא גישה מוגבלת לאמצעים פיננסיים. מאפיין זה עלול להקשות על החברות להעסיק עובדים בעלי ניסיון ומומחיות מיוחדת בקיום הוראות הרגולציה, ומשכך נדרשת ההנהלה הבכירה להקדיש תשומות רבות לקיום הוראות הרגולציה.

על רקע המאפיינים האמורים, ובשים לב להקלות הנשקלות ביחס לכלל החברות, ההקלה העיקרית הנבחנת על ידי הרשות בקשר עם חברות קטנות הנסחרות בבורסה, היא ביטול החובה

³⁶ לדוגמא: החזקות משמעותיות של משקיעים מוסדיים או משקיעים מתוככמים אחרים; אנליסטים בלתי תלויים המסקרים את החברות; ליווי מצד שומרי סף אחרים כגון מוסד ה-NOMAD בבורסת ה-AIM בלונדון (ה-NOMAD הינו גוף בעל מומחיות בשוק ההון שאושר על ידי ה-FCA ככובעו כרגולטור המפקח על הבורסה האנגלית (London Stock Exchange - LSE) כיועץ ממונה לחברות הנסחרות בבורסת ה-AIM, אשר תפקידו ניהול הנפקות חדשות ב-AIM וניתן לומר כי אפקטיבית, הוא משמש גם כמעין רגולטור).

לפרסם דוח על הבקרה הפנימית (iSox) ודוח רואה החשבון המבקר על הבקרה הפנימית, כך שחברות קטנות יחויבו בצירוף הצהרות מנהלים בלבד. בנוסף, בוחנת הרשות אפשרות להקל על חברות קטנות בדרישות המתייחסות לצירוף דוחות כספיים של חברה כלולה, צירוף הערכות שווי והגילוי הנדרש בדבר ניתוח סיכוני השוק.

לצד האמור, בכוונת הרשות לבחון מתן הקלות בנוגע להצעות ניירות ערך לציבור אשר יש בידן להקל בעיקר על חברות קטנות מאוד במשק אשר מבקשות שלא להיכלל תחת הרגולציה הקיימת מכוח חוק ניירות ערך. בעניין זה שוקלת הרשות להרחיב את הפטור מחובת פרסום תשקיף להצעות "קטנות" לציבור; לפרסם הבהרות לעניין אפשרות הפנייה לאיתור לקוחות כשירים; ולבחון מודל גיוס כספי ציבור בהיקפים קטנים על בסיס המודל האמריקאי החדש של crowd-funding.

בהמשך לתפיסה האמורה, לפיה הרגולציה צריכה להיות מבוססת בעיקרה על מאפייני הפעילות וצרכי המשקיעים, מבקשת הרשות לבחון דרכים לקידום ההשקעות בחברות ציבוריות העוסקות במחקר ופיתוח. חברות קטנות רבות בישראל פועלות בתחום הטכנולוגיה העילית (ההיי-טק) ומדעי החיים. הרשות בדעה כי המאפיינים המיוחדים של פעילות זו (כגון התמקדות בפעילות מחקר ופיתוח) וצרכי המשקיעים בחברות כאמור (למשל, מידע אודות עמידת החברות באבני הדרך לפיתוח ושיווק המוצר), מצדיקים בחינה נפרדת של הצורך בהתאמת הוראות הגילוי וקביעת משטר פיקוח שונה.

בחינה זו תיערך במסגרת פרויקט רחב יותר המשותף לרשות, לבורסה, למשרד המשפטים, לאגף שוק ההון, למועצה הלאומית לכלכלה ולרשות המיסים. לשם כך, הוחלט על הקמת צוות הכולל נציגים של כל הגופים האמורים, אשר מתפקידו לבחון ולהמליץ על אמצעים ומהלכים שונים אשר יש בהם כדי לאפשר תשתית תומכת לחברות מחקר ופיתוח, באופן שדרכן של חברות אלה לביצוע גיוס הון בבורסה, תהיה קלה יותר, וזאת מבלי להתפשר על שמירת עניינו של ציבור המשקיעים ותקינות המסחר. הצוות יבחן קיומם של חסמים לפיתוח שוק זה, והדרכים להסרתם. הצוות התבקש להגיש את המלצותיו עד תום הרבעון הראשון של שנת 2013.

טרם גיבושו של מודל סופי בעניין מדרג רגולציה, בנוסף להערות בנוגע להקלות הנשקלות לחברות קטנות, מבקשת הרשות לקבל הערות ציבור בנושאים הקשורים הבאים:

1. הגדרת "חברה קטנה" -

בעולם מוכרים מספר מודלים לביצועה של הבחנה בין חברות גדולות לקטנות, ובכללם המודל הנוהג באיחוד האירופי, המבחין בין תאגידיים על בסיס הפרמטרים התפעוליים שלהם - לרבות הכנסות, נכסים ומספר עובדים; המודל בארה"ב, המבחין בין תאגידיים על בסיס שווי אחזקות הציבור במניות וניירות הערך ההמירים שלהם³⁷; מודל שווי השוק (המבוסס על הבחנה בין שווי

³⁷ בארה"ב, מוגדרת חברה קטנה (Smaller Reporting Company) כחברה ששווי החזקות הציבור בה נמוך מ-75 מיליון דולר, או, במקרה בו אין החזקות ציבור במניות החברה, כאשר הכנסותיה השנתיות של החברה נמוכות מ-50 מיליון דולר.

השוק של תאגידים שונים)³⁸; פרמטרים אחרים שעשויים לשמש בסיס להבחנה כגון הון עצמי, היקף הכנסות, היקף מאזן, ובחברות אג"ח גם שווי שוק של אגרות החוב, ערך נומינאלי של החוב וכיוצא באלה.

בהתחשב בכך שבהיבטים רבים עוקב הדין הישראלי אחר הדין האמריקאי³⁹, שוקלת הרשות לאמץ מודל להבחנה בין חברות "קטנות" לחברות שאינו נחשבות "קטנות" המבוסס על המודל בארה"ב, בכפוף לביצוע התאמות הנגזרות ממאפייניו הייחודיים של שוק ההון הישראלי, כאמור לעיל.

בהתאם, שוקלת הרשות אימוץ מודל המשלב בחינה של שווי השוק ושל שווי החזקות הציבור, ומעוניינת לקבל את הערות הציבור בקשר עם מודל המגדיר חברה קטנה כחברה ששווי השוק שלה נמוך מ-300 מיליון ₪ וששווי החזקות הציבור בה נמוך מ-50 מיליון ₪. זאת, בין היתר, על רקע ניתוח כמותי, ממנו עולה כי אימוץ מודל שכזה יוביל לכך שכ-61% מהחברות הציבוריות הנסחרות בבורסה תוגדרנה כחברות קטנות, וכפועל יוצא יוכלו לאמץ את הוראות הגילוי המופחתות לחברות קטנות. (כמפורט בטבלה להלן, אילו היה ננקט פרמטר של שווי שוק בלבד, היה הדבר מוביל להגדרת כ-70% מהחברות הציבוריות כחברות קטנות). נתון זה אינו כולל את חברות אגרות החוב לגביהן יידרש מודל חישוב שונה.

| נקודת החיתוך בשווי שוק | האחוז מתוך סך שווי שוק המניות | מס' החברות | האחוז מתוך סך החברות (564) |
|------------------------|-------------------------------|------------|----------------------------|
| > 63 מיליון ש"ח | 1% | 226 | 40% |
| > 113 מיליון ש"ח | 2% | 300 | 53% |
| > 173 מיליון ש"ח | 3% | 344 | 61% |
| > 230 מיליון ש"ח | 4% | 373 | 66% |
| > 291 מיליון ש"ח | 5% | 398 | 71% |
| > 365 מיליון ש"ח | 6% | 416 | 74% |

2. רשימת מסחר נפרדת לחברות קטנות –

ככלל, קיימים שלושה מודלים עיקריים לפלטפורמת סחירות לחברות קטנות מקום בו קיים מדרג רגולציה:

³⁸ יצוין כי מודל זה נבחן בארה"ב אך לא אומץ בסופו של יום.
³⁹ וראו לעניין זה "דוח הוועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו: ("יועדת ברנע"), שם נאמר בפתיח למסקנות הוועדה:
 "המלצה מרכזית של הוועדה היא לאמץ את הדין האמריקאי כבסיס לדרישות הגילוי והדיווח בדין המקומי, בשינויים המתחייבים מהאופי המיוחד של חברות ישראליות, על מנת להביא להעלאת רמת הדיווח ושיפור טיבו".

א. רשימה נפרדת – ייסודה של רשימה משנית בבורסה, אשר ייסחרו בה רק ניירות ערך של חברות קטנות, אשר חלות עליהן חובות רגולטוריות מופחתות. ככלל, מודל שכזה מאפשר למשקיעים לזהות חברות קטנות אשר כפופות לרגולציה מופחתת, ויאפשר להם לתמחר זאת בהתאם. מודל שכזה אינו מחייב את המשקיעים בהשקעת משאבים לצורך הערכה מהו סוג הרגולציה החל על כל חברה, אלא למעשה מזהה עבורם את הקבוצות הכפופות לרגולציה שונה בצורה הפשוטה והמקלה ביותר.

ב. רשימת מסחר אחת, במסגרתה נעשה סימון לחברות קטנות – מודל כאמור דומה במהותו למודל של רשימה נפרדת, אולם ההבחנה בין סוגי החברות פחות נוקשה.

ג. רשימה מסחר אחת, מבלי לסמן חברות קטנות – תפיסת הבסיס במודל שכזה היא כי הרגולציה לחברות קטנות גובשה בשים לב לגודלן והיא מהווה רגולציה "מלאה" ומתאמת עבור סוג זה של חברות, ואינה כרוכה בפגיעה בציבור המשקיעים. במודל כאמור כל משקיע נדרש ללמוד, על בסיס דיווחי החברה, אילו דרישות רגולטוריות חלות על החברה, ואינו יכול לזהות באופן פשוט ומיידי מיהי חברה "קטנה".

בשים לב למאפייניו של השוק הישראלי, כפי שצוינו לעיל, הרשות בוחנת אימוץ המודל של רשימות מסחר נפרדות - רשימה רגילה, במסגרתה ייסחרו התאגידים אשר יהיו כפופים להוראות גילוי רגילות, ורשימה נפרדת לחברות קטנות, אשר תיישמה הוראות גילוי מופחתות.

חברות קטנות תהיינה רשאיות להחיל על עצמן את הוראות הגילוי הרגילות, ויוכלו להיסחר ברשימה הרגילה, בה נסחרים כל התאגידים המחויבים בהוראות הגילוי הרגילות. חברות קטנות אשר לא יאמצו את הוראות הגילוי הרגילות, ובהתאם ייסחרו במסגרת הרשימה הנפרדת לחברות הקטנות, יוכלו לבחור ביישום חלקי של הוראות הגילוי הרגילות (דהיינו לאמץ רק חלק מההקלות הניתנות לחברות קטנות במסגרת הוראות הגילוי המופחתות).

במקרה בו חברה תחדל להיות חברה קטנה, היא תועבר מרשימת המסחר הנפרדת לחברות קטנות אל הרשימה הרגילה ותחויב ביישום הוראות הגילוי הרגילות. מעבר בין הרשימות ייבחן אחת לחצי שנה, בדומה לתדירות המעבר בין מדדי הבורסה. המעבר ייקבע על פי קריטריונים לכניסה לרשימה הרגילה, ועל פי קריטריונים ליציאה מהרשימה הרגילה. האחרונים ייקבעו כך שסף היציאה יהיה גבוה יותר מאשר סף הכניסה לרשימה הרגילה, וזאת בכדי למנוע מעברים תכופים בין הרשימות ועל מנת ליצור וודאות ויציבות בשוק.

3. דרך האישור של בחירה בהקלות לחברות הקטנות –

דרך נוספת להתמודד עם היעדרו של שוק יעיל שיבטיח כי החברות הקטנות הרלבנטיות לא יאמצו את ההקלות אלא במקרים בהם מאפייניהן וצרכי המידע של המשקיעים מצדיקים זאת, היא קביעה כי מעבר ממתכונת הדיווח הנדרשת מכלל החברות למתכונת הדיווח הנדרשת מן החברות הקטנות תהא טעונה הסכמה ברוב של מחזיקי ניירות הערך לסוגיהם, למעט בעלי השליטה בתאגיד, המשתתפים בהצעה. זאת, בדומה להסדר שנקבע בסעיף 35 לחוק בנוגע למעבר של חברת רישום כפול מדיווח בהתאם להוראות פרק ו' לחוק לדיווח בהתאם להוראות פרק ה'3

לחוק. הסדר דומה קבוע באנגליה לצורך מעבר מרשימת הפרימיום של בורסת ה-LSE (שהינה בעלת דרישות מחמירות) לרשימת הסטנדרט של אותה בורסה.

מלבד השאלה אם מנגנון אישור של האסיפה הכללית נחוץ בהקשר זה, ישנן כמה חלופות אפשריות לעניין הרוב הדרוש - דרישת הרוב הקבועה בסעיף 35 לחוק כמתואר לעיל; דרישת הרוב הנדרשת לצורך אישור עסקאות עם בעלי שליטה בהתאם להוראות סעיף 275 לחוק החברות; או דרישת הרוב לצורך אישור הסדר או פשרה בהתאם להוראות סעיף 350 לחוק החברות. הרשות מבקשת הערות הציבור גם לעניין זה.

להלן ההקלות הנשקלות לחברות קטנות:

1. צמצום חובות הגילוי אודות אפקטיביות הבקרה הפנימית לחברות קטנות

בשנת 2010, בעקבות מסקנות ועדת גושן, נכנס לתוקף תיקון מספר 3 (להלן - "ISOX") לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן - "תקנות דוחות תקופתיים ומיידיים"), המחייב פרסום הצהרות אישיות של המנכ"ל ושל נושא המשרה הבכיר ביותר בתחום הכספים, המתייחסות, בין היתר, לנאותות ולשלמות המצג בדוחות החברה, ולכך שבוצעה הערכה של אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי על ידי החתום על ההצהרה (להלן - "הצהרות מנהלים"), דוח של ההנהלה ושל הדירקטוריון בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי (להלן - "דוח על הבקרה הפנימית"), וכן דוח של רואה החשבון המבקר הכולל את חוות דעתו בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי (להלן - "דוח רואה החשבון המבקר על הבקרה הפנימית").

חובות אלו נקבעו לשם שיפור איכות הדיווח הכספי והגילוי בתאגידים מדווחים, בין היתר על ידי יצירת מערך בקרות ודיווחים מתאימים. ברם, הניסיון שנצבר בשוק מיישום ה-ISOX בחברות הקטנות מעיד כי במקרים רבים, ככל שעסקינן בחברות בהן מספר מצומצם של עובדים ונושאי משרה, ואשר בהן רמת מורכבות התפעול והתהליכים אינה גבוהה דיה, התרומה של יישום התהליך לא הייתה משמעותית. בנוסף, ככל שעסקינן בחברות קטנות, במקרים רבים העלות הכרוכה ביישום הוראות ה-ISOX הינה עלות ניכרת, המשתנה, באופן יחסי, נטל רב על התאגיד. כל אלו, והוראות דין משווה, העלו את המסקנה כי יתכן שיש מקום לפטור חברות קטנות מחלק מחובות ה-ISOX.

חוק ה-SOX בארה"ב, מקל גם הוא עם חברות קטנות (Smaller reporting companies) ופוטר אותן מחובת קבלת דוח רואה החשבון המבקר על הבקרה הפנימית. החובות להן כפופות החברות בארה"ב אשר אינן קטנות, הינן כבדות יותר מן החובות המוטלות כיום על כלל התאגידים המדווחים בישראל, עוד טרם יישום הקלות כלשהן, וכוללות, בין היתר, גם הערכת אפקטיביות של בקרות התפעול. ככל שיאומצו בארה"ב חובות גילוי המותאמות לחברות קטנות, בכוונת רשות ניירות ערך לבחון את יישומן בארץ.

לאור האמור, רשות ניירות ערך שוקלת לבטל את החובה לפרסם דוח על הבקרה הפנימית ודוח רואה החשבון המבקר על הבקרה הפנימית בחברות הקטנות, כך שחברות קטנות יחויבו בצירוף הצהרות מנהלים בלבד.

2. העלאת רף המהותיות לצירוף הערכות שווי לדוחותיהן התקופתיים של חברות קטנות

בהתאם לתקנות ניירות ערך דוחות תקופתיים ומיידיים, נדרשים תאגידי מדווחים לצרף לדיווחיהם התקופתיים הערכות שווי בהתאם לקריטריונים המפורטים בתקנות דלעיל. חובה זו נקבעה בשנת 2003 בעקבות שימוש הולך וגובר בהערכות שווי ככלי לביסוס והצדקת עסקאות שונות, בעיקר לשם בקרה על נתונים בדוחות הכספיים הנקבעים על סמך הערכות שווי. לאחר אימוץ תקני הדיווח הכספי הבינלאומיים בשנת 2008, הפך השימוש בהערכות שווי כאמצעי למדידת פריטים המוכרים בדוחות הכספיים לנרחב עוד יותר. אף כי צירוף הערכות שווי כרוך בעלויות, כמבואר להלן, וכי במדינות אחרות בעולם לא נהוגה חובה דומה, רואה רשות ניירות ערך חשיבות רבה בצירוף הערכות שווי ככלי בקרה, וזאת בפרט בשים לב למאפייניו של שוק ההון הישראלי. האיזון שיצרה הרשות בין העלויות הכרוכות בצירוף הערכות שווי לבין החשיבות הנובעת מצירופן ככלי בקרה משמעותי, קיבל ביטוי בדמות ספי המהותיות לצירוף הערכות שווי.

