



## רשות ניירות ערך

טיוטת תיקון תקנות ניירות ערך להערות ציבור

### **הקלות לחברות קטנות: קובץ תקנות**

הערות ותגובות לתיקונים המוצעים

תתקבלנה עד יום 22 באוגוסט 2013

אנשי קשר: רו"ח ועו"ד עדי טל, עו"ד ישראל קליין.

טל. 02-6556444 פקס. 02-6513160

[seclaw@isa.gov.il](mailto:seclaw@isa.gov.il)

נבקש להפנות את תשומת ליבכם לנוהל שפרסמה הרשות בעניין ייזום אסדרה, ראו: [http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_7067.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7067.pdf). בהתאם לנוהל זה ההערות המרכזיות מאת הציבור יובאו במסמך המרכז את נוסח האסדרה שגובש, תוך ציון שמות המגיבים מקרב הציבור. ראו ס' 7 לאותו הנוהל, בדבר בקשות מיוחדות להימנע מפרסום שמי כאמור.

## הקלות לחברות קטנות

### א. רקע

במסגרת מתווה ההקלות שפורסם בחודש ספטמבר 2012, ביצע סגל הרשות בחינה מעמיקה בנוגע לאפשרות ליצור מדרג רגולציה בין גורמים מפוקחים גדולים וגורמים מפוקחים קטנים. על פי רוב, חלות כיום על כלל הגורמים המפוקחים מאותו סוג הוראות זהות. תחולה אחידה זו מתיישבת עם מטרתם הבסיסית של דיני ניירות ערך להגן על ציבור המשקיעים, בעוד שהתחשבות ביכולתם של גורמים מפוקחים קטנים לעמוד בדרישות הדין מהווה שיקול משני בלבד. יחד עם זאת, ניתן למצוא ביטוי לכללי מדרג רגולציה, הן בדיני

ניירות הערך בישראל,<sup>1</sup> הן בשיטות משפט אחרות. דוגמא לכך מהתקופה האחרונה היא חקיקת ה- JOBS Act בארה"ב במסגרתה נקבעו הקלות להנפקות ראשוניות (IPO) קטנות ובינוניות (במונחים אמריקאים), לצד מנגנוני הגנה על ציבור המשקיעים.<sup>2</sup> לעתים קרובות המדרג מובנה בהוראות הדין, המבוססות ממילא על עיקרון המהותיות ועל אופי הפעילות, ולפיכך היקף הדרישות ומורכבות היישום אינם דומים בחברה גדולה ובחברה קטנה. לשם המחשה, ניתן להשוות את הגילוי התקופתי הנדרש מחברה בעלת מספר תחומי פעילות לעומת חברה בעלת תחום פעילות אחד.

ככלל, לרגולציה עשויה להיות השפעה לא פרופורציונאלית על עסקים קטנים. לעתים קרובות עסקים קטנים נדרשים להשקיע תשומות גדולות יותר, באופן יחסי, כדי לעמוד בדרישות הרגולציה. בנוסף לכך, לעסקים קטנים יש קושי בהחזקת מערך מומחים (עורכי דין, רואי חשבון, מעריכי שווי ואחרים) בעלי ידע מספק אודות פרטי הרגולציה. השפעות כאלו של הרגולציה עשויות להיות בלתי נמנעות, ובמקרים מסוימים הן אף רצויות וננקטות באופן מודע כדי ליצור סף כניסה מינימאלי לשוק ולהגשים חלק מתכליות ההסדרה. בה בעת, יש להביא בחשבון השלכות שליליות אפשריות על מבנה השוק והתנהלות הגורמים בו (בהיבטים של מגוון המוצרים, מחיריהם, השירות ללקוח, ועוד). דברים אלו נכונים גם בהקשר של שוק ההון. לשם המחשה, קביעת סף כניסה גבוה מדי או תנאים נוקשים מדי להנפקת חברות עלולים להקשות על גיוס כספים בידי עסקים קטנים יחסית ולגרור עיוותים בהקצאת המקורות במשק ופגיעה באפיקי ההשקעה הפתוחים לפני ציבור המשקיעים.

