

G-Capital Market

שלום רב,

בסקירה זו אנו מבקשים להביא לידיעתכם, בתמצית, עדכונים חדשים מעולם שוק ההון בישראל:

- דוח ריכוז ממצאים בנושא חלוקת דיבידנדים ורכישה עצמית של מניות.
- עידוד הנפקות הון בישראל - נוסח להערות הציבור.

דוח ריכוז ממצאים בנושא חלוקת דיבידנדים ורכישה עצמית של מניות - מחלקת התאגידים - יחידת הביקורת

בחודש יוני 2015 פרסמה יחידת הביקורת של מחלקת התאגידים דוח ביקורת רוחב שבוצעה על ידה בנושא **חלוקת דיבידנדים ורכישות עצמיות של מניות** במספר חברות מדגם. להלן יפורטו בתמצית הסוגיות המהותיות שעלו במסגרת הביקורות:

- **בחינת יכולת הפירעון באמצעות תזרים מזומנים חזוי שאינו בוחן את כלל החבובות הצפויות**
בביקורת עלה כי בחלק מהחברות הסתמך דירקטוריון החברה על יכולת פירעון חזוי לתקופה של כשנתיים לאחר מועד אישור וביצוע החלוקה. בפועל לא בוצע מבחן משלים נוסף לתקופה שלאחר השנתיים שהוצגו במסגרת תזרים המזומנים החזוי, וזאת למרות שסעיף 302 לחוק החברות¹ מחייב ביצוע בחינה של מבחן יכולת הפירעון ואינו מגביל את בחינת יכולת הפירעון למשך זמן מסוים, ומשכך הבחינה אינה מתמצה בהכרח בבחינת תזרים מזומנים חזוי לתקופה של שנתיים בלבד.
סגל הרשות הביע את דעתו כי השימוש בתזרים מזומנים חזוי הינו חלק ממבחן הנזילות וככזה יש מקום לבצע בחינות נוספות ומשלימות למבחן הנזילות, כגון בדיקת רמת הנזילות הצפויה לאחר תקופת תזרים המזומנים החזוי וכן בחינה של יחסים כלכליים או מודלים משלימים אחרים (כגון NAV מתואם) הבוחנים את יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה הצפויות בעתיד, בייחוד כאשר לחברה פירעונות משמעותיים לאחר תקופת התזרים הנבחנת. בדומה, חברה שישנה אי ודאות משמעותית לגבי המשך פעילותה במתכונת הקיימת לאורך זמן, אינה יכולה לקיים הערכה של תזרים המזומנים הצפוי בשנתיים הקרובות בלבד, ולהתעלם מקשיים ביכולת הפירעון הצפויים ביחס להתחייבויות מאוחרות יותר.
כמו כן, סגל הרשות הבהיר כי היקף הבדיקה אינו מוגבל והוא תלוי בנסיבות הרלבנטיות ובהן אופי פעילות החברה, היקף הדיבידנד, מצבת התחייבויות של החברה והערכת המקורות לפירעון.
עוד ציין סגל הרשות, בתגובה לטענות שהעלו חברות, כי הון עצמי משמעותי אינו פוטר את דירקטוריון החברה מבחינת יכולת פירעון של כלל חבובותיה. בהתאמה, חלוקה בהיקף נמוך אינה פוטרת את דירקטוריון החברה מאחריותו לבחינת יכולת הפירעון של החברה (הגם שבשני תרחישים אלו ברור שהחשש ליכולת הפירעון קטן).

- **אי מתן התייחסות לאירועים/סיכונים העלולים להשפיע לרעה על תוצאות הפעילות של החברות**
סגל הרשות סבור כי במסגרת הבחינה שמבצע הדירקטוריון להעדר קיומו של חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבובותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומן, רצוי כי הדירקטוריון יבסס את התקיימות המבחן בין היתר באמצעות **ניתוחי רגישות** לתרחישים שונים שבחן, ובכלל זה עליו

¹ סעיף 302(א) לחוק החברות, התשנ"ט-1999 ("חוק החברות") קובע כי "חברה רשאית לבצע חלוקה מתוך רווחיה (להלן - מבחן הרווח) ובלבד שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבובותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומן (להלן - מבחן יכולת הפירעון)".