כאמור, צירוף הערכות שווי כרוך בעלויות. עלויות אלו באות לידי ביטוי בשני אופנים: הראשון, פרסום נתונים לא פומביים במקרה של הערכות שווי של חברות, כגון נתוני רווחיות. השני, עלות הערכת שווי מצורפת, גבוהה מהעלות של הערכת שווי שאינה מצורפת, כיון שאחריותו וחשיפתו של מעריך שווי גדלה עם פרסום הערכת השווי, ושנוצרת לו יריבות ישירה מול מחזיקי ניירות הערך של התאגיד (להבדיל מאחריות עקיפה במקרים בהם מומצאת הערכת השווי לתאגיד בלבד). בנוסף, עלותה של הערכה מצורפת גבוהה יותר נוכח העובדה שחובת הצירוף מחייבת עריכת הערכת השווי במתכונת מסוימת (בהתאם להוראות התקנות), דבר הכרוך אף הוא במשאבים נוספים של מעריך השווי.

לאור העלויות הכרוכות בצירוף הערכת שווי, ובפרט בשים לב לעובדה כי חלק מעלות זה הינו יחסית קבוע ולא מושפע מגודלה של החברה מזמינת הערכת השווי ומשאביה ו/או משווי של הפריט המוערך, ונוכח העובדה שעת עסקינן בחברות קטנות גדל הסיכוי לצירוף הערכות שווי לפריטים אשר במונחים כספיים מוחלטים אינם מהותיים, שוקלת רשות ניירות ערך להקל על חברות קטנות באמצעות העלאת סף המהותיות לצירוף הערכות שווי. העלאת הסף תקטין את מספר הערכות השווי הנדרשות בצירוף, אך מבלי לפגוע בחובת הצירוף של הערכות שווי מרכזיות.

לאור האמור, רשות ניירות ערך שוקלת להעלות, עבור חברות קטנות, את סף המהותיות בקשר עם צירוף הערכות שווי ל-20%. כמו כן, בכוונת רשות ניירות ערך לבחון התאמות למבחני הצירוף הקבועים בתקנות דוחות תקופתיים ומיידיים.

3. הקלות לחברות קטנות בקשר עם הפרטים בדבר חשיפה לסיכוני שוק ודרכי ניהולם שיש

לכלול בדוח הדירקטוריון

כיום, התאגידים המדווחים כוללים בדוחותיהם הכספיים גילוי מכוח הוראות תקן דיווח כספי בינלאומי 7 (להלן - "IFRS7") אודות המשמעותיות של המכשירים הפיננסיים שהתאגיד מחזיק למצב הכספי שלו, לתוצאות פעילויותיו ואודות מהות, היקף ואופן ניהול הסיכונים הנובעים ממכשירים פיננסיים. כמו כן, לאור ממצאי הועדה השנייה לקביעת כללי הדיווח בדבר החשיפה לסיכונים פיננסיים ודרכי ניהולם (להלן - "ועדת גלאי"), נקבעו במסגרת התוספת השנייה לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן - "התוספת השנייה") דרישות גילוי שונות בקשר עם סיכוני שוק.⁴⁰

דרישות הגילוי לפי ועדת גלאי הינן משלימות לדרישות של IFRS7 וכוללת ניתוחי רגישות שונים מאלו הנדרשים לפי IFRS7 במספר מישורים. נשמעו טענות לפיהן בחברות קטנות התועלת השולית הנובעת מהגילוי בהתאם לתוספת השנייה ביחס לגילוי המתחייב מכוח הוראות IFRS7, קטנה מהעלות המינימלית של יישום הוראות התוספת השנייה בחברות הקטנות. העלויות הכרוכות בהכנת הגילוי המתחייב מהוראות התוספת השנייה, מחייבות לא אחת היוועצות ביועצים חיצוניים, ובאות לידי ביטוי הן בעלויות כספיות, הן בעלויות של תשומות ניהוליות, כגון דיון בדירקטוריון אודות הגילוי.

לאור האמור, רשות ניירות ערך שוקלת מתן פטור מיישום הוראות התוספת השנייה, לחברות קטנות אשר החשיפה שלהן לסיכונים הנובעים מהחזקה במכשירים פיננסיים הינה נמוכה מסף מסוים שייקבע. במסגרת בחינה זו, תיבחן גם האפשרות להרחיב את הפטור לכלל החברות שאין להן חשיפה כאמור.

4. ביטול החובה לצרף דוחות של חברות כלולות לדוחות הכספיים ביניים של חברות קטנות

בהתאם לכללי החשבונאות, הנתונים בדבר ההשקעה בחברות כלולות מוצגים בסעיף אחד, נטו – סך במאזן מוצגת בשורה אחת סך ההשקעה בחברה כלולה, וברווח והפסד מוצג בשורה אחת חלק של החברה ברווחי (הפסדי) החברה הכלולה (לפי שיעור החזקתה). בנוסף, במסגרת הביאורים לדוחות הכספיים נדרש גילוי מידע תמציתי אודות ההשקעות. ככל שעסקינן בהשקעות בחברות כלולות מהותיות, ניתן גילוי תמציתי אודות נכסיהן, התחייבויותיהן והרווח שלהן בנפרד עבור כל חברה. כמו כן, במסגרת תיאור עסקי התאגיד נדרשים התאגידים לכלול גילוי אודות השקעות מהותיות, וזאת מכוח סעיף 25 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף, ומכוח חובת הדיווח אודות כל פרט חשוב למשקיע סביר.

⁴⁰ בחודש אפריל 2011 פורסמה הצעת מתווה חקיקה להערות ציבור העוסקת בפרק גורמי סיכון (במסגרת פרויקט שיפור הדוחות) ובה ניתוח נרחב של ההוראות השונות לגילוי בדבר גורמי סיכון, הליקויים הקיימים בהוראות אלו וההתאמות המוצעות לשם תיקון הליקויים.

נוסף על גילויים אלו, נקבעה בתקנות דוחות כספיים ובתקנות דוחות תקופתיים ומיידים חובת צירוף של דוחות כספיים של חברות כלולות המקיימות סף מהותיות לדוחות הכספיים של תאגיד מדווח. צירוף דוחות כספיים של חברות כלולות מספק לציבור המשקיעים מידע אודות נכס מהותי וחשוב של התאגיד. צירוף הדוחות מאפשר לנתח את השפעת תוצאות החברה הכלולה ומצב עסקיה על התאגיד, זאת בהעדר יכולת של ממש להפיק מידע זה מהדוחות הכספיים של התאגיד בשל אופן ההצגה של תוצאות החברה הכלולה ומצב עסקיה בדוחות התאגיד. מנגד, דרישת הצירוף משיתה על התאגידים עלות הכרוכה והנובעת ממנה. העלות המוטלת על תאגיד בפרסום דוחות כספיים של חברה כלולה אינה מתבטאת רק בעלות הכספית של הכנת דוחות אלו, אלא כרוכה גם במקרים רבים בפרסום מידע כספי של חברות פרטיות. עניין זה מציב פעמים רבות את התאגיד המדווח במוקדי חיכוך ומחלוקות מול החברה הפרטית ו/או מול שאר בעלי מניותיה (ובפרט בעל השליטה בה), אשר אינם מעוניינים בפרסום המידע, ואשר נוכח הדרישה נאלצים לעיתים ליישם כללים ועקרונות הצגה וגילוי שאינם חלים באופן רגיל על חברה שאינה כפופה לחוק ניירות ערך. כל אלו מקבלים משנה תוקף בשים לב לעובדה שהתאגיד המדווח אינו שולט בחברה הכלולה, ובסופו של יום, הינו בעל השפעה מהותית בלבד.

לאור העלויות הכרוכות בצירוף דוחות כספיים של חברה כלולה, ובפרט בשים לב לעובדה כי חלק מעלות זה הינו יחסית קבוע ולא מושפע מגודלה של החברה המחזיקה או גודלה של החברה המוחזקת, נוכח העובדה שעת עסקין בחברות קטנות היקף המקרים בהם עשויה חברה קטנה להידרש לצירוף דוחות חברה כלולה גדול יותר, בשל מאפיינים של חברות קטנות רבות כגון פיזור נכסים מצומצם, וערך ההחזקה בכלולה במונחים כספיים מוחלטים שהינו פחות מהותי, שוקלת הרשות מתן הקלות לחברות קטנות, בדמות פטור מצירוף דוחות חברה כלולה לדוחות רבעוניים.

יצוין לשם השוואה כי בדין האמריקאי קיים פטור מלא מצירוף דוחות חברה כלולה לחברות שהוגדרו כחברות "קטנות". עם זאת, בשלב זה בוחנת הרשות מתן פטור חלקי בלבד (בדוחות רבעוניים ולחברות שהשקעתן בכלולה אינה רכיב משמעותי מעסקיהן), וזאת בשים לב לעובדה שבניגוד לשוק האמריקאי המאופיין בעיקר בהחזקות בחברות נשלטות, שיעור ההשקעות בשוק הישראלי בחברות כלולות הוא גבוה יותר, וכן בשל החשש מפני עקיפת דרישות הגילוי.

לאור האמור, שוקלת רשות ניירות ערך מתן פטור מחובת/הצירוף של דוחות חברה כלולה לדוחות הביניים של חברות קטנות, תוך הותרת דרישת צירוף לדוחות כספיים שנתיים. זאת, בשים לב לכך שבמסגרת דוחות הביניים ידרשו חברות קטנות למידע תמציתי אודות חברות כלולות מהותיות בביאורים לדוחות הכספיים ובשים לב לכך שיהיה צורך לתאר כל התפתחות משמעותית אודות חברה כלולה במסגרת הביאור הרלבנטי ובמסגרת דוחות הדירקטוריון הרבעוניים. במקרים בהם חברה כלולה מהווה רכיב משמעותי בתאגיד המדווח, יידרש צירוף דוחותיה גם לדוחות הרבעוניים. לשם כך יידרש תיקון לתקנות דוחות תקופתיים ומיידים.

5. פטור מתשקיף בהצעות "קטנות"

סעיף 15ב(4) לחוק ניירות ערך קובע סייג לחובת פרסום תשקיף מקום בו מדובר בהצעת ניירות ערך שהיקפה קטן. על פי סעיף זה, תאגיד שאינו תאגיד מדווח רשאי להציע ניירות ערך ללא תשקיף אם התמורה שנתקבלה בהצעה אינה עולה על כשניים וחצי מיליון שקלים (שני מיליון שקלים, צמוד למדד חודש מאי 2000), והשיעור מהון התאגיד המונפק והנפרע שהוקצה בה אינו עולה על חמישה אחוזים מההון המונפק והנפרע של התאגיד, ובלבד שהשיעור הכולל שהוקצה מהון התאגיד בהצעות קודמות שלא על פי תשקיף ובהצעה האמורה אינו עולה על עשרה אחוזים מההון המונפק והנפרע של התאגיד ביום ההצעה, ומספר המשקיעים בהצעה, בצירוף מספר המשקיעים שלהם מכר התאגיד ניירות ערך בפועל בהצעות קודמות שלא על פי תשקיף אינו עולה על 75⁴¹.

פטור זה נועד לסייע בגיוסי הון קטנים על ידי תאגידים שאינם כפופים לחובות הדיווח השוטף לפי חוק ניירות ערך. בדרך כלל גיוסי הון קטנים נעשים על ידי תאגידים קטנים, אשר תמורת ההנפקה דרושה להם לעצם קיומם. מחמת העלויות הגבוהות הכרוכות בפרסום תשקיף, וחובות הדיווח הנגזרות מכך, הטלת חובה על תאגידים אלה לפרסם תשקיף כתנאי לגיוס ההון צפויה הייתה למנוע בעדם את הפניה לגיוס ההון על דרך ההנפקה מלכתחילה, ועשויה הייתה להוביל לכך שאף לא יצליחו לגייס את הסכומים הנדרשים להם. מן הצד האחר, הסיכון הגלום בהצעות קטנות יחסית לציבור הרחב, הנו קטן יחסית.

לנוכח טעמים אלה, מצא לנכון המחוקק לפטור הצעות קטנות כאמור מחובת פרסום תשקיף, אפילו מופנות הן למספר משקיעים העולה על 35 (הרף המספרי לקיומו של "ציבור", שהצעת ניירות ערך לו טעונה פרסום תשקיף).

הניסיון הנצבר מאז מתן האפשרות לפטור מתשקיף בגין הצעות קטנות, מעלה כי מידת האפקטיביות של פטור זה מוטלת בספק. תאגידים קטנים, ובפרט תאגידי מחקר ופיתוח, נזקקים בתחילת דרכם למימון בשיעור גבוה יחסית מהונם העצמי. לפיכך, המגבלה על החלק היחסי מתוך הון התאגיד שניתן לגייס בהצעות פטורות כאמור (עד 5% בכל הצעה ועד 10% בהצעות במצטבר) מצמצמת את יכולתם של "תאגידי מחקר ופיתוח" לעשות שימוש בפטור האמור. בנוסף, גם הסכום המרבי אותו ניתן לגייס בהצעות "קטנות" (עד כ-2.5 מיליון ש"ח) אינו עונה במקרים רבים על צרכי המימון של חברות אלו⁴².

בעולם ניתן למצוא מנגנונים שונים שנועדו לאפשר הצעת ניירות ערך שלא תהיה כפופה לרגולציה המשמעותית מכוח דיני ניירות ערך אך תוגבל באופן שלא יסכן את הציבור הרחב. באירופה, לדוגמה, קבועות מגבלות סכום המתירות השקעה מהותית יחסית של 100,000 יורו בהנפקה, מתוך הנחה כי השקעה בהיקף זה מאפיינת משקיעים מתוחכמים בלבד. בארה"ב

⁴¹ הערכים המספריים של המגבלות האמורות קבועים בתקנה 4 לתקנות ניירות ערך (פרטים לעניין סעיפים 15א עד 15ג לחוק), התש"ס 2000.

⁴² יצוין, כי בארה"ב קבוע פטור מקביל להצעות קטנות. על פי פטור זה, הקבוע ב- Rule 504 תחת ה- Regulation D, מכירת ניירות ערך על ידי החברה בסכום כולל של עד מיליון דולר במהלך 12 חודשים הינה פטורה מרישום (ומן הצורך בפרסום תשקיף).

נקבעה לאחרונה בהוראות ה-Jobs Act מסגרת חדשנית לגיוס הון במתכונת של Crowdfunding. המדובר בגיוסים קטנים יחסית, הן בהיקף ההשקעה הכוללת הן בסכום ההשקעה לאדם.⁴³ גיוסים כאמור מהציבור הרחב יהיו אפשריים בארה"ב בכפוף לעמידה במספר מנגנוני הגנה, שהעיקריים שבהם הנם ביצוע הצעה באמצעות מתווך מפקח; דרישות גילוי שונות ואחריות בגין הגילוי; מתן אזהרות למשקיעים; אמצעים להבטיח כי תמורת ההנפקה תועבר לחברה וכי משקיעים לא יחצו את גבול ההשקעה המוכרת. ה-Jobs Act חוקק ביום 5 באפריל 2012, וניתנו לרשות ניירות ערך האמריקאית 270 ימים להסדיר כללים מכוחו. מתכונת חדשנית זו מעוררת שאלות מורכבות, אך ניתן לשקול גם אותה כמסלול אפשרי להקלות בנדון.

לאור האמור לעיל, ומתוך מטרה לעודד גיוסי הון על ידי תאגידי קטנים מאוד, תשקול הרשות אפשרויות לקבוע פטורים נוספים שמטרתם לאפשר לחברות כאמור לגייס הון בדרכים נוספות על הדרכים הקיימות לפני שקמה עליהן חובת פרסום תשקיף. זאת, בשם לב למאפיינים וצרכי המימון של התאגידי האמורים מחד, והצורך לקבוע מנגנון שיבטיח את ההגנה על ציבור המשקיעים מאידך. במסגרת זו תישקל בין היתר מתכונת לביצוע Crowdfunding בישראל.

6. פנייה לאיתור משקיעים "מתוחכמים" - הבהרת המצב הנורמטיבי

סעיפים 15א(א)(1), 15א(א)(4) ו-15א(א)(7) לחוק ניירות ערך קובעים כי לא יראו כהצעה, פרסום בדבר כוונה למכור או מכירת ניירות ערך למשקיעים המנויים בתוספת הראשונה לחוק.⁴⁴ הדגש בפטור זה מושם על זהות המשקיעים אליהם פונים או עמם נקשרו עסקאות בפועל, להבדיל מזהות האנשים החשופים באופן פוטנציאלי לפרסום הפומבי בדבר ההצעה. משאלות שהופנו לרשות בנוגע לפטורים אלה, עולה כי קיימת אי-בהירות באשר לנסיבות בהן ניתן לעשות שימוש בהם ובאשר לתנאים לתחולתם.