במתווה ההקלות הוצעו ארבע הקלות ייעודיות לגבי תאגידי מדווחים קטנים: ביטול החובה לפרסם דוח על הבקרה הפנימית (iSox) ודוח רואה החשבון המבקר על הבקרה הפנימית בחברות קטנות, מתן פטור מהוראות התוספת השניה לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים) התש"ל – 1970 (להלן – **"תקנות דוחות תקופתיים ומיידיים"**) בעניין ניתוח סיכוני שוק ("דוח גלאי") לחברות קטנות אשר החשיפה שלהן לסיכוני שוק הנובעים ממכשירים פיננסיים נמוכה, והעלאת ספי הציורף של דוחות כספיים של חברות כלולות בדוחות רבעוניים ושל הערכות שווי. הקלות נוספות העתידות להיות רלבנטיות לחברות קטנות רבות הוצגו במסגרת דוח הביניים של הועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המו"פ.

**מצורף כנספח א' הניתוח שהופיע במסגרת מתווה ההקלות בנושא הקלות אפשריות לחברות קטנות. ניתוח זה מהווה בסיס לדיון שלהלן, ולכן מומלץ לקרוא אותו לפני קריאת הסעיפים הבאים.**

<sup>1</sup> לדוגמא, במסגרת תיקון מס' 18 לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995, הוחלו כללי ממשל תאגידי מורחבים על חברות ניהול תיקים גדולות, כהגדרתן בתוספת לחוק. או לדוגמא, סעיף 15ב(4) לחוק ניירות ערך, והתקנות מכוחו, קובעים פטור מחובת פרסום תשקיף להנפקות קטנות יחסית (על בסיס קריטריונים של שיעור ההון המונפק, מספר המשקיעים ותמורת ההנפקה).

<sup>2</sup> 112 H.R. 3606 EH: Jumpstart Our Business Startups Act. במקרה זה, ההקלות ניתנות למעשה למרבית החברות המבקשות לבצע הנפקה ראשונה לציבור (IPO), וזאת במטרה לעודד את שוק ההנפקות הראשוניות בארה"ב.

## ב. ההקלות המוצעות

להלן דיון בסוגיות העיקריות הקשורות בתיקון החקיקה המוצע:

### 1. ההקלות לתאגידיים קטנים

במתווה ההקלות הוצגו ארבע ההקלות הבאות לתאגידיים קטנים:

(1) ביטול 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 סף המהותיות בקשר עם צירוף הערכות שווי ל-20%;

(3) מתן פטור מיישום הוראות התוספת השנייה בתקנות דוחות תקופתיים ומיידים (פרטים בדבר חשיפה לסיכוני שוק ודרכי ניהולם), לחברות קטנות אשר החשיפה שלהן לסיכוני שוק הנובעים ממכשירים פיננסיים הינה נמוכה מסף מסוים שייקבע;

(4) מתן פטור מחובת/הצירוף של דוחות חברה כלולה לדוחות הביניים של חברות קטנות (למעט מקום בו החברה הכלולה מהווה רכיב משמעותי), תוך הותרת דרישת צירוף לדוחות כספיים שנתיים;

המשותף להקלות אלו הוא כי לנוכח מאפייניהן של חברות קטנות, דרישות הגילוי הרגילות פחות נחוצות. לדוגמא, גילוי בדבר הליכי בקרה פנימית על הדיווח הכספי נחוץ פחות בחברה קטנה ופשוטה יחסית מאשר בחברה גדולה ומורכבת. באופן זה ההקלות מייצגות ניסיון לבצע התאמה לצרכי המשקיעים בחברות קטנות, מבלי לפגוע בהיקף ההגנה הניתנת להם.

במסגרת הדיונים שקיים סגל הרשות לפני פרסום מתווה ההקלות וההערות שהתקבלו אחריו, עלו שתי התנגדויות הפוכות להצעות אלו: לפי גישה אחת, המדובר בהקלות שאינן משמעותיות מספיק, ויש להרחיב את ההקלות לנושאים נוספים, כגון פרסום דוחות רבעוניים, הוראות ממשל תאגידי, ועוד. כלומר, יש ליצור הבחנה משמעותית יותר בין תאגידיים קטנים לבין תאגידיים רגילים, ולהפחית באופן דרמטי את היקף הגילוי הנדרש מחברות קטנות. לפי גישה אחרת, אין הצדקה של ממש להקל דווקא עם חברות קטנות, וככל שנבחרות ההקלות האמורות, הרי שלפחות חלקן עשויות להיות רלבנטיות לכלל החברות (לדוגמא, ההקלות הנוגעות לגילוי סיכוני שוק ולצירוף דוחות חברה כלולה בדוחות רבעוניים).