להביא בחשבון גם גורמים נוספים הצפויים להשפיע על יכולת הפירעון של החברה, לאחר החלוקה. בהקשר זה הביע סגל הרשות את עמדתו כי נתון המצביע על עודף נכסים על התחייבויות אינו תחליף לניתוח רגישות, וכן כי דירוג אגרות חוב על ידי חברת דירוג או עמידה בתניות פיננסיות שנקבעו על ידי גורמים מממנים אינם פוטרים את דירקטוריון החברה מלבחון את יכולת הפירעון באופן מעמיק וממצה.

■ **ביצוע ניתוח רגישות אשר אינו כולל בחינת שינויים בהנחות בעלות פוטנציאל השפעה מהותי**

בבדיקות שביצע סגל הרשות עלתה חברה שערכה ניתוח רגישות לתזרים המזומנים החזוי, אולם במסגרת זו לא נלקחו בחשבון גורמים קריטיים שצוינו במסגרת דוחותיה התקופתיים של החברה כגורמי סיכון משמעותיים. סגל הרשות הביע את עמדתו כי לאור הנחות החברה בנוגע לסיכונים החלים עליה ואשר הוצגו במסגרת דוחותיה התקופתיים, נראה כי על פניו, על מנת לשלול את החשש הסביר כי החלוקה תמנע מהחברה את יכולתה לעמוד בחביותיה, ראוי להביא בחשבון גורמים ותרשישים שונים, לרבות אירועים חיצוניים לחברה, אשר צפויים להשפיע על יכולת הפירעון של החברה בכללותה, לרבות ניתוחי רגישות בתנאי שוק שונים.

■ **שימוש בהנחות אופטימיות לצורך תזרים המזומנים החזוי**

בבחינה של חברה עלה כי במסגרת דוח תזרים המזומנים החזוי הוצג תזרים חיובי ממימוש נכס מקרקעין תוך הנחה אופטימית של השלמת שינוי תכנוני במלואו, מבלי שלקחה בחשבון ההסתברות להתממשות שהשינוי התכנוני לא יאושר או יאושר בחלקו. סגל הרשות הביע את עמדתו כי בעת הכנת תזרים מזומנים חזוי על החברה להניח מימוש נכסים לפי שווים ההוגן בעת עריכת התזרים החזוי. לקיחה בחשבון של תרשישים אופטימיים עלולה לחטוא למטרת תחזית התזרים בעת בחינת יכולת הפירעון של החברה ולהביא לידי כך שמחיר הנכס יוצג במסגרת התזרים שלא בהתאם לשוויו ההוגן. בהקשר לכך ציין הסגל כי לרוב השווי ההוגן של נכס לא פיננסי מביא בחשבון את מצבו המשפטי הנוכחי, וכי בכלל זה ראוי להניח במסגרת המדידה תרחיש אופטימי כגון שינוי ייעוד או תכנון, כל עוד נלקחת בחשבון גם ההסתברות להשלמתו, וכפוף לקיום נסיבות המצביעות על התכנות לביצוע השינוי.

■ **אי התייחסות להשלכות הורדת דירוג חוב אשר נבעה בין היתר כתוצאה מהחלוקה**

בבחינה שביצע סגל הרשות עלה שדירקטוריון של חברה לא בחן את השפעת הורדת דירוג אגרות החוב של החברה על תחזיות תזרים המזומנים שלה. החברה טענה כי היא פרסמה דוח מיידי שבו ציינה כי אינה מסכימה עם ההחלטה להורדת דירוג אגרות החוב (תוך פירוט עמדתה), וכי היא אינה צריכה להימנע מחלוקת דיבידנד העומדת במבחני החלוקה עקב שיקולי דירוג, למעט מקום של הורדת דירוג המשפיעה באופן ישיר על נזילות החברה בשל תניות פיננסיות וכיוצא.

סגל הרשות הבהיר כי האחריות לחלוקה מוטלת על הדירקטוריון, וכי אין בהחלטת הדירוג בכדי להחליף את שיקול דעתו של הדירקטוריון. אלא עשוי להוות שיקול אחד, אם בכלל, מתוך שיקולים שונים אותם בוחן הדירקטוריון בעת קבלת ההחלטה על חלוקת הדיבידנד.

עם זאת, צפוי שהדירקטוריון יבחן את השלכות הורדת הדירוג והשפעתו בפועל על נתוני תחזית תזרים המזומנים (כגון, גידול הוצאות המימון לאור הסיכון הנוסף המגולם בחוב החברה בעקבות הורדת הדירוג).