יצוין, כי בחודש יולי 2011 תוקן חוק ניירות ערך, והתווספו לרשימת המשקיעים המתוחכמים שהצעת ניירות להם אינה טעונה פרסום תשקיף, גם יחידים שהינם אמידים או בעלי ניסיון או מומחיות בשוק ההון.⁴⁵ ההנחה לגבי משקיעים אלו היא שהם אינם נדרשים להגנת המחוקק בדמות דרישת פרסום התשקיף במקרה של הצעת ניירות ערך, נוכח המומחיות והמקורות העומדים לרשותם. מטבע הדברים, לחברה המבקשת לאתר רוכשים לניירות הערך שלה, קשה יותר לאתר משקיעים מתוחכמים יחידים מאשר משקיעים מתוחכמים

⁴³ היקף ההשקעה הכולל לא יעלה על 1 מיליון דולר לשנה, והיקף ההשקעה למשקיע לא יעלה על הגדול מבין 2,000 דולר או 5% מהכנסתו השנתית אם היא נמוכה מ-100,000 דולר, או 10% מהכנסתו השנתית אם היא 100,000 דולר ויותר, והכל עד סכום השקעה מקסימלי של 100,000 דולר.

⁴⁴ רשימת המשקיעים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך כוללת גופים ישראלים הפעילים בשוק ההון (כגון קרנות נאמנות, קופות גמל, מבטחים, בנקים, מנהלי תיקים, יועצי השקעות ומשווקי השקעות, חברי בורסה, חתמים, קרנות הון סיכון וכד') וכן תאגידי ויחידים בעלי משאבים כלכליים ניכרים. משקיעים אלו נחשבים למשקיעים מתוחכמים אשר יש להם היכולת לדרוש ולקבל את המידע הנדרש על מנת לבחון בצורה מושכלת הצעה של ניירות ערך, ועל כן הן אינם זקוקים להגנת המחוקק.

⁴⁵ המדובר ביחידים העונים לשניים לפחות מתוך שלושת הקריטריונים הבאים: שווי נכסים פיננסיים כולל העולה על סכום של 12 מיליון ש"ח, מומחיות בשוק ההון, וכן היקף פעילות מינימאלי של 30 עסקאות במוצע ברבעון במהלך השנה האחרונה. ראו סעיף 12 לתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך ופרט 9 לתוספת הראשונה לחוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995.

שהינם גופים או מוסדות. לפיכך, נודעת חשיבות להבהרת האופן שבו ניתן לפנות בפניה פומבית על מנת לאתר את אותם יחידים משקיעים מתוככמים יחידים מבלי שהפניה עצמה תחוב בפרסום תשקיף.

לאור האמור לעיל, מתכוונת רשות ניירות ערך להבהיר את האופן, התנאים והאמצעים בהם ניתן לעשות שימוש בפטורים האמורים, על מנת לפנות בפניה פומבית כדי לאתר משקיעים מתוככמים, לרבות יחידים, מבלי להידרש לפרסום תשקיף. במסגרת האמור, תיתן הרשות את הדעת לאמצעים שנדרש המציע לנקוט על מנת לוודא כי אמנם מדובר במשקיעים מתוככמים (בפרט ביחס ליחידים).

נספח ב' - סקירת תדירות הדיווח והיקפו במשטרי דיווח מקובלים בעולם

1. ארצות הברית

ככלל, חובת הדיווח הרבעוני קיימת בארצות הברית שנים רבות, והיא חלה על רוב החברות הנסחרות בבורסות המרכזיות שם. עם זאת, יש גם בארצות הברית עצמה חריג לחובה זו: חברות זרות אשר מניותיהן נסחרות בבורסות בארה"ב. אך בל נקדים את המאוחר.

א. בארצות הברית קיימים שני הסדרים היוצרים מדרג רגולציה ביחס לחובות הדיווח השוטף או התקופתי החלות על חברות לפי גודלן. האחד מבחין בין שלוש רמות של חברות מדווחות, כדלקמן⁴⁶:

1. Non-accelerated filers - חברות בעלות הון מונפק שערכו נמוך קטן מ-75 מיליון דולר;
2. Accelerated filers - חברות בעלות הון מונפק אשר ערכו נע בין 75 ל-700 מיליון דולר ואשר מקיימות את ההוראות הבאות:

א. היו כפופות לחובות הדיווח מכוח ה-Exchange Act⁴⁷ ב-12 החודשים האחרונים;

ב. הגישו בעבר דיווח שנתי;

3. Large accelerated filers - בעלות הון מונפק שערכו 700 מיליון דולר לפחות.

ב. ההקלות במדרג הרגולטורי מתייחסות בעיקר למועדי הגשת הדוחות התקופתיים (רבעוני ושנתי) כמפורט בטבלה שלהלן⁴⁸, כאשר חלק מהחברות הקטנות יותר זכאיות לפטור מצירוף חוות דעת רואה חשבון על ההערכה שבוצעה על ידי הנהלת התאגיד בנוגע ליעילות מבנה הבקרה הפנימית ונהלי הדיווח הכספי בחברה (כפי שיפורט להלן).

ג. יצוין, כי בשנת 2008 אומץ הסדר שעניינו Smaller Reporting Companies⁴⁹ החל על חברות המקיימות את שני התנאים הבאים⁵⁰:

- א. מדובר בחברות ציבוריות או חברות אשר עתידות לצאת להנפקה להן הון מונפק עד 75 מיליון דולר; או, מדובר בחברה ללא מחיר שוק מצוטט (Public float) לה הכנסה שנתית נמוכה מ-50 מיליון דולר. ו-
- ב. חברה אשר אינה חברת השקעות או מנפיק מגובה בנכסים או חברת בת אשר מרבית מניותיה מוחזקות על ידי חברה שאיננה חברה קטנה.

⁴⁶ FAQ about periodic reporting requirements for US issuers' overview media.mofo.com/files/Uploads/Images/FAQ-Periodic-Reporting-Requirements-for-US-Issuers-Overview.pdf. (See p. 3); Exchange Act Rule 12b-2 (<http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.12b-2>)

⁴⁷ Securities Exchange Act of 1934 (sec.gov/about/laws/sea34.pdf).

⁴⁸ Release No. 33-8128 (sec.gov/rules/final/33-8128.htm), Release No. 34-46464, Release No. 34-50684 and release No. 33-8644 (sec.gov/rules/final/33-8644.pdf).

⁴⁹ Smaller Reporting Company Regulatory Relief and Simplification, Final Rule www.sec.gov/rules/final/2007/33-8876.pdf

⁵⁰ Release 33-8876 (sec.gov/rules/final/2007/33-8876.pdf).

הסדר זה החליף דרישות לפיהן נדרשו חברות קטנות להגיש דו"חות רבעוניים ושנתיים מקוצרים (10-QSB ו-10-KSB)⁵¹ והוא מקנה לחברות קטנות הקלות משמעותיות בחובות הדיווח:

| דיווח רבעוני | דיווח שנתי | קטגוריה |
|--------------|------------|--|
| 45 ימים | 90 ימים | Non-accelerated filers, Smaller Reporting Companies (<75m\$) |
| 40 ימים | 75 ימים | Accelerated filers (75m\$ to 700m\$) |
| 40 ימים | 60 ימים | Large accelerated filers (>700m\$) |

על אף, שגם חברות קטנות וגם חברות גדולות מגישות דוחות רבעוניים, הרי שהחברות הקטנות זוכות להקלות ביחס להיקף חובת הגילוי - תיאור עסקי תאגיד תמציתי, מידע פיננסי, סקירת הנהלה ועוד. יש לציין, עם זאת, כי רוב החברות הקטנות הזוכות להקלות כלל אינן נסחרות בבורסות המרכזיות.

ד. חשוב לדעת כי בארה"ב קיימת הבחנה בדרישות הדיווח הכספי הרבעוני בין חברות מקומיות שהתאגדו באחת המדינות בארה"ב (Domestic U.S. issuers) לבין חברות זרות אשר התאגדו מחוץ לארה"ב (Foreign private issuers). כך, בעוד שחברות מקומיות מחויבות לפרסם אחת לשנה דוחות כספיים מבוקרים (דוח שנתי) ומדי רבעון דוחות כספיים סקורים (וזאת מבלי שחלה חובה לצרף לדוח הכספי הרבעוני את דוח הסקירה של רואה החשבון המבקר), חברות זרות מחויבות לפרסם אך ורק דוחות כספיים מבוקרים אחת לשנה (דוח שנתי), **כך שלמעשה, הן פטורות מחובת פרסום דוחות רבעוניים.**

מבחינה פרקטית, חלק מהחברות הזרות מפרסמות מדי רבעון (שבועות ספורים לאחר סיומו) מידע כספי תמציתי במתכונת של Press Release⁵² (להלן - "מתכונת PR"), אם כי קשה להצביע על אחידות במידע המסופק על ידי החברות הללו במסגרת הדוח הרבעוני או על מגמה רווחת כלשהי.

1.1 REGULATION S-X

Regulation s-x (להלן - "Reg-SX") הוא כינוי מקוצר לחוק הפדרלי אשר קובע את משטר הדיווח הכספי החל על תאגידי מדווחים⁵³. ה-Reg-SX עורך הבחנה בין חברות גדולות לבין חברות קטנות. על פי חוק זה, חברה אשר נכנסת לתחולת ההגדרה של המונח המשפטי "חברה קטנה" (Smaller reporting companies), ככלל, מוחרגת מתחולת חוקי הדיווח הרגילים אשר

⁵¹ www.sec.gov/info/smallbus/secg/smrepcosysguid.pdf.

⁵² בהתאם לפרסומים שונים, ליבו של הדיווח המקדים הינו בנתונים הפיננסיים שמוצגים עבור תוצאות הפעילות לאותה תקופה (יחד עם נתונים השוואתיים). עם זאת, ניתן להיווכח כי במרבית המקרים, הדיווחים כוללים את המאזן, דוח רווח והפסד ולעיתים אף דוח תזרימי מזומנים מהפעילויות השונות. בנוסף, הדיווח המקדים כולל, לעיתים, גם התייחסות למדדים תפעוליים ייעודיים, אשר מאפיינים את תחום פעילותה של החברה (כך למשל, חברות העוסקות בתחום הקמעונאות, מציגות בחלק ניכר מהפעמים גם שיעור צמיחה בחנויות זהות (Same Store Sales), וחברות העוסקות בתחום חיפוי הגז והנפט מציגות נתוני הפקה ונתונים דומים אחרים).
⁵³ 17 C.F.R. Part 210.

חלים על תאגידים מדווחים. ה-Reg SX מייחד לחברה קטנה הוראות מותאמות ב-8 Article, ומתיר לה לבחור אם ליישם הוראות אלה או את ההוראות הכלליות.

עם זאת, מקום שההוראות לחברות קטנות הן מחמירות יותר, החוק מחייב יישום שלהן⁵⁴. החוק האמור מגדיר "חברה קטנה" כחברה ששווי השוק שלה אינו עולה על 75 מיליון דולר. במקרה ובו לחברה אין מחיר שוק מצוטט (Public float) הגדרת "חברה קטנה" דורשת הכנסה שנתית נמוכה מ-50 מיליון דולר. הכללים החלים על חברות קטנות מכוח ה-Reg SX הם כדלקמן:

- א. חברה קטנה נדרשת לפרסם דוחות שנתיים מבוקרים (מאזן, רווח והפסד, דוח על השינויים בהון ודוח תזרים מזומנים). עם זאת, חברה קטנה נדרשת להציג מספרי השוואה לשנה אחת בלבד חלף הצגת מספרי השוואה של שנתיים ליתר החברות;
 - ב. בפרק תיאור עסקי התאגיד של חברה קטנה, לא נדרש לצרף מידע כספי בנוגע למגזרים;
 - ג. חברה קטנה נדרשת לתאר את התפתחות הפעילות העסקית לשלוש שנים חלף חמש שנים;
 - ד. חברה קטנה לא נדרשת לצרף מידע טבלאי בנוגע למחויבויות חוזיות במסגרת הגילוי אשר בפרק ה-MD&A;
 - ה. חברה קטנה לא נדרשת לכלול דוח בדבר תיאור איכותי וכמותי של סיכוני שוק;
 - ו. חברה קטנה נדרשת לדרישות גילוי מופחתות בנוגע לתגמול בכירים⁵⁵;
 - ז. חברה קטנה נדרשת לדרישות גילוי מופחתות בנוגע לעסקאות עם צדדים קשורים וענייני ממשל תאגידי;
 - ח. חברה קטנה לא נדרשת לספק גילוי בדבר סיכוני שוק בדוחות הכספיים השנתיים והרבעוניים;
 - ט. חברה קטנה יכולה לפרסם דוחות רבעוניים תמציתיים סקורים:
 1. בדוח על המצב הכספי יש לפתוח שורות רק עבור פריטים העולים על 10% מסך הנכסים;
 2. בדוח על הרווח וההפסד יש לפתוח שורות רק בגין שורות המהוות מעל 20% מהמכירות או הרווח הגולמי;
 3. דוח על תזרימי המזומנים יכלול את תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת, השקעה ומימון;
 4. גילויים נוספים שחברה קטנה נדרשת לתת:
- א. התייחסות לאירועים מהותיים לאחר תקופת הדיווח והתחייבויות תלויות;
 - ב. מידע בדבר חברות כלולות מהותיות (סף המהותיות נקבע על 20%);
 - ג. צירופי עסקים או מכירות מהותיות של עסקים;
 - ד. התייחסות לשינויים במדיניות החשבונאית.
- י. חברה קטנה לא נדרשת לצרף דוחות כספיים נפרדים עבור ישויות מוחזקות;
 - יא. חברה קטנה נהנית מהקלות מסוימות בדרישות הפרופורמה;

⁵⁴ Morrison Foerster Publication (11.26.2007)
⁵⁵ Fenwick&West LLP December 2010

יב. חברה קטנה נדרשת לתת גילוי ספציפי על נכסי נדל"ן שנרכשו או אשר עתידים להירכש על ידה.

1.2 REGULATION S-K

Regulation S-K (להלן - "Reg-SK")⁵⁶ הוא כינוי מקוצר לחוק הפדרלי אשר קובע את הדרישות עבור התוכן הכלול בחלק אשר אינו דוחות כספיים ואשר נכלל בדוח התקופתי של חברות מדווחות⁵⁷. ה-Reg-SK עורך הבחנה בין חברות גדולות לבין חברות קטנות. ה-Reg-SK חל גם על חברות גדולות וגם על חברות קטנות, אולם לכל אורך ה-Reg-SK קיימות הוראות פרטניות עבור חברות קטנות מקום בו החוק בדעה כי יש לעשות הבחנה בין חברות גדולות לקטנות.

1.3 דיווח על אפקטיביות הבקרה הפנימית

סעיף 404 ל-Sarbanes-Oxley Act of 2002 (להלן - "חוק סרביינס-אוקסלי") קובע כי רשות ניירות הערך בארצות הברית, ה-SEC, תקבע כללים שיחייבו לכלול במסגרת כל דוח שנתי דוח בקרה פנימית (An internal control report) אשר בו תיכלל:

א. הצהרה על אחריות ההנהלה להקמה ולתחזוקה של מערך ונהלי בקרה פנימית נאותים על דיווח כספי.

ב. הערכה לתום שנת הכספים האחרונה של התאגיד בנוגע ליעילות מבנה הבקרה הפנימית ונהלי הדיווח הכספי בחברה.

ג. בהתייחס להערכת הבקרה הפנימית הנדרשת כאמור, כל רואה חשבון מבקר המכין וממציא חוות דעת על הדוחות הכספיים של התאגיד, ימציא חוות דעת על ההערכה שבוצעה על ידי הנהלת התאגיד. חוות דעת הנערכת בהתאם לסעיף זה תעשה בהתאם לתקנים המתייחסים לחוות דעת כאמור שיאומצו או שיתפרסמו על ידי ה-PCAOB. חוות דעת כאמור לא תהיה במסגרת התקשרות שונה מההתקשרות למתן חוות דעת על הדוחות הכספיים.

הדרישה האמורה בסעיף 404 לחוק סרביינס-אוקסלי זכתה לביקורת רבה מאחר ויישומה הטיל על החברות עלויות גבוהות. בספטמבר 2010, פרסמה רשות ניירות הערך בארצות הברית, ה-SEC, חוק סופי אשר העניק פטור קבוע לתאגידים קטנים⁵⁸ מיישום סעיף (b)404 לחוק סרביינס-אוקסלי, הסעיף אשר מכוחו נדרש צירוף חוות דעת רואה חשבון על ההערכה שבוצעה על ידי הנהלת התאגיד בנוגע ליעילות מבנה הבקרה הפנימית ונהלי הדיווח הכספי בחברה⁵⁹.

⁵⁶ www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=pt17.3.229

⁵⁷ 17 C.F.R. Part 229

⁵⁸ הפטור ניתן לתאגידים אשר אינם חוסים תחת הגדרת Accelerated filer או Large accelerated filer, כלומר שויי השוק שלהם אינו עולה עם 75 מיליון דולר.

⁵⁹ www.sec.gov/rules/final/2010/33-9142.pdf

2. האיחוד האירופי

בשנת 2004 נקבעה באיחוד האירופי "דירקטיבת השקיפות" (להלן - "הדירקטיבה משנת 2004")⁶⁰. תכלית הדירקטיבה משנת 2004 הייתה להבטיח מתן של מידע מהימן ומדויק (Appropriate and adequate) לציבור המשקיעים, לצמצם פערי מידע בינם לבין החברות המנפיקות ולאפשר הערכה מדויקת של ניירות הערך המוצעים⁶¹. הדירקטיבה משנת 2004 קבעה חובה של פרסום דוח שנתי⁶², דוח חצי שנתי⁶³ ו-"סקירת הנהלה" רבעונית⁶⁴.