בכוונת סגל הרשות לבחון הערות נוספות שיתקבלו בעניין זה בעקבות פרסום נוסח החקיקה שלהלן.

במתווה ההקלות הוצגו מספר שיקולים להקל עם חברות קטנות, ובהם הנטל הכבד יחסית על גופים קטנים בקיום מלוא החובות המוטלות עליהם מכוח הדין, שכן נדרשים לשם כך משאבי זמן, כסף וכוח-אדם בהיקפים משמעותיים ביחס למקורות והמשאבים שעומדים לרשותם, והרצון לפתוח את שוק ההון לחברות קטנות יחסית, כדי לעודד צמיחה במשק ולגוון את אפשרויות ההשקעה של הציבור. יחד עם זאת, ישנם שיקולים כבדי משקל מדוע אין מקום להרחיב את מדרג הרגולציה אשר הוצגו בהרחבה במתווה ההקלות, ויצוינו להלן בקצרה: התפישה העקרונית של דיני ניירות ערך לפיה מטרת העל היא הגנה על ציבור המשקיעים ועלויות הגורמים המפוקחים הן שיקול משני; היתרונות המוקנים לחברות המגייסות כספים מהציבור לצד העלויות המושתות עליהם; העובדה כי הגישה לשוק ההון היא וולונטרית; הפגיעה האפשרית בציבור המשקיעים ובאיכות ההגנה הניתנת להם; הספק אם גודל החברה הוא פרמטר רלבנטי לעניין משטר הפיקוח, ואם הסיכון מהשקעה בחברות קטנות קטן יותר מהסיכון מהשקעה בחברות גדולות; החשש כי בטווח הארוך חברות קטנות ייפגעו ממשטר פיקוח מקל ומשקיעים ידירו רגליהם מהשקעה בהן; העלויות שעוללות להיווצר

למשקיעים כתוצאה ממשטר פיקוח מקל; המספר הגדול יחסית של חברות קטנות בבורסה הישראלית; והיעדר מנגנוני שוק מספקים כיום להגנת ציבור המשקיעים.

יש להדגיש, כי הבחירה בהקלות המפורטות לעיל השליכה גם על יתר רכיבי ההצעה. כך למשל, היא אפשרה להימנע מהצבת החברות הקטנות ברשימת מסחר נפרדת, או להימנע מדרישות אישור מיוחדות לצורך אימוץ ההקלות. הקלות נרחבות יותר עשויות לחייב מנגנונים מאזנים להגנת ציבור המשקיעים ואזהרתו מפני השקעה בחברות קטנות. הרשות תמשיך לבחון מתן הקלות נוספות לחברות קטנות, וככל שיוחלט על אימוץ של הקלות נוספות יבחן מחדש, כנגזרת של ההקלות שיוענקו, הצורך במנגנונים מאזנים להגנת ציבור המשקיעים.

במסגרת מתווה ההקלות שפורסם להערות הציבור הוצע לבטל את הדרישה לדוח בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית וחוות דעת רואה החשבון בעניין, ולהותיר את הדרישה להכללת הצהרות מנהלים. בעקבות הערות הציבור הוצע לשנות את נוסח הצהרת המנהלים שתצורף במקרה של חברות קטנות, ולבנות הצהרה אשר מתייחסת לנושא תרמיות בלבד, מבלי להתייחס להיבטים של בקורות העשויות להיות מקושרות באופן מובהק ל- iSOX. הסיבה לכך היא החשש כי הותרת הצהרת המנהלים בעינה יוביל לשימור פרקטיקות הבקרה הפנימית שנוצרו מאז כניסת ההוראה לתוקף, כך שההקלה לא תהיה אפקטיבית. שינוי נוסח הצהרת המנהלים, לעומת זאת, אינו גורע מאחריות החברה ומנהליה לנאותות הגילוי בדוחות, הנגזרת מהוראות אחרות בדין.

בעניין הקלת צירוף הערכות השווי, מוצע לשלב בתקנות הגדרה חדשה של הערכת שווי מהותית מאוד בתאגיד קטן, כאשר תוכן ההסדר המקל עצמו הנוגע לסף הצירוף יהיה בתיקון החלטת הסגל המתייחסת לספי המהותיות לצירוף הערכות שווי.