■ **בחינת הגילוי שניתן אודות החלוקה**

בביקורת עלה כי חברה לא ציינה בדוח מיידי (שפורסם בהתאם לתקנה 37(א)1) לתקנות הדוחות) כי העמידה בתניות הפיננסיות נבחנה בפועל על ידי הדירקטוריון. החברה טענה כי הבדיקה של העמידה בתניות הפיננסיות בוצעה על ידי הנהלת החברה לקראת חלוקת הדיבידנד, והדירקטוריון בחן את עמידת

החברה בתניות הפיננסיות במסגרת הדיון בדוחות הכספיים, בעת אישורם, ולפני ההחלטה על חלוקת הדיבידנד. סגל הרשות הדגיש כי הגילוי הנדרש הוא אודות פרטים בדבר הבחינה שערך הדירקטוריון בקשר עם השפעת החלוקה על מצבו הכספי של התאגיד לרבות עמידתו בדרישות הפיננסיות ומגבלות המוטלות עליו. לעמדת סגל הרשות, הגילוי שניתן אודות פרטים אלו היה חלקי, שכן העמידה בתניות הפיננסיות הוצגה ונבחנה על ידי הדירקטוריון חודשיים לפני מועד ההחלטה על החלוקה ולא כחלק מבחינת יכולת הפירעון שבוצעה אגב ההחלטה על החלוקה, וממילא הדירקטוריון לא ערך בחינה ספציפית אגב החלוקה אודות הדרישות הפיננסיות.

בנוסף, נמצא בביקורת מקרה שבו בדיווח המידי לא ניתן גילוי לגבי הסתמכות על מימוש נכס, למרות שבפרוטוקולים של ישיבת הדירקטוריון הוצגו בפני הדירקטורים תזרימי מזומנים חזויים שכללו מימוש נכסים. החברה טענה כי בפני הדירקטוריון הוצגו מספר חלופות, וקביעת הדירקטוריון כי החלוקה עומדת במבחן יכולת הפירעון לא נסמכה באופן בלעדי על אחת מהחלופות שהוצגו בתזרים המזומנים. סגל הרשות הדגיש כי התקנה מחייבת מתן גילוי אודות הסתמכות החברה על יכולתה לממש את הנכסים העומדים לרשותה ואודות מקורות המימון העומדים בפניה. התקנה אינה מתנה את הגילוי ברמת ההסתברות למימוש הנכסים ובהתאם לאמור בתקנה על החברה לפרסם גילוי בנוגע להסתמכותה על היכולת למימוש הנכסים.

■ רכישות עצמיות של מניות

בבדיקות נמצא כי חברות ביצעו רכישות עצמיות של מניות החברה מחוץ לבורסה, כאשר מחיר הרכישה של המניות היה בשער גבוה ממחיר המניה בבורסה באותה עת. במקרה כזה, עולה החשש כי רכישת המניות בוצעה מבלי שנבחנו אפשרויות טובות יותר עבור החברה לביצוע רכישת מניות. לאור האמור, סגל הרשות ביקש להפנות את תשומת לבן של חברות ודירקטורים לצורך בהגברת הערנות בעתות של ביצוע רכישה עצמית של מניות, בין היתר בשים לב לנימוקים לעסקה ומדוע נדרש מלכתחילה לבצע בניסיון העניין, למחיר ולהיקף בהם מבוצעת העסקה, הגורם מטעם החברה אשר מנהל ומבצע את תהליך הרכישה העצמית, והאם הרכישות מבוצעות באמצעות הבורסה או מחוצה לה - כל זאת על מנת למנוע חשש לביצוע עסקאות שאינן בהכרח משמשות לטובת החברה בצורה המיטבית ביותר.

[לדוח המלא לחצו כאן]

עידוד הנפקות הון בישראל - נוסח להערות הציבור

ביום 17 ביוני, 2015, פרסמה רשות ניירות ערך מסמך בנושא עידוד הנפקות הון בישראל (נוסח להערות הציבור עד ליום 1 באוגוסט, 2015) הכולל סדרה של הקלות לגבי הנפקות ראשונות של הון לציבור, באופן שיעודד חברות לראות בבורסה אפיק פיתוח וגיוס הון ראוי ומתאים לצרכיהן. במסגרת ההקלות מציעה הרשות לקבוע פטורים מחלק מהוראות הדין לחברות המנפיקות הון לראשונה לציבור (מבלי להגבילן על פי מאפיינים שונים, ובפרט מבלי להגבילן לחברות קטנות ובינוניות בלבד), למשך תקופת הסתגלות של חמש שנים קלנדריות ממועד הנפקתן (בשים לב שביחס לחלק מהמלצות מוצע להחילן לתקופת זמן קצרה יותר).