במסגרת הדוח השנתי דרשה הדירקטיבה משנת 2004 לכלול דוחות כספיים שמאושרים על ידי רו"ח, דוח הנהלה המתאר את מצב עסקי החברה ואישור של הדוחות הכספיים. במסגרת הדוח החצי שנתי דרשה הדירקטיבה משנת 2004 לכלול דוחות כספיים מקוצרים, סקירת הנהלה ואישור הדוחות הכספיים. למען הנוחות, מוצגת להלן טבלה המשווה בין משטר הדיווח באיחוד האירופי לבין זה שבישראל:

| ישראל | האיחוד האירופי | | |
|--|-------------------------------------|---|---|
| | דיווח רבעוני | דיווח שנתי | דיווח חצי שנתי |
| <p>חובת דיווח רבעונית [בצד דוחות חצי שנתיים ושנתיים]</p> <p>ב. דוח תמציתי על המצב הכספי. ג. דוח תמציתי על רווח כולל המוצג כ: (1) דוח תמציתי יחיד; או (2) דוח רווח והפסד נפרד מתומצת ודוח על הרווח הכולל מתומצת; (3) דוח תמציתי על השינויים בהון; (4) דוח על תזרים המזומנים; (5) ביאורי הסבר נבחרים. ד. חובת ביקורת וסקירת רואי חשבון.</p> | <p>א. סקירת הנהלה⁶⁸.</p> | <p>א. דוחות כספיים מלאים ומבוקרים. ב. דוח הנהלה. ג. הצהרת נושאי משרה אחראיים.</p> | <p>א. דוחות כספיים מתומצתים⁶⁵. ב. דוח הנהלה⁶⁶. ג. הצהרת נושאי משרה אחראיים. ד. אין חובה לביקורת / סקירה רואי החשבון⁶⁷.</p> |

הדירקטיבה משנת 2004 הגדירה את דרישות המינימום מחברות הרשומות למסחר בשווקים המפוקחים של מדינות האיחוד. דרישות המינימום כללו, כאמור, סקירת הנהלה רבעונית, ומעבר להן ישנם הבדלים בדרישות שקבעו המדינות השונות. כך למשל, במדינות מסוימות נדרש היה לתת דיווח רבעוני עוד לפני הדירקטיבה משנת 2004 ודרישה זו נותרה על כנה; במדינות מסוימות דרישת הדיווח הרבעוני נגעה רק לגבי חברות הרשומות למסחר בבורסה העיקרית או בסגמנט עיקרי בבורסה; במדינות אחרות, לא חלה כל דרישה נוספת מעבר לדירקטיבה משנת 2004. יש

⁶⁰ ראה בהקשר זה: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:EN:PDF>
⁶¹ European Commission, Report from the commission staff working paper impact assessment SEC(2011) 1279 final/2 (Brussels, 3.2.2012). מסמך זה יכונה להלן: "European Commission Paper". ראה להלן – <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011SC1279&from=EN>

⁶² סעיף 4 לדירקטיבה משנת 2004 (Article 4).

⁶³ סעיף 5 לדירקטיבה משנת 2004 (Article 5).

⁶⁴ סעיף 6 לדירקטיבה משנת 2004 (Article 6). ראו: שם, ה-European Commission Paper, בעמ' 3.

⁶⁵ פרסום תוך חודשיים מתום התקופה. "מתומצתים" – תחולת IAS 34.

⁶⁶ הדוח יתפרסם לאחר עשרה שבועות מתחילת התקופה ועד ששה שבועות לפני תום התקופה וייתחס לכל המידע ממועד תחילת התקופה ועד למועד פרסום הדוח. על הדוח לכלול, לכל הפחות, את האירועים המהותיים וכן את הסיכונים ומצבי אי וודאות ל-6 החודשים הקרובים.

⁶⁷ אם הדוח בוקר או סוקר, יש לצרף את דוח רואי החשבון המבקרים. אם לא נעשתה סקירה או ביקורת, נדרש לתת הצהרה בדוחות.

⁶⁸ הדוח כולל אירועים מהותיים שאירעו בתקופה, השפעתם על מצבה הפיננסי של החברה, והאמצעים שנקטו בהקשר זה. כמו כן, הדוח כולל גם תיאור כללי של המצב הכספי.

לציין, כי הדרישות הושטו לעתים על ידי המדינות ולעתים על ידי הבורסה, והן אף השתנו במהלך השנים.

כארבע וחצי שנים לאחר החלת הדירקטיבה משנת 2004, נדרשה ה-European Commission (להלן - "הרשות האירופאית")⁶⁹ לבחון את אופן יישום הדירקטיבה במדינות האיחוד, ולחשיבה מחודשת אודות התועלות והנזקים שהיא הביאה עמה לשוק. נושא מרכזי שנבדק היה מידת האטרקטיביות של שוק ההון עבור חברות קטנות ובינוניות. מן הבדיקה עלו מספר כשלים בדירקטיבה משנת 2004 אשר המרכזי שבהם היה עלויות יישום גבוהות⁷⁰. במסגרת הבדיקה נמצא כי העלויות הכרוכות ביישום הדירקטיבה עבור חברות קטנות ובינוניות מהוות נטל כבד מנשוא, פוגעות ביעילותן הכלכלית ומשפיעות לרעה על מחיר מניותיהן. כן נמצא, במהלך הבדיקה, כי התועלת המצופה מיישום הוראות הדירקטיבה, בדמות שקיפות ושיפור ההגנה על המשקיע, לא הייתה ממשית בחברות קטנות ובינוניות.

הסיבה המרכזית למצב המתואר, כפי שצוין בדוח הרשות האירופאית, הייתה הדרישה לפרסום דוחות רבעוניים. כזכור, במסגרת הדירקטיבה משנת 2004 נקבעה חובת פרסום הצהרת מנהלים בתדירות רבעונית (כלומר בדיווח הרבעוני). צוין בדוח הרשות האירופאית כי כבר אז, קודם לפרסומה של הדירקטיבה משנת 2004, ניטשה מחלוקת חריפה בנושא.

ואכן, משבאה הרשות האירופאית להעריך את יעילותה של הדירקטיבה משנת 2004 בחלוף ארבע שנים וחצי ממועד החלתה, מסקנתה הייתה כי הדיווח הרבעוני מביא לנזק גדול יותר מן התועלת שמופקת ממנו. כך, נמצא על ידה כי הוא אינו נחוץ כדי להבטיח הגנה על המשקיעים, כי ממילא מידע מהותי שנדרש למשקיעים מגיע אליהם במסגרת הדיווחים המידיים וכי ככל שהמידע אינו נדרש באופן מידי, הוא יופיע בדיווח השנתי או החצי שנתי.

את אותן עלויות יישום מכבידות חילקה הרשות האירופאית לשני סוגים, כפי שיפורט מיד (במאמר מוסגר, נעיר כי לסיווג זה יש חשיבות רבה גם בהקשר הישראלי). כך, חלוקת העלויות הייתה לעלויות ישירות, ועלויות עקיפות. במסגרת העלויות הישירות נמנו עלויות עריכת הדוחות ברמת החברה וברמת רואה החשבון המבקר. במסגרת העלויות העקיפות נמנו כלל המשאבים שהנהלה נדרשת להשקיע בכל הקשור לדוחות הכספיים ובעיקר משאב הזמן - אשר זכה לכינוי "Opportunity cost" - שעניינו התועלת האלטרנטיבית שהנהלה הייתה יכולה להפיק משימוש בזמנה לעיסוק בענייני ניהול החברה האחרים⁷¹. העלויות הישירות והעקיפות כומתו באופן אריתמטי, והשוו. ממצא מרכזי מהשוואה זו היה כי העלויות העקיפות - שעיקרן זמן הניהול שנגזל מנושאי המשרה - עולות בהרבה על העלויות הישירות.

⁶⁹ הרשות האירופית הינה הגוף המבצע באיחוד האירופי המייצג את האינטרסים של האיחוד, להבדיל מזה של חבריו. ככלל, תפקידיה המרכזיים של הרשות כוללים בתמצית: (1) ייזום וניסוח הצעות חקיקה; (2) אכיפת הדין האירופי; (3) קביעת מטרות וסדרי עדיפויות לפעולה; (4) ניהול ויישום מדיניותו של האיחוד האירופי כמו גם תקציבו; (5) ייצוג של האיחוד מחוץ לאירופה (כגון: בחתימת אמנות והסדרים). למידע נוסף, ראו - http://ec.europa.eu/about/index_en.htm.

⁷⁰ European Commission Paper - ראה הי"ש 35, לעיל. שני הכשלים הנוספים שצוינו במסמך הם התמקדות חברות בתוצאות קצרות טווח וחוסר נגישות של המידע בתצורתו הנוכחית עבור אנליסטים ומשקיעים (Lack of visibility) במיוחד לנוכח הבדלים ביישום הדירקטיבה בין המדינות שונות. לפרטים נוספים, ראה עמ' 8 (סעיף 3.2.1) למסמך האמור.

⁷¹ European Commission Paper - לעיל, הי"ש 60, בעמ' 12-13.

על יסוד הממצאים האמורים נקבע כי נדרש לתקן את הדירקטיבה משנת 2004 באופן שיעלה בקנה אחד עם שלוש אמות מידה מרכזיות: האחת היא "אפקטיביות", במובן זה שניתן ליישם את הוראות הדירקטיבה בפשטות ובבהירות; השנייה היא יעילות, במובן זה שהוראות הדירקטיבה תצמצמנה את עלויות היישום הכבדות הקיימות כיום; השלישית היא הגנה על המשקיע, במובן זה שהשינויים שיעשו בהוראות הדירקטיבה נדרשים שלא לפגוע ברמת ההגנה הקיימת לציבור המשקיעים.

וכעת לעיקר. במסגרת עבודת הרשות האירופאית נשקלו מספר חלופות לשינוי המצב הקיים. שתי החלופות המרכזיות היו קביעת משטר דיווח רבעוני לכל החברות לעומת משטר דיווח רבעוני רק לחברות קטנות. בסיכומו של דבר, על אף התועלת השלילית שנגרמת לחברות הקטנות מפרסום דוחות רבעוניים, הוחלט כי החלופה של קביעת משטר דיווח רבעוני לכל החברות עדיפה, כדי לא להוסיף מורכבות לשוק ההון האירופי, אשר עלולה להיווצר מקיומן של שתי קבוצות חברות שונות⁷² (נעיר, כי בשונה מן המצב בישראל, חשוב לזכור כי באיחוד האירופי ממילא קיימת מורכבות אינהרנטית הנובעת מהבדלים של החקיקה הפנימית בכל מדינה באיחוד). כמו כן, הוחלט להאריך את מועד הגשת הדוחות החצי שנתיים לשלושה חודשים אחרי מועד סיום תקופת הדיווח.

אף שהאיחוד האירופי ציין את המגרעות בפרסום דוחות רבעוניים על ידי חברות קטנות, הוא לא ראה צורך לפטור חברות קטנות מפרסומם, מתוך רצון ליצור אחידות ולהפחית את המורכבות והשוני בין חברות האיחוד. בה בעת, הוא לא מנע מחברות האיחוד לבצע חקיקה נפרדת שתפטור מהדיווח הרבעוני לחברות הקטנות.

ביום 22 באוקטובר 2013 פרסם האיחוד האירופי דירקטיבה חדשה שנועדה להקל בחובות הדיווח השונות שנקבעו במסגרת הדירקטיבה משנת 2004.⁷³ המסר המרכזי בדירקטיבה החדשה היה צמצום הנטל הרגולטורי על תאגידים קטנים ובינוניים על אף שנטל זה זוהה כבר בעבר אך לא תוקן במפורש. נטל אשר חלק מרכזי ממנו מיוחס להכנת הדוחות התקופתיים, שכן, נמצא כי העלות העקיפה והישירה מהדוחות הרבעוניים עולה על התועלת הנגרמת לציבור המשקיעים.

2.1 עיקר התיקונים שחוקקו בשנת 2013 באיחוד האירופי

1. הוחלט ביחס לכלל החברות על ביטול חובת פרסום דיווח רבעוני לרבעון הראשון והשלישי הכולל סקירת הנהלה לתוצאות העסקיות בתקופת הדיווח. הואיל והוראה זו אומצה במישור הדירקטיבה האירופית, על מדינות האיחוד לאמצה בחקיקתן המקומית עד חודש נובמבר השנה⁷⁴. כן הוחלט כי כל מדינה באיחוד האירופי תהא רשאית להטיל חובת פרסום דוח כספי נוסף (מעבר לדוח השנתי והחצי שנתי) ובלבד שיתקיימו שני תנאים מצטברים: האחד, פרסום דוח כספי נוסף אינו כרוך בנטל פיננסי משמעותי עבור התאגיד; השני, יש בפרסום הדוח

⁷² European Commission Paper – לעיל, ה"ש 60, בעמ' 28 בתת סעיף 6.1.1.

⁷³ Directive 2013/50/EU of The European parliament and of the Council of 22 October 2013.

⁷⁴ European Commission Paper – לעיל, ה"ש 60, בעמ' 12, וב-Annex 5 בעמ' 88.

הכספי הנוסף מידע מהותי המסייע למשקיעים בקבלת החלטות השקעה מושכלות. בכך תיקנה הדירקטיבה החדשה את המצב ששרר קודם לכן, שבו המדינות החברות באיחוד הוסיפו חובות דיווח בנוסף לחובת הדיווח הרבעוני המצומצמת שנדרשה בדירקטיבה משנת 2004.

2. הוחלט כי התקופה לפרסום דוחות חצי שנתיים תורחב מתקופה של חודשיים לתקופה של שלושה חודשים, מתום תקופת הדיווח, וזאת משני טעמים: האחד, הקלה על התאגידים המדווחים באמצעות הארכת לוחות הזמנים להכנת המידע הכספי למחצית השנה; השני, ההנחה כי הרחבת חלון הזמן לפרסום הדוחות הכספיים החצי שנתיים תביא את המשתתפים בשוק להתעניין גם בדוחות של תאגידים קטנים.

3. אנגליה

באנגליה לא חלה חובה להגיש דוחות רבעוניים (הצהרת הנהלה) וזאת החל מנובמבר 2014, לאחר אימוץ מוקדם של הוראות הדירקטיבה האירופית המתוקנת כאמור⁷⁵. אימוץ מוקדם זה נעשה כחלק מרפורמה אשר מטרתה קידום חוקים שעניינם מיקוד עסקי ארוך טווח (Rules for long-term business focus)⁷⁶. במסגרת הדיונים ביחס לרפורמה זו הועלו ציפיות לפיהן חברות קטנות ובינוניות אכן לא תערוכנה או תגשנה דוחות רבעוניים בעוד שהחברות הגדולות תמשכנה להגיש דוחות אלה באופן וולונטרי. אמנם, מוקדם מדי מכדי להעריך את השפעתה של רפורמה זו במלואה, אולם כבר בשלב זה ניתן לראות כי ישנן גם חברות גדולות שבחרו לא להגיש דוחות רבעוניים, בעוד שצפוי כי חברות גדולות אחרות ימשיכו לעשות כן⁷⁷. במסגרת פרסום הצעת החקיקה (אגב הליך Public consultation) מרבית ההתייחסות שהתקבלה בנוגע להצעת החקיקה הייתה חיובית, אולם נשמעה גם ביקורת שעיקרה הם כדלקמן⁷⁸:

(1) ההנחה לפיה חובת הגשת הדוחות הרבעוניים מטילה נטל מכביד על החברות אינה תמיד נכונה, וכך גם ההנחה כי אין בכך כדי להוסיף ערך למשקיעים; (2) ביטול החובה כרוך בהטלת נטל ניהולי כבד יותר על הנהלת החברה הואיל ויהא על חברה להשקיע משאבים בפרסומו של מידע רגיש (Price-sensitive information) בהקדם האפשרי. הטענה, בהקשר זה, היא כי מצב של העדר החובה יוביל להצהרות שאינן בזמנים קבועים לרבות אזהרות רווח, מה שיגרום לתנודתיות רבה יותר במחיר מאשר בפרסום הדוחות במועדים קבועים; (3) טענה בדבר העדר הנחיות בנוגע להגשת דוחות רבעוניים וולונטריים ותוכנם.