לעניין ההקלה בדבר צירוף דוחות כספיים של חברות כלולות לדוחות רבעוניים של תאגידי מדווחים קטנים, נקבע סף המשמעותיות אשר צוין במתווה ההקלות ככזה שעדיין יחייב צירוף ברבעונים על שיעור של 40%.

לבסוף, בהמשך להצעה במתווה ההקלות לפיה רשות ניירות ערך שוקלת מתן פטור מיישום הוראות התוספת השנייה, לחברות קטנות אשר החשיפה שלהן לסיכונים שוק הנובעים ממכשירים פיננסיים הינה נמוכה מסף מסוים שייקבע, גובש המודל הסופי ונוצק תוכן מהו אותו סף מבחין בין חברות קטנות שידרשו בגילוי לבין אלו שתהיינה פטורות.

מרכיב חשוב שנוטר בעינו הוא הקביעה כי בחירה בהקלות לחברות קטנות הינה וולונטרית. כלומר, תאגיד קטן רשאי שלא לאמץ את כל ההקלות, או חלקן. על אימוץ מלא או חלקי של ההקלות ינתן כמובן גילוי, כפי שיפורט גם להלן.

## 2. הגדרת "תאגיד קטן"

ישנם פרמטרים אפשריים רבים לשם הבחנה בין תאגידי קטנים ותאגידי רגילים, כגון נתונים כספיים שונים (הון עצמי, היקף הכנסות, סך נכסים, רווח), נתוני שוק (שווי שוק, שווי החזקות ציבור), ונתונים תפעוליים (מספר עובדים). במתווה ההקלות צוין כי הרשות שוקלת לאמץ הבחנה על בסיס הדין האמריקאי, ובכפוף להתאמות הנגזרות ממאפייניו הייחודיים של שוק ההון הישראלי, כך שתאגיד קטן יהיה בעל שווי שוק נמוך מ- 300 מיליון שקלים ושווי החזקות ציבור נמוך מ- 50 מיליון שקלים. התוצאה שהיתה צפויה להתקבל היא הגדרה של כ- 60% מהחברות הציבוריות כחברות קטנות. במתווה ההקלות לא הובאה הצעה לגבי חברות אגרות חוב.

על הפרמטרים לענות ככל הניתן על הדרישות הבאות: עליהם להקנות אינדיקציה טובה בדבר מורכבות פעילות החברה ויכולותיה הכספיות; עליהם להיות מדידים, ברורים ופשוטים; עליהם להקיף את כל סוגי התאגידים (לדוגמא, תאגידים שהנפיקו ניירות ערך שונים); רצוי כי לא יהיו תנודתיים על מנת להקנות ודאות ולחסוך עלויות הכרוכות במעברים תכופים בין הקטגוריות; השגת נוחות למשקיעים בזיהוי התאגידים המוגדרים כקטנים.

ההצעה המובאת כעת להגדרת "תאגיד קטן" שונה במקצת מזו שהוצגה במתווה ההקלות, וכוללת התייחסות גם לחברות אגרות חוב:

תאגיד שהנפיק מניות או יחידות השתתפות – שווי המניות בבורסה נמוך מ- 300 מיליון שקלים חדשים, והתאגיד לא נמנה על מדד ת"א - 100 או מדד ת"א יתר - 50 (או מדד אחר שיבוא בעתיד במקומם).

תאגיד שהנפיק תעודות התחייבות – הערך הנקוב של תעודות ההתחייבות שבמחזור נמוך ממאתיים מיליון שקלים.