המסמך כולל הצעה לקבוע כי הוא יחול גם ביחס לחברות שביצעו הנפקת הון לראשונה לציבור במהלך תקופה של שנה עובר להפיכתן של ההצעות במסמך זה לדבר חקיקה.

להלן יובאו, בתמצית, עיקרי ההמלצות:

■ הליך ההנפקה

התרת מפגשים עם משקיעים מסווגים טרם תחילת הליכי הנפקה - חברות תורשנה לקיים מגעים בכתב או בעל פה עם משקיעים מסווגים עוד קודם להגשת טיוטות תשקיף או במקביל להגשתן לרשות

(בדומה למודל "testing the water" מתוך ה-JOBS Act).

אפשרות פרסום תשקיף מדף במועד ביצוע הנפקת הון לראשונה - חברה תהיה רשאית לפרסם תשקיף מדף כבר במועד הנפקתה לראשונה.

תקופה להגשת הזמנות - התקופה להגשת הזמנות תוארך ל- 75 יום. במקביל, תוארך בטווח זמן זהה גם התקופה בה ניתן יהיה לפרסם הודעה משלימה מתום הרבעון אשר על בסיס דוחותיו הכספיים פרסם התשקיף.

שינויים בכמות ומחיר בהודעה משלימה - יתאפשר ביצוע שינויים בכמות ובמחיר של ניירות ערך המוצעים לציבור לראשונה במסגרת ההודעה המשלימה בשיעור העולה על שיעורי השינוי הקבועים כיום בתקנות. במקרה זה, משך הזמן המינימלי ממועד פרסום ההודעה המשלימה ועד מועד ההנפקה יעמוד על שני ימי מסחר (חלף 5 שעות מסחר כפי שנדרש כיום).

חתימת חתם על טיוטת תשקיף - במקרה של הנפקה לראשונה לציבור תוסר הדרישה לחתימת המיועד לשמש כחתם מתמחר על טיוטת תשקיף המפורסמת לציבור.

תיעודף בדיקה על ידי סגל הרשות בהצעות מניות לציבור לראשונה - מוצע לקבוע עדיפות לטיפול של סגל הרשות בתשקיפי חברות המנפיקות הון לראשונה וכן למנות גורם שישמש כמוקד מענה ישיר לחברות המבצעות או שוקלות ביצוע הנפקת הון לראשונה לציבור.

■ תנאי כהונה והעסקה של בעל שליטה וקרובו

חברה אשר התקשרה עם בעל שליטה או קרובו המכהנים בה בנושא משרה בעסקת תגמול שתוארה בתשקיף ותואמת את מדיניות התגמול של החברה תידרש להביאה לאישור מחדש רק לאחר חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית. בנוסף, אם אושרו כדן עסקאות תגמול עם בעל שליטה או קרובו לאחר הפיכת החברה לציבורית ואלו תואמות את מדיניות התגמול, אזי אישורן מחדש יידרש במועד המאוחר מבין שלוש שנים ממועד האישור הקודם או חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית.

■ תנאי כהונה והעסקה של נושאי משרה

- חברה שתיקבע את מדיניות התגמול שלה עובר למועד שבו הפכה לחברה ציבורית ומדיניות תגמול זו תתואר כדן בתשקיף ההנפקה לראשונה, תידרש להביאה לאישור מחדש רק בחלוף חמש שנים ממועד הפיכתה לחברה ציבורית.

- תנאי כהונה והעסקה של מנכ"ל במהלך חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית, שאינם שונים מהותית מתנאי הכהונה והעסקה של המנכ"ל שכיהן במועד ההנפקה הראשונה לציבור ואשר תוארו כדן בתשקיף ההצעה לראשונה לציבור, יהיו פטורים מאישור האסיפה הכללית, ובלבד שהם תואמים את מדיניות התגמול.

- במהלך חמש השנים הקלנדריות הראשונות ממועד הנפקת החברה, תוכל החברה לקבוע כי בהתאם למאפייניה אין היא זקוקה לוועדת תגמול וניתן לקיים בה את תפקידיה של ועדת התגמול בוועדת הביקורת (ובלבד שהרכב הוועדה יענה על דרישות חוק החברות ביחס לכל אחת מוועדות הביקורת וועדת התגמול).