⁷⁵ <http://www.linklaters.com/Insights/Publication1005Newsletter/UK-Corporate-Update-20-November-2014/Pages/Listed-companies-no-longer-required-publish-interim-management-statements.aspx>

⁷⁶ ראו דוח שנערך לבקשת ה-UK Department for Business, Innovation and Skills ועניינו שוק ההון וקבלת החלטות לטווח ארוך. עיקר המלצות דוח זה אומצו, כאשר בכלל המלצות שאומצו - ביטול חובת הגשת הדוחות הרבעוניים. לפרטים ראו -

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf

⁷⁷ ראו, למשל - National Grid, United Utilities, Admiral. יצוין, כי אחד ממנהלי הנכסים הגדולים באנגליה (Legal & General Investment Management) פרסם ביוני 2015 מכתב ל-350 החברות הגדולות הנסחרות בבורסת לונדון אשר מעודד אותם שלא להגיש דוחות רבעוניים ולהתמקד בניהול והשאת רווחים לטווח ארוך. בהקשר זה, ראו כתבה שפורסמה ב-Times:

<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5122a8f4-0dcd-11e5-9a65-00144feabdc0.html#axzz3fIFvBlX>

⁷⁸ רשות ניירות ערך באנגליה (UK FCA) קיבלה 20 תגובות אגב ניהול הדיון הציבורי, מתוכן שתיים התייחסו באופן שלילי לשינוי המוצע. לפרטים נוספים ראו FCA Policy Statement 14/15: <http://www.fca.org.uk/news/firms/ps14-15-transparency-directives-requirement-interim-management-statements>

עיקר המענה לטענות אלה מצד ה-FCA הוא שהן רלבנטיות לביטול החובה שמקורה בדין האירופי ולא לעצם הקדמת תחולתה באנגליה. כמו כן, הרשות האנגלית הדגישה את החובה לגלות מידע אשר עלול להשפיע על מחיר נייר הערך באופן מיידי (As soon as possible).

יצוין, כי על הוראות הדירקטיבה נוספות גם הוראות פנימיות של מועצת הדיווח הכספי (Financial Reporting Council). מדובר בהוראות שעניינן ניהול סיכונים ובקרה פנימית אשר מחייבות חברות ציבוריות באנגליה. בהקשר זה, לפי הוראה C.2.1 קיימת חובה לצרף לדוחות השנתיים של החברות הציבוריות הצהרת הנהלה על הבקרה הפנימית. במסגרת זו נדרשים המנהלים לסקור לפחות אחת לשנה את אפקטיביות מערכת הבקרה הפנימית בתאגיד⁷⁹. חשוב לציין, כי לא קיימת הבחנה בין חברות גדולות לבין חברות קטנות באשר ליישום הוראה זו.

4. אוסטרליה

באוסטרליה אין חובת הגשה של דוחות רבעוניים (למעט חברות מסוימות כגון: חברות בתחום חיפושי הנפט או כריית מחצבים).

5. סינגפור

בסינגפור, חברה אשר שווי השוק שלה נמוך מ-75 מיליון דולר נחשבת לחברה קטנה. חברות קטנות אינן חייבות בהגשת דוחות רבעוניים (הדבר אינו מוסדר בחוק אלא בתקנון בורסת ניירות הערך הסינגפורית, ה-SGX). יש לציין, כי בבורסה בסינגפור קיימת גם זירת מסחר (Catalist) נפרדת לחברות קטנות אשר אינן עומדות בדרישות ה-SGX.

6. קנדה - הרפורמה בקנדה כמקרה מבחן

סוגיות הנוגעות לעומס ברגולציה, הצורך ביצירת מדרג רגולטורי וההקלות בדיווח הכספי, מעסיקות גופים שונים בשוקי ההון ברחבי העולם, החל ממוסדות התקינה החשבונאית המרכזיים (IASB ו-FASB), גופים רגולטוריים בארה"ב ובאירופה, וכן בורסות גדולות בעולם המערבי. ניסיונות לכוון משטר דיווח המבוסס על מדרג רגולטורי, ניתן למצוא לא רק בדיני ניירות הערך בישראל, אלא גם בשיטות משפט אחרות. כך למשל, רפורמה מקיפה נערכה בשנים האחרונות בקנדה (להרחבה בנושא זה ראה **נספח ד'** למסמך זה).

התחקות אחר הליכי הרפורמה שנעשתה בקנדה ואחר מסקנותיה מספקת הצצה מלומדת באשר לשיקולים השונים ששקל הרגולטור הקנדי בבואו לערוך שינויים במשטר הדיווח ובתדירותו. להלן תובא תמצית הרפורמה בקנדה ומסקנותיה.

⁷⁹ <https://www.frc.org.uk/getattachment/5e4d12e4-a94f-4186-9d6f-19e17aeb5351/Turnbull-guidance-October-2005.aspx>

6.1 הרפורמה בקנדה - מטרה ותמצית ההצעות

תחום חובות הגילוי והממשל התאגידי בקנדה היה מושא להסדרה רגולטורית בשנים 2011–2012. ההסדרה נעשתה במסגרת רפורמה שערכה ה-CSA (Canadian Securities Administrators). במסגרת הרפורמה, ה-CSA ערכה שינויים בחקיקה הקיימת והציגה שינויים אלה לציבור. **ההצעה הראשונה** פורסמה באמצע שנת 2011 ולאחר פרסומה ניתנו לגביה הערות של הציבור, שעל בסיסן תוקנה ההצעה והוגשה בשנית.

ההצעה השנייה, המתוקנת, פורסמה למעלה משנה לאחר מכן, לקראת סוף שנת 2012. ההצעות עסקו בחברות מסוג Venture issuers שהן חברות הון סיכון אשר נסחרות רק בשווקים צעירים וספציפיים (Junior markets).

מטרת ההצעות הייתה "לתפור" רגולציה שתאיים למידותיהן הייחודיות של חברות ה-venture issuer ולייעל את משטר הדיווח והגילוי, כמו גם את הממשל התאגידי. ההצעות השונות שהועלו לדיון ציבורי ביקשו להשיג מספר תכליות - יצירת פריט חקיקה עדכני אשר ימקד את המשקיעים רק למידע המהותי והרלבנטי הדרוש להם, והקלה על ניהול החברה ומתן אפשרות לאורגנים שבה לנתב את עיקר זמנם לפיתוח עסקיה, באמצעות צמצום היקף העיסוק בנטל הרגולטורי.

אחד הנושאים המרכזיים שבו עסקה הרפורמה הוא היקף הדיווח הרבעוני ותכניו. בהצעה הראשונה הועלתה לדיון ציבורי הצעה שלא לחייב חברות הון סיכון בהגשת דוחות כספיים ו-MD&A (Management's discussion and analysis) בגין הרבעון הראשון והשלישי ותחת זאת להסתפק בדיווחים כספיים שנתיים וחצי שנתיים. למקרא תגובות הציבור, הצעה זו נזנחה, ותחתיה הוצע במסגרת ההצעה השנייה **לחייב בדיווח כספי בכל הרבעונים, בלא צורך בצירוף MD&A.**

במקום ה-MD&A הוצע לכלול דוח ובו דגשים רבעוניים המתייחסים לעניינים מהותיים בלבד, דוח אשר כונה במסגרת ההצעה השנייה בשם **Quarterly Highlights**. לדוח האמור ולדוח הכספי הרבעוני תצורף **הצהרה** של ה-CEO וה-CFO של החברה. יש לציין, כי במסגרת ההצעה השנייה לא נשלל כליל השימוש בדוח ה-MD&A ברמה הרבעונית, אך צירופו נשאר לשיקול דעת החברות (כלומר, הוא הפך לדיווח וולונטרי). לצד שינויים אלה הוצעו שינויים הנוגעים להרכב ועדת הביקורת, לשימוש במידע צופה פני עתיד, לדיווחי פרופורמה ועוד.

א. דוח שנתי -

- לפי החוק הקנדי, דוח זה כולל דוחות כספיים שנתיים מבוקרים (Financial statement) וכן דוח הנהלה (Management's discussion and analysis - MD&A). דוחות כספיים שנתיים - יוגשו אחת לשנה, חתומים בידי הדירקטוריון (ס' 7 לחוק הקנדי), ויכללו (ס' 8 לחוק הקנדי):
- דוח רווח והפסד;
 - דוח על שינויים בהון;
 - דוח על תזרים מזומנים;
 - דוח על מצב כספי (מאזן);
 - לדוחות האמורים יצורפו ביאורים (ס' 8(2)(f) לחוק הקנדי), והם יבוקרו בידי רו"ח (סעיף 8(3) לחוק הקנדי);
 - הדוחות יאושרו בידי CFO ו-CEO (ס' 8(4) לחוק הקנדי).

דוח הנהלה הקנדי (MD&A)

במסגרת דיווח זה נדרשת הנהלת החברה לכלול את הסבריה בדבר ביצועיה הפיננסיים (Financial performance) של החברה במהלך שנת הדיווח ולהשוות אותם לביצועי השנה הקודמת. בהצעה השנייה של הרפורמה צוין, כי במסגרת דוח הנהלה אין להסתפק במסירת מידע אשר ממילא ניתן בדוחות הכספיים, ונדרש אפוא להסביר את השינויים בביצועיה הפיננסיים של החברה ובמצבה הכספי.

כן צוין, כי יש להימנע ממתן מידע "ממוחזר וקבוע" (Boilerplate). תפקידו של דוח ההנהלה, כך הוסבר שם, הוא לשקף לציבור כיצד רואה ההנהלה את **יעדיה של החברה** (prospects), האמצעים להשגתם, המדדים ודרך ניתוחם. במילים אחרות, על דוח ההנהלה להציג ולהסביר מידע אשר אינו עולה בנקל מן הדוחות הכספיים.

ב. דוח רבעוני -

- הדוח הרבעוני בקנדה יכלול דוחות כספיים רבעוניים וכן דוח ובו דגשים רבעוניים (Quarterly highlights). דוחות כספיים רבעוניים - דרישה זו דומה בהיקפה ותוכנה לדרישה בדיווח השנתי. הדוחות הללו יכללו:
- דוח רווח והפסד;
 - דוח על שינויים בהון;
 - דוח על תזרים מזומנים;

⁸⁰ Annex B: Proposed NI 51-103

- דוח על מצב כספי (מאזן);
- לדוחות האמורים יצורפו ביאורים;
- הדוחות יאושרו בידי רואה החשבון המבקר ואם החברה לא עושה כן (מותר לה) - עליה לציין זאת;
- הדוחות יאושרו בידי CFO ו-CEO.

דוח דגשים רבעוניים (Quarterly highlights) - תכליתו של דוח דגשים רבעוניים היא להציג תמצית עדכונים בדבר הפעילות העסקית והמצב הפיננסי של ה-Venture issuer. בהקשר זה, יש לציין כי דוח דגשים רבעוניים החליף את חובת הדיווח הקודמת של הכללת דוח MD&A (חובה, אשר כעת נותרה רק ברמה השנתית) שהייתה מקיפה יותר ועל כן הכבידה על חברות. על דוח זה להציג דיון קצר וממוקד ובאמצעותו להציג תמונה מלאה (Accurate) של פעילותה העסקית של החברה במהלך הרבעון החולף⁸¹.

במסגרת דיווח זה על החברה להציג דיווח בדבר פעילות ונזילות וכן מגמות ידועות, דרישות, נתונים סטטיסטיים בדבר ביצועים, התחייבויות, אירועים צפויים או לא צפויים או לא וודאיים שביכולתם להשפיע מהותית על פעילות החברה או על נזילותה ברבעון או אם הם עשויים להשפיע בסבירות מסוימת (Likely) ובאופן מהותי בעתיד. בנוסף לדוח דגשים רבעוניים נדרשת החברה לתת דיווח בדבר מידע צופה פני עתיד⁸².

⁸¹ Annex B: Proposed Form F1-103, בעמ' 89.
⁸² Part 8, section 39(2), בעמ' 108.

1. ארצות הברית⁸³

להלן סקירה המתייחסת לרשימות או שווקים שונים - בורסת ה-NASDAQ, בה ישנן שלוש רשימות הנבדלות זו מזו, בין היתר, על בסיס גודל החברות, ובורסת ה-NYSE אשר אינה מבחינה בין חברות על בסיס גודלן אלא מנהלת "בורסה" מיוחדת לחברות קטנות. ספרי החוקים בשתי הבורסות (NYSE Listed Company Manual⁸⁴ ו-NASDAQ stock market rules⁸⁵), אשר הוראותיהם חלות על החברות אשר ניירות הערך שלהן נסחרות בכל בורסה, כוללים קשת רחבה של הוראות, בכללן כללי רישום למסחר, כללי גילוי וכללי ממשל תאגידי. כללים אלה חלים בנוסף לדרישות הדין הפדרלי או המדינתי, לפי העניין.

בשתי הבורסות האמורות קיימות הבחנות נקודתיות ביחס לחברות קטנות על בסיס ההגדרה הפדרלית (Smaller reporting companies), אולם הבחנות אלה אינן משמעותיות. כך למשל, לעניין ממשל תאגידי, נהנות חברות אלה מהקלות נקודתיות המתייחסות להרכב וועדת התגמול ועבודתה⁸⁶. יצוין, אם כן כי לא מוענקות הקלות משמעותיות ברגולציה לחברות הקטנות יותר. לעניין סימול היותה של חברה Smaller Reporting Company, אין הדגשה של עובדה זו, או סימול מיוחד אלא הדבר בא לידי ביטוי הדיווחים התקופתיים בדרך של Check the box.

1.1 New York Stock Exchange

בורסה זו אינה מנהלת רשימה נפרדת לחברות קטנות וההתייחסות לחברות קטנות בכללי ה-NYSE מתבססת על הגדרת המונח Smaller Reporting Company לפי הדין הפדרלי כאשר היכללות תחת קבוצה זו מקנה מספר הקלות, שעל פניו, כאמור לעיל, אינן נחזות להיות משמעותיות. כיום, ישנן כ-2,650 חברות אשר רשומות למסחר ב-NYSE⁸⁷.

⁸³ P. 350, Regulation of Securities: SEC answer book, Steven Mark Levy, fourth edition, Wolter Kluwer Law & Business. (https://books.google.co.il/books?id=-yJucUOpCMC&pg=SA3-PA50&lpg=SA3-PA50&dq=%22Category+of+Filer%22+%22accelerated+filers%22&source=bl&ots=ejbc0XeUCu&sig=8YCIQsF_MMBqvSW_ZoqGLCvE1144&hl=iw&sa=X&ei=BXazVK6YOYOYXwalnigo&ved=0CDEQ6AEwCA#v=onepage&q=%22Category%20of%20Filer%22%20%22accelerated%20filers%22&f=false); and sec.gov/answers/form10k.htm

and sec.gov/answers/form10q.htm

⁸⁴ /The New York Stock Exchange Listed Company Manual (NYSE Manual). nysemanual.nyse.com/lcm

⁸⁵ <http://nasdaq.cchwallstreet.com>

⁸⁶ עצמאות דירקטור לצורך מינויו לוועדת התגמול - בבחינת עצמאותו של דירקטור בהקשר זה יש לתת את הדעת, בין היתר, לגורמים הבאים: (1) מקור תגמולו בעבור עבודתו עבור החברה; ו-קשרים לחברה, לחברות הבת שלה או לאדם קשור לחברה או לחברות הבת שלה (Article 303A.02(a), Independent Tests.); (2) מגבלות לשכירת יועץ לוועדת התגמול - מגבלות ותנאים אשר יש לבחון טרם מינויו של אדם כיועץ לוועדת התגמול (Article 303A.05(c)(iv)).

⁸⁷ NYSE Article 303A; http://nysemanual.nyse.com/lcm/Help/mapContent.asp?sec=lcm-sections&title=sx-ruling-nyse-policymanual_303A.00Introduction&id=chp_1_4_3_1

ראו גם <http://www.sec.gov/rules/sro/nasdaq/2013/34-68640.pdf>

⁸⁷ נכון ליולי 2015 (בהתאם למידע שהתקבל מחברת ICE, המפעילה את הבורסה).

יצוין, כי ישנן הבחנות לעניין דרישות הרישום החלות על חברות בעלות מאפיינים מיוחדים, ובכלל זה: חברות אג"ח, חברות REIT, חברות זרות⁸⁸ וכן חברות המשקיעות בחברות קטנות ובינוניות (כגון: BDC) וקרנות השקעה (VC's). כך למשל, על חברות אלה להיות רשומות לפי ה-Investment Company Act of 1940 או ה-Small Business Investment Act of 1958, כאשר הרציונל לכך הינו שחברות אלו מחפשות אחר השקעות לטווח ארוך ועל כן, לעיתים, הן אינן עומדות בסף ההכנסה הנדרש לצורך הצטרפות לבורסה (הבחנה זו היא חלק ממדיניות אשר מטרתה לעודד חברות קטנות).

1.2 NYSE MKT

NYSE MKT הינה בורסה עצמאית בארה"ב, אשר מיועדת לחברות קטנות (Small-cap), צעירות וצומחות. היתרון המרכזי אשר בורסה זו מבקשת להקנות לחברות הרשומות בה הינו זירת מסחר לשוק היי-טק המתבססת על המודל של ה-NYSE עם ספקי נזילות ייעודיים⁸⁹. כיום, ישנן כ-380 חברות הרשומות למסחר ב-NYSE MKT (לשם ההשוואה, ישנן כ-2,650 חברות הרשומות למסחר ב-NYSE, כאמור⁹⁰).

על מנת להירשם למסחר ב-NYSE MKT, על חברה לקיים את הדרישות המנויות באחת מארבע⁹¹ קבוצות, הנבדלות זו מזו בנושאים הבאים: הכנסה, שווי שוק; מחיר שוק מצוטט (public float) מחיר מינימלי למניה; שנות פעילות; הון בעלי מניות; הון מוחזק על ידי הציבור. לפרטים נוספים אודות דרישות הרישום ראה **נספח ה'** למסמך זה).