ההצעה עדיין מתייחסת לשווי המניות בבורסה כפרמטר מרכזי, אולם כוללת כנדבך נוסף אי השתייכות לשני המדדים העיקריים, חלף פרמטר של שווי החזקות ציבור שהוצג במתווה ההקלות. הפרמטר של שווי החזקות ציבור נמצא בעייתי, כיוון שקביעתו עלולה לעודד חברות ובעלי שליטה להקטין את שיעור החזקות הציבור. הנדבך החדש - הוספת המדדים העיקריים - נועד לתרום ליציבות ברשימת החברות כך שתנודתיות בשווי השוק של החברות בבורסה (למשל, בתקופת שפל או גאות) לא תביא לשינויים מהותיים ברשימת התאגידים הקטנים, ועל פני זמן יהיו אלו בסדר גודל דומה מסך התאגידים בבורסה (כ- 60% - 70%). הוספת המדדים מבטיחה כי בכל עת לפחות 150 התאגידים המובילים בבורסה ייחשבו תאגידים רגילים ויעמדו בדרישות המלאות של הדין. יתרונות נוספים של השימוש במדדים הם נוחות הזיהוי (ידיעת המשקיעים כי התאגידים הנכללים במדדים אלו הם בוודאות תאגידים רגילים) וכן מתן מענה לכך שמשקיעים רבים מושקעים בחברות במדדים אלו "בעל כורחם" (לדוגמא, משקיעים בתעודות סל או בקרנות נאמנות), ללא אפשרות לברור בין התאגידים הנכללים בהם. עובדה אחרונה זו נותנת הצדקה נוספת שלא להקל עם תאגידים במדדים אלו, הנהנים מסחירות גבוהה. יצוין, כי נשקלה גם אפשרות של קביעת המדדים לבדם כפרמטר לגודל, אולם אפשרות זו לא נבחרה לנוכח העובדה כי אופן חישוב המדדים עשוי להשתנות מעת לעת, וכן משום שהוא מביא בחשבון פרמטרים של שווי ושיעור החזקות ציבור. מכאן שיתכן חברה גדולה ביותר בבורסה שאינה במסגרת שני המדדים משום ששיעור החזקות הציבור בה נמוך.

בנוגע לתאגידים שהנפיקו אגרות חוב, מוצע פרמטר ברור וקל ליישום – הערך הנקוב של תעודות ההתחייבות שבמחזור נמוך מ- 200 מיליון שקלים – בהתחשב בכך שפרמטרים של שווי שוק ומדדים מובילים הנם פחות רלבנטיים בהקשר זה. מובן כי תאגיד יוכל להיחשב תאגיד קטן רק אם אינו נופל בכל אחד מהקריטריונים (עבור מניות ואגרות חוב).

מספר התאגידים הצפויים להיחשב "תאגידים קטנים" על פי פרמטרים אלו ונתוני הבורסה נכון ליום 19 באפריל 2013 עומד על 323, שיעור של כ- 69% מכלל החברות הנסחרות בבורסה (מבלי להביא בחשבון חברות מוצרי מדדים וסטראקצ'רים).

ההצעה מתייחסת גם לנסיבות של הצעה ראשונה לציבור, בהן לא ידוע עדיין היקף ההנפקה העתידית או שווי השוק של החברה, וכן לתאגיד שמניותיו נמצאות בציבור אך אינן נסחרות בבורסה (למשל, בשל השעיית

מסחר). במקרים אלו הפרמטרים שהוצגו לעיל אינם רלבנטיים, ומוצע לנקוט בפרמטר ברור וקל ליישום של הון עצמי (הון בניכוי החלק השייך למיעוט) נמוך משלוש מאות מיליון שקלים.

### 3. מעבר מקטגוריה של תאגיד קטן לקטגוריה של תאגיד רגיל, ולהיפך

סוגיית המעבר בין קטגוריות התאגידים היא סוגיה טכנית לכאורה, אך עשויות להיות לה השלכות מהותיות. מעבר תכופי מדי עלול לגרום אי ודאות אצל החברות והמשקיעים, וכן עלויות ניכרות. לדוגמא, במקרה בו חברה נערכת לעמידה בהוראות ה- iSOX לקראת כניסה לרשימת התאגידים הרגילים, אך יוצאת ממנה תוך זמן קצר, וחוזר חלילה.