- הדירקטוריון וועדת התגמול יהיו רשאים להעניק מענק משתנה בשיקול דעת לנושאי משרה שהינם כפופי מנכ"ל בלבד (כיום ישנה מגבלה לפיה המענק בשיקול דעת יהיה חלק לא מהותי מהתגמול).

■ כהונת אדם וקרובו כיושב ראש ומנכ"ל

יורר הדירקטוריון, אשר כיהן כמנכ"ל במועד הפיכת החברה לחברה ציבורית או שקרובו כיהן כמנכ"ל



במועד הפיכת החברה לחברה ציבורית וניתן לכך גילוי במסגרת התשקיף, יהיה רשאי להמשיך בכהונה עד תום חמש שנים מהמועד בו הפכה החברה לחברה ציבורית. כמו כן, אם אושר באסיפה הכללית מינוי יו"ר הדירקטוריון או קרובו כמנכ"ל של החברה במהלך השנתיים שלאחר הפיכת החברה לציבורית, יהיה האישור תקף עד תום חמש שנים ממועד הפיכת החברה לציבורית.

ועדת מאזן

חברות העונות על ההגדרה "תאגיד קטן" יהיו פטורות ממינוי ועדת מאזן עד חלוף חמש שנים ממועד הפיכתן לחברה ציבורית ובלבד שהחלטות לאישור דוחות כספיים בדירקטוריון יתקבלו על ידי מנין חוקי ורוב תומך של דירקטורים העומדים בתנאי הכשירות לכהונה בוועדת מאזן. במקביל מוצע להבהיר כי במקרה של יישום הפטור תפקידיה של ועדת המאזן הינם מתפקידי הדירקטוריון.

דינור

אפקטיביות הבקרה הפנימית - במהלך החמש השנים הראשונות להיותה של חברה ציבורית, היא תהיה פטורה מקבלת חוות דעת של רואה החשבון המבקר בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית.

נתונים השוואתיים בפרק תיאור עסקי התאגיד - במהלך חמש השנים הראשונות להיותה של חברה ציבורית, הנתונים ההשוואתיים שידרשו בפרק תיאור עסקי התאגיד (בתשקיף וכן בדוח השנתי) יקוצרו לתקופה של שנתיים (חלף תקופה של שלוש שנים).

אכיפה מנהלית

במסגרת מדיניותה תפעל הרשות באורח מקל בקשר עם הפרות של נושאי משרה בחברה ציבורית שלא כיהנו בתפקיד בכיר בתאגיד מדווח עובר למועד ההנפקה, במהלך תקופה של שלוש שנים ממועד ההנפקה.

חברות תידרשנה ליתן גילוי לתחולתן של ההקלות על החברה, בתשקיף ההנפקה לראשונה ובדיווחים השנתיים במהלך התקופה בה תהנה החברה מההקלות.

[לנוסח להערות הציבור לחצו כאן]

שימת לבכם כי מסמך זה סוקר את ההוראות העיקריות הנובעות מדוח הממצאים ומסמך סגל הרשות כאמור, ועל דרך התמצית בלבד.

נשמח לעמוד לרשותכם בכל שאלה או הבהרה

G-Capital Market מערכת

עו"ד שרון ורקר-שגיא Sagy@Gornitzky.co.il

עו"ד יאיר שילוני Shiloni@Gornitzky.co.il

המידע הכלול במסמך זה הינו מידע כללי ותמציתי בלבד, אינו מחליף את הצורך בעיון מלא ומעמיק בנוסח המלא של ההנחיה/הפרסום/הוראת החוק הרלוונטיים, הוא אינו מהווה חוות דעת משפטית או יעוץ משפטי ואין להסתמך עליו. להירשם למייל זה או להסרה מרשימת התפוצה נא לפנות למשרדנו capitalmarket@Gornitzky.co.il

כל הזכויות בקשר עם מזכר זה שמורות למשרד גורניצקי ושות', עורכי דין

סניף תל-אביב

שדרות רוטשילד 45, בית ציון, תל אביב, ישראל 65784, ת.ד. 29141
טלפון 03-7109191 | פקס 03-5606555 | office@gornitzky.co.il

סניף הרצליה

שדרות אבא אבן 1, הרצליה פיתוח, ישראל 46120
טלפון 09-9589594 | פקס 09-9589596 | herzlia@gornitzky.co.il