חברות הנסחרות בבורסה זו כפופות לחובות הדיווח הכלליות כנדרש על ידי ה-SEC⁹². לעניין הוראות הבורסה, הוראות ה-NYSE מחמירות בהיבטים מסוימים מאלה החלות ב-NYSE MKT. למשל, הנפקת הון בנסיבות מסוימות טעונה אישור בעלי המניות ב-NYSE אך לא ב-NYSE MKT (בכלל זה הנפקת הון כחלק מתוכנית תגמול, הנפקת מניות או ני"ע המירים להון לאחד מהגורמים הבאים: דירקטור, אורגן או בעל מניה בחברה, חברה בת או חברה מקושרת או צד מקושר או כל גורם מקושר בו לחברה יש עניין. כמו כן, בעת הנפקת הון בשיעור של 20% ומעלה מכוח ההצבעה)⁹³.

⁸⁸ The New York Stock Exchange Listed Company Manual (NYSE Manual), Rule 102.02-103.

http://nysemanual.nyse.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_2_7&manual=%2Ffcm%2Fsections%2Ffcm-sections%2F

⁸⁹ כרקע, ניתן לציין כי בורסה זו הוקמה כ- American Stock Exchange (AMEX) בשנת 1908. בשנת 2008 החל הליך רכישה של הבורסה, אשר הייתה ידועה אז כ-New York Curb Exchange, על ידי קבוצת NYSE EuroNext ומיזוגה עם הבורסה האירופית לחברות קטנות AlterNext. בשנת 2012 שונה שמה לשמה הנוכחי NYSE MKT LLC. בשנת 2013 ה-Intercontinental Exchange רכשה את NYSE Euronext Group ו-NYSE MKT הפכה להיות חברה בבעלותה. נכון ליולי 2015 (בהתאם למידע מחברת ICE, המפעילה את הבורסות).

⁹¹ legalink.ch/Root/Sites/legalink/Resources/Questionnaires/IPOs/North-America/IPO_USA_NYSE_MKT.pdf &

usequities.nyx.com/listings/list-with-nyse/nyse-mkt-listing-standards

⁹² Section 401, NYSE MKT Rules

⁹³ wallstreet.cch.com/MKTtools/PlatformViewer.asp?SelectedNode=chp_1_1_8&manual=/MKT/CompanyGuide/mkt-company-guide;

1.3 NASDAQ Stock Exchange (NASDAQ)

בבורסה קיימות שלוש רשימות, הנבדלות זו מזו במאפייני החברות, בכלל, וגודלן, בפרט, אשר ההשתייכות אליהן כפופה לתנאים שונים, וכן מקנה הקלות שונות אשר כאמור אינן משמעותיות. ההבחנה המרכזית היא במיתוג של השוק ובנזילות, יוקרה, ביקוש, היקף עסקאות. פחות דגש על הקלות רגולטוריות.

המבחנים לצורך כניסה לאחת הרשימות מבוססים על סטנדרטים הכוללים שווי שוק, החזקות ציבור, תזרימי מזומנים, משך פעילות, הכנסות.

1. Nasdaq Global Select Market (NASDAQ-GS Large cap) - הרשימה מיועדת

לחברות המקיימות סטנדרטים גבוהים ביותר וכוללת מניות העומדות בסטנדרטים מחמירים ביותר של רישום, נזילות וממשל תאגידי

2. Nasdaq Global Market (mid-cap) - רשימה זו מיועדת לחברות בינוניות. רשימה זו

אקסקלוסיבית פחות מה-Nasdaq Global Select Market.

3. Nasdaq Capital Market (small cap) - מיועדת לחברות בעלות רמות הון נמוכות

יחסית. דרישות הרישום הן פחות מחמירות.

השוני בין הרשימות טמון בגודלן של החברות הנסחרות בהן, ומכאן שהוא משליך על תנאי הרישום, מחד, ועל היוקרה ועומק השוק הקיים בכל אחת מן הרשימות, מאידך.⁹⁴

לעניין הוראות הגילוי והממשל התאגידי, ככלל, הדרישות אחידות ביחס לכל החברות הנסחרות בבורסת ה-NASDAQ, ואין הבחנה בין הרשימות השונות לעניין זה.⁹⁵ ההבדל טמון בדרישות הרישום הנבדלות זו מזו, בין היתר, בספי הכנסה, הון, ורווחים, נכסים, הון מונפק ושווי שוק, כאשר דרישות הרישום ל-Nasdaq Capital Market הינן מקלות (למען שלמות התמונה, ראו **בנספח ה'** למסמך זה את דרישות הרישום בחלוקה לפי רשימות).

מעבר בין רשימות - עד שנת 2014, NASDAQ ביצעה סקירה שנתית במסגרתה בחנה את

החברות שאינן מצויות ברשימת ה-Large cap (NGSM) והאם הן עומדות בדרישות לצורך כניסה לרשימה זו. חברות שעמדו באותן דרישות "עלו" באופן אוטומטי לרשימה זו (אם השתייכו לרשימה ה-Mid-cap, NGM, או שיכלו לבחור לעבור לרשימת ה-Mid cap (ה-NGSM) (אם הן השתייכו לרשימת ה-Small cap, ה-NCM). בשנת 2014, בוטלה הסקירה השנתית (באישור ה-SEC)⁹⁶ וכן בוטל המעבר האוטומטי ל-Large cap (NGSM). הסיבות המרכזיות לשינוי כללו את

nysemanual.nyse.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F4%5F3&manual=%2F1cm%2Fsections%2F1cm%2Dsections%2F

⁹⁴ <http://www.nasdaqomx.com/transactions/markets/nasdaq>
investopedia.com/terms/n/nasdaq-smallcap-market.asp

⁹⁵ NASDAQ Listing Rules. See in particular Rule 5350(b)(1) (Disclosure of material information) and Rule 5600 (Corporate Governance Requirements).

⁹⁶ The SEC Order (Release No. 34-72538, File No. SR-NASDAQ-2014-067) is available at <http://www.sec.gov/rules/sro/nasdaq/2014/34-72899.pdf>

הנטל הגבוה עבור ה-NASDAQ שהיה כרוך בביצוע הסקירה והעדר כדאיות כלכלית, בין היתר, הואיל ומעט חברות מהמצופה עמדו בדרישות המעבר ל-Large cap. כמו כן, הסגמנט הפך מוכר וידוע ופחתו הצרכים השיווקיים.

כיום, האחריות על בחינת ההתאמה לחברות מוטלת על החברות באופן שחברות אשר רשומות ב-Nasdaq Global Market (NGM) וב-Nasdaq Capital Market (NCM) יכולות להגיש, בכל עת, בקשה למעבר לרשימת ה-Large cap (NGSM)⁹⁷, והעברתן לרשימה המבוקשת כפופה לעמידה בדרישות ההשתייכות לאותה הרשימה.

2. London Stock Exchange

בבורסת לונדון פועלים ה-Main Market וכן ה-Alternative Investment Market (AIM). ה-Main Market הינו שוק מוסדר (Regulated market) אשר מורכב משתי רשימות נפרדות (Standard Listing ו-Premium Listing) הנבחנות זו מזו בדרישות הגילוי (לצורך רישום ובאופן שוטף) ובהוראות הממשל התאגידי.

ה-Main Market כולל סגמנט נוסף - High Growth Segment, המבקש לתת מענה לחברות בינוניות שאינן עומדות בדרישות הרישום של שתי הרשימות האחרות, אולם ניתן לראות כי ככלל, לא הייתה היענות בקרב החברות להיות מנויות תחת סגמנט זה.

כיום ישנן כ-1,300 חברות הרשומות למסחר ב-Main Market וכ-1,100 חברות נסחרות ב-AIM. מבין החברות המנויות ב-Main Market, כ-75% מהחברות רשומות ב-Premium Listing, כ-25% מהחברות רשומות ב-Standard Listing ורק חברה אחת נסחרת ב-High Growth Segment⁹⁸.

ה-AIM הינה בורסה עצמאית מוסדרת (Exchange regulated market) המיועדת לחברות קטנות וצומחות הכפופות לסטנדרטים נמוכים יותר, הן במועד הרישום והן באופן שוטף.

יצוין, כי הדגש בדרישות ההשתייכות לכל אחת מן הרשימות אינו טמון בגודל החברה וניתן לראות כי דרישות הגודל אינן מהוות חסם משמעותי באף אחת מן הרשימות. כך למשל, לגבי חברות המשתייכות ל-Premium Listing או ל-Standard Listing, דרישת ה-Market cap עומדת על 700,000 פאונד. דרישת הגודל אינה חלה לגבי חברות הנסחרות ב-AIM (למעט חברות השקעה הנדרשות לגייס לפחות 30 מיליון פאונד).

⁹⁷ Nasdaq Listing Rule 5305 (c-d).

⁹⁸ האמור נכון ליום 30 ביוני 2015 ומבוסס על המידע המופיע באתר הבורסה - <http://www.londonstockexchange.com/statistics/companies-and-issuers/companies-and-issuers.htm>

Main Market - כאמור, ה-Main Market מורכב משתי רשימות אלטרנטיביות: Premium Listing ו-Standard Listing ומסגמנט נוסף. חברות המנויות ב-Main Market כפופות להוראות בדבר המיתוג שלהן. חברות המנויות ב-Premium רשאיות למתג את עצמן ככאלה, כאשר יתר החברות נדרשות להבהיר כי הן משתייכות ל-Standard או ל-HGS, לפי העניין.

Premium Listing - חברות אשר ניירות הערך שלהן מנויות תחת רשימה זו כפופות לסטנדרטים גבוהים יותר של גילוי וממשל תאגידי מאלה החלים על חברות המנויות ב-Standard listing. כך למשל, חברות המנויות ברשימה זו נדרשות למנות ספונסר לצורך הליך הקבלה לבורסה כמו גם לצורך עסקאות מסוימות.

באנגליה, כללי הממשל התאגידי מוסדרים, בין היתר, בקוד ממשל תאגידי⁹⁹ אשר אומץ בשנת 1999 והתייחסות אליו הוספה מתוך כללי הרישום של הבורסה¹⁰⁰. הקוד חל על חברות המאוגדות באנגליה ונסחרות (תוך הבחנה בין חברות המנויות בכל אחת מן הרשימות ב-Main Market ובין אלה הנסחרות ב-AIM), כמפורט להלן: חברות המנויות ב-Premium Listing נדרשות לאמץ את כל הוראות הקוד במתכונת של "אמץ או הסבר"¹⁰¹. חובה זו - אשר מקורה בכללי הרישום - חלה מעבר לחובות החלות מכוח הדירקטיבות האירופיות. יצוין, כי הקוד כולל מספר התאמות לגבי חברות קטנות אולם חברות אשר אינן מנויות ב-FTSE 350¹⁰² פטורות ממרבית הוראות הקוד¹⁰³. מעבר של חברה מה-Premium Listing ל-Standard Listing כפוף לאישור האסיפה הכללית של בעלי המניות של החברה ולאישור ה-FCA¹⁰⁴.

Standard Listing - חברות אשר ניירות הערך שלהן מנויות תחת רשימה זו כפופות לדרישות המינימליות (בסיסיות) הקבועות בדירקטיבה האירופית, כפי שאומצו במסגרת החקיקה האנגלית¹⁰⁵. חברות המנויות ב-Standard Listing כפופות, בהקשר של ממשל תאגידי, להוראות הדירקטיבה האירופית הקובעות כי על הדוחות השנתיים שלהן לכלול "הצהרת ממשל תאגידי" הכוללת בין היתר התייחסות למידת קיום הוראות קוד הממשל התאגידי. מעבר של חברה ל-Premium Listing, כפוף לאישור ה-FCA¹⁰⁶.

⁹⁹ הרגולטור האמון על עדכון הקוד (אחת לשנתיים) ועל יישומו הינו ה-FRC (Financial Reporting Council) - רגולטור עצמאי האמון על ממשל תאגידי ועל סטנדרטים של רואי חשבון. ככלל, הקוד משקף את הגישה השלטת לנושא ממשל תאגידי שהינה principle based עם דגש על בסיס ההנחה כי כוחות השוק הם שיבטיחו ציות לכללי הממשל התאגידי וקיומו של ממשל תאגידי תקין זאת באמצעות חיזוק זכותם של בעלי המניות למידע ולהשפעה (באמצעות הצבעה). ראה <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Corporate-Governance-Code.aspx>

¹⁰⁰ The Financial Services and Market Act. 2000. Section 2(4)(a)

¹⁰¹ FCA Listing Rules 9.1, 9.8.6 (5) (6) and 9.8.7. <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/LR/9/8>

¹⁰² FTSE 350 הינו מדד ב-Main Market הכולל את 350 החברות בעלות שווי השוק (market cap) הגבוה ביותר.

¹⁰³ See Sections B.1.2 (Composition of the Board), B.6.2 (Evaluation of the Board), B.7.1 (Re-election of Directors), C.3.1 (Audit Committee), C.3.7 (External Audit Contract), D.2.1 (Remuneration Committee) of the UK Code.

¹⁰⁴ See FCA Listing Rules, 5.4.A.1-16, 8.

¹⁰⁵ כך למשל, דרישות הגילוי אלה אומצו לתוך ה-FCA Disclosure and Transparency Rules (DTR)

¹⁰⁶ See FCA Listing Rules, 5.4.A.1, 3, 5, 7-10, and 12.

High Growth Segment (HGS) - במארס 2013, נפתח סגמנט חדש ב-Main Market לחברות בינוניות, אירופאיות ואנגליות (Mid-sized European and UK companies). סגמנט זה מיועד לחברות שאינן עומדות בהוראות הנדרשות לרישום ברשימת ה-Standard Listing או ברשימת ה-Premium Listing. בפרט, סגמנט זה מיועד לחברות שאינן עומדות בשיעור האחזקה הנדרש מבעלי המניות¹⁰⁷. יצוין, כי למועד זה רק חברה אחת נסחרת בסגמנט זה¹⁰⁸.

הואיל ומדובר בשוק מוסדר, הרי שהחברות המנויות בו נדרשות לקיים את הדרישות המינימליות של ה-EU (EU minimum requirements¹⁰⁹) והן כפופות לפיקוח של ה-FCA ולכללי הבורסה (London Stock Exchange Rulebook¹¹⁰) ולדרישות הגילוי. חברות הנסחרות בסגמנט זה אינן כפופות לדרישות הנוספות המוסדרות ב-UK Listing Regime (כללים של ה-FCA שהינם מחמירים מדרישות מהדרישות האירופאיות), אלא כפופות לדרישות הקבלה (Admission) של הבורסה. לעניין ממשל תאגידי, חלות על החברות המנויות בסגמנט, אותן ההוראות החלות על חברות הרשומות ב-Standard Listing.

2.1 Alternative Investment Market (AIM)

ה-AIM הינה שוק בתוך בורסת לונדון והיא אינה מהווה EU Regulated Market¹¹¹. עיקר הרגולציה המסדירה את ה-AIM כוללת את כללי הבורסה¹¹², ובנוסף חלים, באופן חלקי, חלק מהדרישות של ה-FCA המבוססות על הוראות הדירקטיבה האירופית (כגון: Disclosure and Transparency Rules - הוראת הגילוי). ככלל, חברות הנסחרות ב-AIM כפופות לדרישות מקלות. מאידך, ישנן דרישות נוספות כגון מינוי של Nominated Advisor (Nomad), הכפוף לאישור הבורסה¹¹³, כאשר תפקידו של ה-Nomad הוא להנחות את החברות הנסחרות בבורסה בדבר אופן העמידה בכללי הבורסה. לעניין הדיווחים הכספיים, הרי שחברות אלה נדרשות לפרסם דוחות שנתיים מבוקרים ודוחות חצי שנתיים.

¹⁰⁷ יש הטוענים כי סגמנט זה נוצר על מנת להתמודד עם התחרות מול NASDAQ במשיכת חברות טכנולוגיה. <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/mediatechnologyandtelecoms/media/10953669/Matomy-uses-High-Growth-Segment-for-second-listing-attempt.html>

¹⁰⁸ נכון ליום 30.06.2015, בהתאם למידע באתר הבורסה <http://www.londonstockexchange.com/statistics/companies-and-issuers/companies-and-issuers.htm> יצוין כי החברה הראשונה התקבלה למסחר (admitted to trading) בסגמנט זה באפריל 2014, אך היא עברה ל-premium listing לאחר שבו. החברה הישראלית Matomy Media התקבלה למסחר בסגמנט זה ביולי 2014 לאחר קבלת פטור מהדרישה להיות התאגד ב-European Economic Area (דהיינו חברה שהתאגדה באיחוד האירופי, נורבגיה, איסלנד או בליכטנשטיין).

¹⁰⁹ ובכלל זה FCA Disclosure Rules and Transparency Rules and Prospectus Rules
¹¹⁰ The HGS Rulebook is available at <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/companies/hgs/hgsrulebook-march2013.pdf>.

¹¹¹ ה-AIM הינה Prescribed Market על פי הוראות ה-Financial Services & Markets Act 2000 באנגליה. ה-AIM אינה Regulated Market, אלא Multilateral Trading Facility (MTF) כהגדרת מונח זה ב-Markets in Financial Instruments Directive 2004 (MIFID).

¹¹² See the London Stock Exchange AIM Rules for companies- May 2014, available at <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/aim-notices/aimrulescompaniesmay2014.pdf>.

¹¹³ See the London Stock Exchange AIM Rules for Nominated Advisors – May 2014, available at <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/aim-notices/aimrulesnomadsmay14.pdf>.