לאור האמור מוצע לקבוע כדלקמן: (1) המועד הקובע לבדיקת זכאות להיחשב כתאגיד קטן יהיה ב- 1 בינואר של כל שנת דיווח; (2) שווי השוק במועד הקובע יחושב על בסיס ממוצע של 60 הימים האחרונים; (3) כדי למנוע מעברים עקב שינוי לא מתמשך בשווי השוק, מוצע כי תאגיד גדול לא יעבור לקטגוריה של תאגיד קטן, אם במועד הקובע שלפני אחרון שווי מניותיו היה 300 מיליון שקלים ומעלה ובמועד הקובע שווי מניותיו לא היה נמוך מ- 250 מיליון שקלים. בדומה, מוצע כי תאגיד קטן לא יעבור לקטגוריה של תאגיד גדול, אם במועד הקובע שלפני אחרון שווי מניותיו היה נמוך מ- 300 מיליון שקלים ובמועד הקובע שווי מניותיו לא היה 350 מיליון שקלים ומעלה. כל זאת בכפוף לכך שהתאגיד לא נמנה בשני המדדים המובילים במועד הקובע; סיווג לפי ערך נקוב של אג"ח יתבסס על הערך הנקוב במועד הקובע האחרון בלבד (4) תקופת ההיערכות עם מעבר של תאגיד קטן לקטגוריה של תאגיד גדול תהיה עד לדוחות השנתיים הבאים (כלומר, למעלה משנה). מנגד, מעבר של תאגיד גדול לקטגוריה של תאגיד קטן תהיה מיידית.

### בנספח ב' מובאת הדגמה של המצבים העיקריים במתכונת טבלאית.

בצד המהותי, במתווה ההקלות הוצגה להערות הציבור האפשרות לחייב אישור מיוחד של בעלי מניות המיעוט לצורך מעבר בין מתכונת דיווח של חברה גדולה למתכונת דיווח של חברה קטנה. לאחר בחינת הנושא והערות הציבור, מוצע שלא לקבוע דרישה כאמור, בהתחשב באופי ההקלות המוצעות, המהוות כאמור התאמה בדרישות הדין למאפייניהן של חברות קטנות, להבדיל מסטנדרט גילוי נחות.

### 4. גילוי ותיוג של תאגידים קטנים

קיימות שלוש אפשרויות עיקריות בנוגע לידוע ציבור המשקיעים כי הוא צפוי להשקיע בתאגידים קטנים, אשר דרישות הרגולציה מהם מופחתות: האפשרות הראשונה היא מתן גילוי נאות בדיווחי התאגיד. דרישות הגילוי בהקשר זה עשויות להיות בעוצמות שונות (לדוגמא, גילוי בכל דיווח של התאגיד או רק בחלק מדיווחיו, גילוי בהבלטה לעומת גילוי רגיל, וכדומה). האפשרות השנייה היא סימול של התאגיד, כך שמשקיע יוכל לזהות כי מדובר בתאגיד קטן כבר על פי שמו ברשימות המסחר בבורסה, ומבלי שיידרש לבחון את דיווחיו. האפשרות השלישית היא קיבוץ התאגידים הקטנים ברשימת מסחר נפרדת.

במסגרת מתווה ההקלות ניתן הסבר בדבר כל אחת מהאפשרויות, וצוין כי הרשות בוחנת אימוץ המודל של רשימות מסחר נפרדות - רשימה רגילה, במסגרתה יסחרו התאגידים אשר יהיו כפופים להוראות גילוי רגילות, ורשימה נפרדת לחברות קטנות, אשר תיישמן 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).

לאחר בחינה נוספת של העניין, וכן הערות הציבור שניתנו בהקשר זה, מוצע בשלב זה, שלא לאמץ מודל של רשימות מסחר נפרדות. הנימוק העיקרי לכך הוא כי ההקלות שעל הפרק, שהנן מדודות ומותאמות למאפייניהן של חברות קטנות, אינן מצדיקות לדעתנו יצירת רשימה נפרדת. ההנחה היא כי אף שהקלות אלו עשויות להוות שיקול בשיקולי ההשקעה של משקיעים, נראה כי לא יהוו שיקול מהותי מאוד, בהשוואה לשיקולים אחרים כגון מצבן העסקי של החברות, הענף אליו הן משתייכות, וכדומה. לכן נראה כי אין מקום לייחד רשימה נפרדת לחברות כאמור. נימוקים נוספים לכך הם הסרבול הטכני שעשוי להיות כרוך ברשימות מסחר שונות (לדוגמא, בהיבט של מעברים בין הרשימות) והתיג השלילי של חברות ברשימה הנפרדת אשר עשוי להוביל בין היתר לרתיעה מהשקעה בהן או אף להגבלה של גופים מסוימים מהשקעה בהן. כאמור, תיוג שלילי זה אינו מוצדק בהתחשב באופי ההקלות המוצעות.

החלופה המוצגת לפיכך בתיקון החקיקה המוצע היא חלופת הגילוי הנאות. חלופת הסימול עדיין נבחנת, אך אין צורך להכריע בה כעת כיוון שממילא ביצועה אינו מותנה בתיקוני חקיקה אלא בעיגון בהוראות הבורסה. בהקשר הגילוי מוצע כי בכל דוח רבעוני או תקופתי וכן בתשקיף יינתן גילוי בהבלטה להיותו של תאגיד בגדר תאגיד קטן וכן פירוט בדבר ההקלות שנטל על עצמו. כן יידרש תאגיד מדווח לפרסם דוח מיידי בדבר שינוי בהגדרתו כתאגיד קטן או רגיל, או בהקלות שבחר ליישם מכוח היותו תאגיד קטן.

**להלן נוסח תיקון החקיקה להערות הציבור. לאחר קבלת הערות הציבור לנוסח זה תובא התייחסות פרטנית של סגל הרשות גם להערות שניתנו בעניין זה לאחר פרסום מתווה ההקלות.**

**תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים) (תיקון), התשע"ב-2013**

- תיקון תקנה 1 .1 בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל – 1970 (להלן – "התקנות העיקריות", בתקנה 1 אחרי ההגדרה "הערכת שווי מהותית מאוד" יבוא –
- "הערכת שווי מהותית מאוד בתאגיד קטן" – "הערכת שווי מהותית", בשינויים אלה, במקום "שעשה התאגיד" יקראו "שעשה תאגיד קטן", אחרי "של התאגיד" יבוא "הקטן", ובמקום "המהותיים" יקראו "המהותיים מאוד";
- "המועד הקובע" – 1 בינואר בכל שנת דיווח;".
- הוספת תקנה ג.5 .2 אחרי תקנה 5ב לתקנות העיקריות יבוא –
- "תאגידים קטנים ג.5. (א) תאגיד יחשב תאגיד קטן אם התקיימו בו במועד הקובע תנאים אלה -
- (1) ככל שיש מניות או יחידות השתתפות של התאגיד בידי הציבור התקיימו שני אלה –
- (א) שווי המניות או יחידות ההשתתפות בבורסה היה נמוך משלוש מאות מיליון שקלים חדשים. לענין זה – "שווי המניות או יחידות ההשתתפות בבורסה" – שוויין הממוצע של מניות התאגיד או יחידות ההשתתפות שלו, לפי הענין, בתקופה של 60 יום שקדמה למועד הקובע;
- (ב) התאגיד לא נכלל במדד "ת"א – 100" או מדד "ת"א יתר – 50", כמשמעותם בהחלטות דירקטוריון הבורסה בנושא "מדדי מניות" שבמדריך המעו"ף לפי תקנון הבורסה, או במדד אחר שיבוא במקומם כפי שיקבע יושב ראש הרשות.
- (2) ככל שיש תעודות התחייבות של התאגיד בידי הציבור – סך הערך הנקוב של תעודות התחייבות שבמחזור נמוך ממאתיים מיליון שקלים חדשים.



(3) על אף האמור בפסקה (1)(א), לא ייחשב תאגיד לתאגיד קטן בשל התקיימות האמור בפסקה זו בלבד, אם במועד הקובע האחרון שקדם למועד הקובע היה שווי המניות או יחידות ההשתתפות בבורסה 300 מיליון שקלים חדשים או יותר, ובמועד הקובע היה גבוה מ- 250 מיליון שקלים חדשים.

(4) על אף האמור בפסקה (1)(א), תאגיד ייחשב תאגיד קטן, אם במועד הקובע האחרון שקדם למועד הקובע היה שווי המניות או יחידות ההשתתפות בבורסה נמוך מ- 300 מיליון שקלים חדשים, ובמועד הקובע היה נמוך מ- 350 מיליון שקלים.

(5) היו מניות או יחידות השתתפות של התאגיד בידי הציבור אך לא נסחרו בבורסה משך תקופה של 60 יום קודם למועד הקובע, בתקנת משנה זו במקום "שווי המניות או יחידות ההשתתפות" יקראו "ההון העצמי שלו לפי הדוחות הכספיים האחרונים שלו שחלה חובה לפרסמם לפי תקנות אלה נכון למועד הקובע".