חברות הנסחרות ב-AIM אינן נדרשות על ידי ה-FCA לאמץ את קוד הממשל התאגידי כעניין שבחובה¹¹⁴. אולם, כללי הבורסה מחילים על חברות אלה חובה הדומה לזו החלה על חברות המנויות ב-Standard listing בדבר הכללתה של "הצהרת ממשל תאגידי" הכוללת, בין היתר, התייחסות למידת קיום הוראות קוד הממשל התאגידי. יש לציין, כי הצהרה זו יכול שתפורסם באתר החברה.

להלן עיקר ההבדלים בין הרשימות והשווקים בבורסת לונדון¹¹⁵:

| AIM | High growth segment | Standard listing | Premium listing | |
|--|---|--|--|--|
| NA | יש להבהיר כי משתייכת ל-HGS | לצד ההתייחסות להיות החברה listed יש להבהיר כי היא משתייכת רק ל-standard | רשאיות להשתמש במיתוג Premium | מיתוג (branding) |
| דרישות רישום | | | | |
| NA | NA | NA | לפחות שלוש שנים (לפני מועד התשקיף) | מידע פיננסי מבוקר (audited) |
| NA | גידול בהכנסות בשיעור של 20% לפחות במהלך שלוש השנים האחרונות | NA | 75% מעסקי המנפיק נתמכים בהכנסותיו במשך תקופה של שלוש שנים | Revenue Earning |
| ללא | ללא | ללא | ללא | מגבלת עבירות |
| NA | 10% | 25% | 25% | החזקות ציבור |
| הערכת NOMAD suitability בדבר חברות השקעה הנדרשות לגייס לפחות M30 | NA | 700,000 פאונד | 700,000 פאונד | Market cap |
| מינוי NOMAD על ידי כל החברות | Key advisor נדרש ביחס לפרסום תשקיף ו-RPT משמעותיות | NA | נדרש ביחס לפרסום תשקיף, RPT משמעותיות | Sponsor |
| דרישות גילוי וחוו"ד בדבר הגינות העסקה | דרישות גילוי | NA | עסקאות כאמור כפופות לדרישות גילוי, אישור ב"מ, ו- חוות דעת בדבר הגינות העסקה | עסקאות בעלי ענין |
| ממשל תאגידי | | | | |
| NA (חלות דרישות הבורסה וציפיות מהשוק) | דרישת הצהרת ממשל תאגידי | דרישת הצהרת ממשל תאגידי | אימוץ קוד ממשל תאגידי במונחי "אמץ או הסבר" | קוד ממשל תאגידי |
| - הצהרת ממשל תאגידי – איזה קוד אומץ (כללי ה-AIM) | - הצהרת ממשל תאגידי – איזה קוד אומץ | - הצהרת ממשל תאגידי – איזה קוד אומץ - גילוי אודות בקרה פנימית, ניהול סיכונים והרכב וועדת התגמול | - "הצהרת ממשל תאגידי" בדוח הדירקטוריון לרבת אימוץ הקוד בפורמט "אמץ או הסבר" - גילוי אודות בקרה פנימית, ניהול סיכונים והרכב וועדת התגמול | גילוי |
| גילוי שוטף | | | | |
| NA חברות בדרך כלל נותנות גילוי | על נושא המשרה לדווח לחברה ועל החברה לתת גילוי | על נושא המשרה לדווח לחברה ועל החברה לתת גילוי | על נושא המשרה לדווח לחברה ועל החברה לתת גילוי | עסקאות של דירקטורים או נושאי משרה בכירים |
| חל רק על חברות אנגליות | על בעל הענין להודיע לחברה על שינוי בהחזקות ועל החברה | על בעל הענין להודיע לחברה על שינוי בהחזקות ועל החברה | על בעל הענין להודיע לחברה על שינוי בהחזקות ועל החברה | החזקות בעל ענין אישי במניות |

¹¹⁴ FCA Disclosure and Transparency Rules (DTR) 7.2. <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/DTR/7/2>.

¹¹⁵ לפרטים נוספים, ראו

<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/companies/hgs/routestomarketforcommercialcompanies-march2013.pdf>
<http://www.lseg.com/sites/default/files/content/documents/main-market-key-eligibility-criteria.pdf>

| לתת גילוי | לתת גילוי | לתת גילוי | לתת גילוי |
|------------------------------------|--|--|---|
| עד שיעור של 20% מההון המונפק | NA | NA | עד שיעור של 20% מההון המונפק |
| ביטול ומעבר בין רשימות | | | |
| ביטול הרישום כפוף לאישור 75% מבה"מ | ביטול הרישום כפוף לאישור 75% מבה"מ (למעט מעבר ל-premium) | NA (למעט אם המנפיק עבר מה-NA Premium בתוך שנתיים ממועד הרישום) | ביטול הרישום או מעבר ל-standard כפוף לאישור 75% מבה"מ |

3. Frankfurt Stock Exchange

בורסת פרנקפורט (FWB)¹¹⁶ בגרמניה מפעילה שני שווקים נפרדים: השוק המוסדר (Regulated Market) ושוק שאינו מוסדר (Open Market)¹¹⁷. השוק המוסדר הינו EU-regulated market, קרי, הוא כפוף לדרישות הדירקטיבות האירופאיות. שוק זה כולל שני סגמנטים: ה- General Standard וה-Prime Standard. כיום ישנן כ-320 חברות אשר רשומות למסחר ב-Prime Standard ועוד כ-170 חברות רשומות אשר למסחר ב-General Standard. לשם ההשוואה, נציין כי כיום ישנן 165 חברות רשומות למסחר ב-Entry Standard ב-Open Market¹¹⁸.

חברה ה"מצטרפת לשוק" נכללת ב-General Standard באופן אוטומטי והיא נדרשת לקיים את הדרישות המינימאליות הקבועות בחוק. ה-Prime Standard הינו סגמנט אשר, למעשה, נועד לתת מענה לשני "צרכים" של חברות גדולות המבקשות למשוך משקיעים זרים, ועל כן, הדגש בסגמנט זה מושם הן על דרישות גילוי נרחבות והן על דיווח בשפה האנגלית. רק חברות אשר נמנות על ה-Prime Standard רשאיות להיכלל במדד הגדול ביותר ב-FWB (מדד ה-DAX הכולל את 30 החברות הגדולות ביותר הנסחרות בבורסה זו). בהתאם, חברות אשר רשומות למסחר ב-Prime Standard נדרשות לקיים הוראות נוספות הנקבעות על ידי ה-FWB, ובכלל זה¹¹⁹:

- דיווח רבעוני באנגלית (בנוסף לדיווח בגרמנית החל על כל החברות).
- חובת פרסום לוח תאגידי (corporate calendar) המתייחס לאירועים מרכזיים כגון פרסום דוחות.
- קיום שיחת אנליסטים פומבית אחת לפחות
- גילוי נוסף, אד-הוק, הנדרש בשפה האנגלית.

¹¹⁶ בורסת פרנקפורט, Frankfurter Stock Exchange (Frankfurter Wertpapierbörse), הנה הבורסה הגדולה בגרמניה. היא מופעלת על ידי Deutsche Börse AG, שהינה חברת החזקות עם פעילויות מגוונות בשוק ההון, אשר מניותיה נסחרות בבורסת פרנקפורט, ואשר מהווה ה-operator שלה על פי חוק. ראו

<http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/about-us/organisation-of-the-fwb>

¹¹⁷ ה-Open market כולל שני סגמנטים: Entry Standard וה-Quotation Board on the Open Market. הסגמנט השני כולל את כל החברות המבקשות להירשם למסחר ב-open market, אשר מניותיהן רשומות בשווקים נוספים (מקומיים או בינלאומיים). על מנת להיות רשומה תחת הסגמנט הראשון, ה-Entry Standard, על החברה להגיש בקשה לרישום מניותיה לציבור, ובכלל זה, לפרסם תשקיף, בהתאם לדרישות הגילוי החלות על חברות המנויות בסגמנט זה. כללי ה-Admission, כמו גם הדרישות השוטפות החלות על חברות המנויות ב-Entry Standard או ב-Quotation Board מוסדרים בכללי הבורסה -

<http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/blob/1187652/09c702607257990db1b2d78125060f68/data/General-Terms-Regulated-Unofficial-Market.pdf>

¹¹⁸ נכון ליום 3.7.2015, בהתבסס על מידע הכלול באתר ה-Frankfurt Stock Exchange. בעניין זה ראו <http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/instruments-statistics/statistics/lists-companies>

¹¹⁹ Exchange Rules for the FWB, § 51-54. <http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/blob/1668712/0669f38b036bbe2d35c956724084d9a5/data/2015-04-01-Exchange-Rules->

נספח ד' - סקירת הניסיון הקנדי לביטול חובת דיווח כספי ברבעון הראשון והשלישי

אחת השאלות המרכזיות שנשקלו במסגרת הרפורמה באונטריו, קנדה, הייתה האם לבטל את חובת הגשת הדוחות הכספיים בגין הרבעון הראשון והשלישי (Interim reports). כאמור, במסגרת ההצעה הראשונה שפרסום הרגולטור באונטריו הוצע לבטלם, ובעקבות תגובות הציבור הוחלט שלא לבטלם, אלא להקל בהיקפי הגילוי. להלן עיקרי הטעמים שעלו מתגובות הציבור להצעה הראשונה בעד ונגד ביטול הדוחות הכספיים לרבעון הראשון והשלישי -

בעד :

- חיסכון בזמן ובמאמץ רב. פינוי משאבי הנהלה לעיסוק בפיתוח העסק;
- ניתן להסתפק בדרישות גילוי אחרות דוגמת Press Release, דוח שינויים עיקריים, ודוח חצי שנתי. פריטי גילוי אלה, ביחד עם הדוח השנתי מספקים די מידע למשקיע;
- הפחתת נטל הרגולציה;
- הקלה על המשקיע באמצעות צמצום עודפי המידע;
- עלויות הכנת דוחות לרבעונים הראשון והשלישי עלולות שלא להיטיב עם משקיעים.
 - בהקשר זה, הוצע כי הדיווח הרבעוני יהא וולנטרי וייקבע בכל חברה בהתאם לנסיבותיה, לאופי העסקי שלה ולמשתנים נוספים.
- כשמדובר בחברות צעירות ללא פעילות ניכרת (Significant Operations), די למשקיע סביר בקבלת דיווחים כספיים חצי שנתיים כדי להעריך את ביצועי החברה;
- דוחות כספיים אינם חיוניים בעיני המשקיע הסביר אשר מתעניין יותר בניהול, באסטרטגיה עסקית, במבנה ההון, בנזילות, ביתרות המזומנים וההשקעות קצרות טווח ובנכסים (Properties);
- ביטול דוחות כספיים לרבעון הראשון והשלישי יסייע לחברות מנפיקות בתחום ההון סיכון (Venture issuers) בעלות שווי שוק נמוך וכן למנפיקות שאינן מתכוונות לגייס הון בעתיד הקרוב;
- בעד משטר וולונטרי: חתמים, סוכנים, ומשקיעים יכולים להפעיל לחץ על המנפיקה שמעוניינת בגישה לשוק ההון, אם הם מעוניינים בקבלת מידע שמצוי בדוחות הכספיים, ואף להתנות את ההשקעה שלהם בהצגת הדוחות הכספיים;
- הדוח הכספי לרבעון הראשון ניתן אחרי הדוח השנתי ולכן תועלתו אינה רבה, ממילא;
- ממילא, המשקיע הסביר לא קורא דוחות למיניהם.

נגד :

- למשקיע נדרש בכל זאת מידע מסוים, כגון - מצבת המזומנים, הוצאות תפעוליות (operating expansion), סטאטוס מצב החברה מבחינת הענקת אופציות בלתי סחירות והדילול האפשרי בגין אופציות אלה וכתבי אופציה סחירים, ועוד;

- ייווצר עיכוב של שמונה חודשים מאז שנודע על ההון החוזר בפעם האחרונה;
- הגילוי המצומצם יקשה על רגולטורים שונים, שהם גם משתמשים בדוחות הכספיים, לפקח על שוק ההון;
- קהיליית המשקיעים תראה את החברות המנפיקות כדרגה נחותה של השקעה עם מינוע מידע;
- אם הדיווח יהיה וולנטרי ההנהלה תתקשה לקבוע מה טיבה המידע שיש להציגו;
- פגיעה בממשל תאגידי:
 - המשקיעים סומכים על הממשל התאגידי מפני ותחת ההנחה שקיים בסיס דיווחי קבוע.
 - הדבר חשוב להנהלה כדי לעלות על בעיות חשבונאיות.
- ייווצר קושי לעבור בין רשימות מסחר שונות¹²⁰ ולהישאר ברשימה שיש בה פחות דרישות גילוי;
- תחלוף שנה שלמה ללא ביקורת רו"ח - הגדלת סיכון למשקיעים;
- אין ללמוד מאוסטרליה ומאנגליה (מדינות בהם אין דרישת דיווח כספי רבעוני) על המצב הרצוי, בין היתר, משום ש:
 - מעולם לא היה שם דרישה למתכונת דיווח רבעונית, ולכן השוק רגיל לכך, בשונה מהשוק הקנדי.
 - חברות אוסטרליות רבות מנפיקות בקנדה בשל היתרון של גישה להון ובסיס יציב למשקיע, אשר עולים בחשיבותם על הנטל הכרוך במילוי דרישת הדוחות הרבעוניים.
- ההקלה עלולה להגדיל את עלות גיוס ההון לחברות ללא פעילות ממשית (Non material venture company);
- חברות הון סיכון שמנפיקות (Venture issuer) ממילא מקבלות מעט תשומת לב של ברוקרים ואנליסטים ומשכך קיימת גישה מצומצמת למידע באשר לחברות אלה. ההצעה לבטל חובת דיווח בגין הרבעון הראשון והשלישי לא לוקחת זאת בחשבון ואינה מציעה פתרון;
- רמת הנזילות של חברות הון סיכון (venture issuer) נמוכה בשל היעדר "חדשות ממשיות" (material news);
- המידע שקיים בדוחות הכספיים לרבעון הראשון והשלישי אינו בגדר מידע "תחליפי" במובן זה שהוא אינו מגיע ממקורות אחרים;
- יש קושי להשוות בין חברות שמדווחות במועדים שונים;
- ההקלה תביא להגדלת עלויות של ביקורת רו"ח בדוחות הכספיים שכן יבוקרו;
- חתמים זקוקים לעדכונים פיננסיים מרואה החשבון המבקר של חברה כשהם מעיינים בתשקיף שלה;
- בהונג-קונג צפוי שינוי שיחיל משטר דוחות כספיים רבעוניים לא רק על חברות צעירות (קיים) אלא גם על וותיקות.

¹²⁰ (מ-TSX-V ל-TSX).

- דלת מסתובבת של הוצאות: ההוצאות שייחסכו בגין אי פרסום דוחות הרבעון הראשון והשלישי יהפכו להוצאות גבוהות יותר שעה שירצו לבצע גיוס הון.

הצעות חלופיות שהעלה הציבור:

- 32 מגיבים (רוב) היו בעד ביטול חובת דיווח רבעונית בגין הרבעון הראשון והשלישי, אשר תוחלף במתן פריטי המידע הבאים -
 - מידע על נזילות חברת ההון סיכון (ה-venture issuer);
 - מידע אודות ההון החוזר (working capital);
 - מידע אודות מקורות ההון (capital recourse);
 - שימושים עיקריים שבוצעו במזומנים במהלך הרבעון;
 - שינויים במבנה ההון;
- הייתה הצעה לבטל את חובת הגשת דוחות כספיים לרבעון הראשון והשלישי לחברות הפעולות בתחום משאבי הטבע (material venture company) כגון כריית זהב, מתכת ומתכות יקרות אשר עיקר ערכן מושפע מתוצאות החיפושים ו/או הכרייה ו/או הקידוחים וממחקרים וסקרים שנעשים בתחום;
- יש לשקול הקלות לסוגי חברות הון סיכון המצויות בשלבי פיתוח שונים;
- ביחס להצעות החלופיות שהעלה הציבור, החליט הרגולטור הקנדי שלא לקבל ההצעות למתן מידע אשר אינו נדרש מכוח התקינה החשבונאית הבינ"ל, וזאת כדי שלא תהיה אי-הלימה.

החלטת הרגולטור הקנדי:

- בהיעדר קונצנזוס לגבי ביטול חובת הגשת דוחות הרבעון הראשון והשלישי, ובשל הצורך בדיווחים רלבנטיים ומעודכנים, הוחלט שלא לבטל חובת דיווח זו.
- הוצע לבטל את הדוח החצי שנתי באופן שתחתיו יבוא דוח כספי רבעוני (קרי, בסה"כ יהיו שלושה דוחות כאלה). הדוחות הרבעוניים יכללו עטיפה, דגשים רבעוניים (quarterly highlights) אשר יכללו הסבר קצר על פעילות החברה (operations) ועל נזילותה, דוח כספי רבעוני (interim financial report) והצהרת CFO ו-CEO.
- חברת ההון סיכון תוכל, אם היא תרצה בכך, להוסיף גם דוח הנהלה (דוח MD&A).

אחת השאלות ששאל הרגולטור הקנדי הייתה - האם בהנחה שלא יבוטל הדיווח הרבעוני, יש לאפשר דיווח רבעוני חלקי? תגובת ציבור הייתה כדלקמן -

נגד (3 מגיבים):

- היעדר התאמה ל- IAS 34 ול- GAAP ;
 - הדבר לא ישקף תמונה מלאה של החברה ; סכנת טעויות ; חשש מהצגת מידע חלקי מטעה, ביודעין או בשוגג, בשל חלקיות המידע ;
 - ייתכן שמסירת חלק מפריטי המידע לא תועיל בחיסכון משאבי זמן, שכן, הכנת נתונים כמותיים ממילא דורשת שקדנות וקפדנות ;
 - צורך בלמידת חקיקה חדשה לרבעונים.
- בעד (38 מגיבים) - אלה שהיו בעד הציעו כי תחת ביטול דיווח רבעוני מלא יבוא דיווח חלקי שיכלול:

- ויתור על MD&A והותרה רק של מידע בדבר :
 - עסק חי.
- הון מניות (כולל אופציות וערובות (warrants)).
 - Property plant and equipment
 - הערכת נכסים (exploration and evaluation assets).
 - התחייבויות וצדדים קשורים (related parties).
 - מזומנים ביד (on hand).
 - מניות שהונפקו בדילול מלא.
 - הצהרת מנהלים.
 - היו שסברו שלפחות נדרשים מאזן, דוח על הכנסות (income statement), דוח על מזומנים (cash statement) וביאוריהם, אך אין צורך ב-MD&A.
 - וכן, יש לשקול הקלות לפי פילוח סקטוריאלי או שלבי פיתוח שונים של חברות.
 - בחברות מו"פ בשלבי מחקר או פיתוח יש לדווח לפחות על תזרים מזומנים ועל חוב (cash balance).

החלטת הרגולטור הקנדי :

מסכימים שאין צורך בדוח כספי מלא ; מסכימים כי יש להוריד את ה-MD&A ולהחליפו ב- quarterly highlights ; לדעת הרגולטור הקנדי, תפקידו של IAS 34 הוא רק לעדכן על הדוח השנתי ולכן אין צורך בגילוי מלא. עם זאת, הרגולטור הקנדי סבור כי אין להחליף, לעת עתה, את סוג המידע (alternative from) הניתן אשר אינו מוכר ע"י ה-IFRS.

שאלה נוספת ששאל הרגולטור הקנדי - האם ביטול של דוחות כספיים לרבעון הראשון והשלישי ירתיע משקיעים מלהשקיע בחברות הון סיכון (venture issuer) ?

42 מגיבים - המשקיעים בחברות אלה לא יירתעו; 2 מגיבים - המשקיעים בחברות אלה כן יירתעו.

שאלות נוספות שנשאלו על ידי הרגולטור הקנדי¹²¹:

האם הכנת דיווח כספי חלקי חלף דיווח כספי מלא אכן מצמצמת את הנטל על החברה?

32 מגיבים השיבו בחיוב; 7 מגיבים השיבו כי הנטל נשאר אותו דבר; 2 מגיבים השיבו כי תלוי איזו דרישה מפחיתים.

סיכום

ניתן ללמוד מהליך החקיקה הסדור שנערך באונטריו, קנדה, מספר דברים מרכזיים:

1. אף שבתחילה הוצע לוותר כליל על הדוחות הכספיים לרבעון הראשון והשלישי, הוחלט שלא לעשות כן וזאת בעיקר בשל העמדה הכמעט חד-משמעית של הציבור. עם זאת, מרבית הציבור כן תמך במשטר דיווח כספי חלקי. **ממצאים ומסקנות אלה דומים לממצאים של ההליך שקיים סגל הרשות.**
2. להקל אך לא לשנות: ניתן לצמצם חובות דיווח קיימות, אך לא ליצור חובות דיווח אשר ידרשו "למידה מחדש" של השוק.
3. לפעילים השונים בשוק ההון באונטריו, בקנדה, יש תחושה שהמידע הרבעוני הוא חשוב [ייתכן שיוכח מחקרית שגם ללא מידע זה לא תהיה בעיית חוסר מידע - אך זו תחושת השוק].

¹²¹ שאלות נוספות נשאלו על שימושיות דוח פרופורמה; שיעורי אחזקה ראויים לשם דרישת הדיווח; מי אמור להיחשב כ"control person" לעניין ועדת ביקורת; מתי יש לתת גילוי לשיפוי מנהלים (executive compensation) וכן שאלות נוספות [שבמידת הצורך נידרש להם בהמשך].

נספח ה' - בורסות זרות - דרישות רישום ודרישות מרכזיות

NYSE MKT

על מנת להירשם למסחר ב-NYSE MKT, על חברה לקיים את הדרישות המנויות באחת¹²² מארבע קבוצות, הנבדלות זו מזו בנושאים הבאים: הכנסה, שווי שוק; מחיר שוק מצוטט (public float) מחיר מינימלי למניה; שנות פעילות; הון בעלי מניות; הון מוחזק על ידי הציבור, כדלקמן.

| Criteria | Standard 1 | Standard 2 | Standard 3 | Standard 4 |
|------------------------------|--|------------|------------|---|
| Pre-tax income | 750K\$ | - | - | - |
| Market capitalization | - | - | 50m\$ | 1. 75m\$; or 2. At least 75m\$ in total assets; & 3. 75m\$ in revenues. |
| Market value of public float | 3M\$ | 15m\$ | 15m\$ | 20m\$ |
| Minimum price | 3\$ | 3\$ | 2\$ | 3\$ |
| Operating history | - | 2 years | - | - |
| Shareholders' equity | 4m\$ | 4m\$ | 4m\$ | - |
| Public shareholders (shares) | 1. 800/500,000; 2. 400/1,000,000; or 3. 400/500,000. | | | |

¹²² legalink.ch/Root/Sites/legalink/Resources/Questionnaires/IPOs/North-America/IPO_USA_NYSE_MKT.pdf & usequities.nyx.com/listings/list-with-nyse/nyse-mkt-listing-standards.

NASDAQ - דרישות רישום

העמודות לפחות¹²⁴: Nasdaq Capital Market (small cap)¹²³ - על החברה לעמוד בכלל התנאים המנויים באחת מן

| Requirements | Equity standard | Market value of listed securities standard | Net income standard |
|---------------------------------------|---|---|--|
| Listing rules | 1. Minimum bid price of \$4 per share; 2. Stockholders' equity of at least 5 million\$; 3. Market value of publicly held shares of at least 15 million\$; 4. 2 year operating history. | 1. Minimum bid price of \$4 per share; 2. Market value of listed securities of at least 50 million\$; 3. Stockholders' equity of at least 4 million\$; 4. Market value of publicly held shares of at least 15 million\$. | 1. Minimum bid price of \$4 per share; 2. Net income from continuing operations of 750k\$ in most recently completed fiscal year or in 2 of the 3 most recently completed fiscal years; 4. Stockholders' equity of at least 4 million\$; 5. Market value of publicly held shares of at least 5 million\$. |
| Stockholder's equity | 5 M\$ | 4 M\$ | 4 M\$ |
| Operating history | 2 years | - | - |
| Market value listed securities | - | 50 M\$ | - |
| Net income from continuing operations | - | - | 750k\$ |
| Publicly held shares | 1 M\$ | 1 M\$ | 1 M\$ |
| Shareholders | 300 | 300 | 300 |
| Market makers | 3 | 3 | 3 |
| Bid price/closing price | 4\$/3\$ | 4\$/2\$ | 4\$/3\$ |

הכנסות, הון ותזרימי מזומנים, שווי שוק, נכסים רווחים)¹²⁵: Nasdaq Global Market (mid cap) - על חברה לעמוד באחד מארבעת הסטנדרטים הבאים

1. הכנסות

- א. מחיר המינימום למניה הינו 4 דולר. ישנן לכל הפחות 1,100,000 מניות המוחזקות ע"י הציבור ולפחות 400 מחזיקי round lot.
- ב. ההכנסה השנתית מהפעילות לפני מסים בשנה הפיסקאלית האחרונה (או במהלך שנתיים מתוך שלוש השנים האחרונות) הינה לפחות מיליון דולר.
- ג. הון המניות המוחזק ע"י בעלי עניין הינו לפחות 15 מיליון דולר.
- ד. שווי השוק של המניות המוחזקות ע"י הציבור הינו לפחות 8 מיליון דולר.
- ה. לחברה ישנם לכל הפחות שלושה עושי שוק רשומים ופעילים.

¹²³ Listingcenter.nasdaqomx.com/assets/initialguide.pdf

¹²⁴ Article 5505(a), (b), Nasdaq rules (nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F1%5F4%5F3%5F7%5F2&manual=%2Fnasdaq%2Fmain%2Fnasdaq%2Dequityrules%2F).

¹²⁵ Article 5405(a), Article 5405(b).

2. הון ותזרימי מזומנים

- א. מחיר המינימום למניה הינו 4 דולר. לכל הפחות 1,100,000 מניות מוחזקות ע"י הציבור ולפחות 400 מחזיקי round lot.
- ב. הון המניות המוחזק ע"י בעלי עניין הינו לפחות 30 מיליון דולר אמריקני.
- ג. לחברה היסטורית פעילות של שנתיים.
- ד. שווי השוק של המניות המוחזקות ע"י הציבור הינו לפחות 18 מיליון דולר.
- ה. לחברה לכל הפחות שלושה עושי שוק רשומים ופעילים.

3. סטנדרט שווי שוק

- א. מחיר המינימום למניה הינו 4 דולר. לכל הפחות 1,100,000 מניות מוחזקות ע"י הציבור ולפחות 400 מחזיקי round lot.
- ב. שווי השוק של מניות החברה עומד על 75 מיליון דולר (במידה והחברה כבר נסחרת על מחיר מנייתה להיות לפחות \$4 ב-90 הימים ערב פנייתה לרישום (למסחר); שווי השוק של המניות המוחזקות ע"י הציבור עומד על 20 מיליון דולר לפחות; לחברה לכל הפחות 4 עושי שוק רשומים ופעילים.

4. סטנדרט הכנסות/הרווחים

- א. מחיר המינימום למניה הינו 4 דולר. ישנן לכל הפחות 1,100,000 מניות המוחזקות ע"י הציבור וישנם לפחות 400 מחזיקי round lot.
- ב. סך שווי נכסי החברה ורווחיה בשנה הפיסקאלית האחרונה, בשתיים מבין שלוש השנים האחרונות, הינו 75 מיליון דולר לפחות; שווי השוק של המניות המוחזקות ע"י הציבור עומד על 20 מיליון דולר; לחברה לכל הפחות 4 עושי שוק רשומים ופעילים.

Nasdaq Global Select market (large cap) - על חברה לקיים את אחד מארבעת

הסטנדרטים הבאים (הכנסות, הון ותזרים הכנסות, הון ורווחים, נכסים והון מונפק):

1. הכנסות¹²⁶

- א. הון מניות - מחיר מניה מינימלי של \$4 ו לפחות 1,250,000 מניות מוחזקות ע"י הציבור.
- ב. בשלוש השנים הפיסקאליות האחרונות החברה פעלה בתזרים הכנסות חיובי. בשנתיים האחרונות הכנסותיה הסתכמו או עלו על 2.2 מיליון דולר ובשלוש השנים האחרונות סך הכנסותיה היה לכל הפחות 11 מיליון דולר.

2. הון ותזרים הכנסות¹²⁷

- א. הון מניות - מחיר מניה מינימלי של \$4 ו לפחות 1,250,000 מניות מוחזקות ע"י הציבור.
- ב. סך ההכנסות בשלוש השנים הפיסקאליות האחרונות היה לכל הפחות 27.5 מיליון דולר. בשנים הללו החברה פעלה בתזרים חיובי. בשנה האחרונה

¹²⁶ Article 5315(e), 5315(f)(3)(A), Nasdaq Rules.

¹²⁷ Article 5315(e), 5315(f)(3)(B), Nasdaq Rules.

הכנסותיה של החברה היו לפחות 110 מיליון דולר ובממוצע 12 החודשים האחרונים הון החברה עלה על 550 מיליון דולר.

3. הון ורווחים¹²⁸

- א. מחיר מניה מינימלי של \$4 ולפחות 1,250,000 מניות המוחזקות ע"י הציבור.
- ב. ב-12 החודשים האחרונים ממוצע הון החברה היה לכל הפחות 850 מיליון דולר וסך רווחיה בשנה הפיסקאלית האחרונה היו לפחות 90 מיליון דולר.
4. סטנדרט הנכסים וההון המונפק¹²⁹

א. מחיר המניה צריך להיות לפחות \$4 וצריכות להיות לפחות 1,250,000 מניות המוחזקות ע"י הציבור.

ב. הון החברה הינו לפחות 160 מיליון דולר. ערך כלל נכסי החברה הינו לפחות 80 מיליון דולר ושווי הון המניות המוחזק ע"י בעלי העניין הינו לפחות 55 מיליון דולר.

בנוסף, יש לעמוד בדרישות הנזילות הבאות:

| Liquidity requirements | IPOs and spin-off companies | Seasons companies: currently trading common stock or equivalents | Affiliated companies | Listing Rule |
|--|-----------------------------|--|----------------------|--|
| Round lot shareholders or total shareholders or total shareholders and average monthly trading volume over past year | 450/2200 | 450/2200/ 550 and 1.1M | | The primary equity security shall meet no less than one of the following: 1. At least 550 total holders & an average monthly trading volume over the prior year of at least 1.1M shares/month; 2. At least 2200 total holders; or 3. A minimum of 450 round lot holders |
| Publicly held shares | | 1.25 | | At least 1.25M |
| Market value of publicly held shares or market value of publicly held shares & stockholders' equity | 45M\$ | 110M\$/110M\$ & 110M\$ | 45M\$ | Publicly held shares meet one of the following: 1. A market value of at least 110M\$; 2. A market value of at least 100M\$ & stockholders' equity of at least 110M\$; 3. A market value of at least 45M\$ in |

¹²⁸ Article 5315(e), Article 5315(f)(3)(C), Nasdaq Rules.

¹²⁹ Article 5315(e), Article 5315(f)(3)(D), Nasdaq Rules.

| | | | | |
|--|--|--|--|--|
| | | | | <p>case of: (a) a company listing in connection with its IPO; & (b) a company that is affiliated with, or a spin off from another company listed on the Global Select Market; or</p> <p>4. A market value of at least 70M\$ in the case of a closed end management investment company registered under the Investment company act of 1940.</p> |
|--|--|--|--|--|

London Stock Exchange (Main Market) - דרישות רישום ודרישות מרכזיות שוטפות

¹³⁰ החלות על חברות המניות ב-Premium Listing או Standard Listing

| A summary of the key differences between Premium and Standard listings | | | |
|---|---|-------------------------------------|------------------------------------|
| Key eligibility criteria | Premium – Equity Shares | Standard – Shares | Standard – Depository Receipts |
| Free float | 25% | 25% | 25% |
| Audited historical financial information | Three years | Three years or such shorter period | Three years or such shorter period |
| 75 per cent of applicant's business supported by revenue-earning record for the three-year period | Required | n/a | n/a |
| Control over majority of the assets for the three-year period | Required | n/a | n/a |
| Requirement for clean working capital statement | Required | n/a | n/a |
| Sponsor | Required | n/a | n/a |
| Key continuing obligations | | | |
| Free float | 25% | 25% | 25% |
| Annual financial report | Required | Required | Required |
| Half-yearly financial report | Required | Required | n/a |
| Interim management statements | Required | Required | n/a |
| EU-IFRS or equivalent | Required | Required | Required |
| UK Corporate Governance Code | Comply or explain | n/a | n/a |
| Model Code | Applies | n/a | n/a |
| Pre-emption rights | Required | As required by relevant company law | n/a |
| Significant transaction ('Class tests') | Rules apply | n/a | n/a |
| Related-party transactions | Rules apply | n/a | n/a |
| Cancellation | 75 per cent shareholder approval required | No shareholder approval required | No shareholder approval required |

¹³⁰ Main Market, A Guide to Listing on London Stock Exchange, published by London Stock Exchange, 2010.

Main follow-up obligations arising from admission or from inclusion

| | Regulated Market | | Open Market (regulated unofficial market) |
|--|---|--|--|
| | General Standard ¹⁾ | Prime Standard ²⁾ | Entry Standard ²⁾ |
| Annual financial statement/ annual report | Publication of the annual financial statement within 4 months after the expiration of the reporting period | Transmission of the annual financial statement within 4 months after the expiration of the reporting period | Publication and transmission of the annual report and a management report within 6 months after the expiration of the reporting period |
| Half-yearly financial statement/ half-yearly report | Publication of the half-yearly financial statement within 2 months after the expiration of the reporting period | Transmission of the half-yearly financial statement within 2 months after the expiration of the reporting period | Publication and transmission of the half-yearly report including an interim management report within 3 months after the expiration of the reporting period |
| Quarterly financial statement | Management's interim report | Transmission of the quarterly financial statement within 2 months after the expiration of the reporting period | Not required |
| Financial calendar | Not required | Ongoing updates and transmission | Ongoing updates and transmission |
| Company profile | Not required | Not required | Ongoing updates and transmission |
| Main disclosure obligations | Ad-hoc disclosures, directors' dealings, corporate actions, notifications of voting rights | Ad-hoc disclosures in German and English | Announcement in advance, publication and transmission of significant information concerning the security or the issuer |
| Analysts' conference | Not required | At least once a year | Not required |
| Disclosure language for follow-up obligations | German or English | German and English | German or English |

¹³¹ Deutsche Borse, Overview: Segment Shares, available at <http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/blob/1359680/84f8fdeee6f033c7d4bb9508a32bf612/data/Overview--Segment-shares.pdf>