(ב) על אף האמור בתקנות אלה, רשאי תאגיד קטן, בהתאם להחלטת הדירקטוריון, לדווח החל מהדוח התקופתי הראשון שקמה חובה לפרסמו לפי תקנות אלה לאחר הגדרתו כתאגיד קטן, בהתאם להוראות אלה:

(1) לעניין צירוף הערכות שווי מהותיות מאוד בתאגיד קטן -

(א) בתקנה 8ב, בכל מקום, במקום "הערכת שווי מהותית מאוד" יקראו "הערכת שווי מהותית מאוד בתאגיד קטן";

(ב) בתקנה 49 בכל מקום, במקום "הערכת שווי מהותית מאוד" יקראו "הערכת שווי מהותית מאוד בתאגיד קטן".

(2) לעניין צירוף דוחות כספיים של חברה כלולה

בתקנה 44, בכל מקום, במקום "עשרים" יקראו "ארבעים";

(3) לעניין גילוי בדבר חשיפה לסיכוני שוק במקום האמור בתקנה 10(ב)(7) יקראו -

"יובאו פרטים בדבר חשיפה לסיכוני שוק ודרכי ניהולם כמפורט בתוספת השנייה בהתקיים אחד מהתנאים הבאים:

(1) בדוחותיו הכספיים של התאגיד הוצג מגזר בר דיווח שהינו מגזר פעילות פיננסי; לעניין זה, "מגזר בר דיווח" כמשמעותו בכללי החשבונאות המקובלים;

(2) לתאגיד קיימת פעילות פיננסית מהותית. לעניין זה, יראו תאגיד כתאגיד שקיימת לו פעילות פיננסית מהותית בהתקיים אחד מאלה:

(1) סך שווי הנכסים הפיננסיים של התאגיד הנמדדים בשווי הוגן, מהווה לפחות חמישים אחוזים מההון של התאגיד ועשרה אחוזים מסך הנכסים של התאגיד, בערכים מוחלטים, והכל לפי הדוחות המאוחדים של התאגיד;

(2) סך שווי ההתחייבויות הפיננסיות של התאגיד הנמדדות בשווי הוגן, מהווה לפחות חמישים אחוזים מההון של התאגיד ועשרה אחוזים מסך הנכסים של התאגיד, בערכים מוחלטים, והכל לפי הדוחות המאוחדים של התאגיד;

(3) תוצאת ניתוח הרגישות לאחד או יותר מסיכוני השוק אליהם חשוף התאגיד בסוף תקופת הדיווח, המבוצע בהתאם לכללי החשבונאות המקובלים, מהווה לפחות חמישים אחוזים מההון של התאגיד ועשרה אחוזים מסך הנכסים של התאגיד, בערכים מוחלטים, והכל לפי הדוחות המאוחדים של התאגיד;

(4) לעניין דיווח בדבר אפקטיביות הבקרה הפנימית –

- (א) בתקנה 9ב, לא יחולו הוראות תקנות משנה (א), (ב) ו-(ג);
- (ב) בתקנה 38ג, לא יחולו הוראות תקנות משנה (א) ו-(ב);
- (ג) בתוספת התשיעית -

(1) במקום פרטים (2)(א)(4), (2)(ב)(4), (2)(ג)(4) ו- (2)(ג)(5) יקראו "גיליתי לרואה החשבון המבקר של התאגיד, לדירקטוריון ולוועדת הביקורת של דירקטוריון התאגיד<sup>3</sup> כל תרמית, בין מהותית ובין שאינה מהותית, שבה מעורב המנהל הכללי או מי שכפוף לו במישרין או מעורבים עובדים אחרים שיש להם תפקיד משמעותי בבקרה הפנימית על הדיווח הכספי ועל הגילוי";

(2) לא יחולו פרטים (2)(א)(5), (2)(ב)(5) ו- (2)(ג)(5) ו- (2)(ד)(5).

---

<sup>3</sup> אם קיימת ועדת דוחות כספיים שאינה ועדת ביקורת הנוסח יהיה "גיליתי לרואה החשבון המבקר של התאגיד, לדירקטוריון ולוועדות הביקורת והדוחות הכספיים של התאגיד"; בתאגיד מדווח שבו לא קיימת ועדת ביקורת, תידרש התאמת הנוסח.

(ג) מבלי לגרוע מהוראות תקנות אלה, תאגיד קטן יגיש דוח מיידית גם אודות אירועים אלה:

(1) הפיכתו לתאגיד קטן או אם חדל להיות תאגיד קטן, תוך פירוט המועד בו יהיה רשאי להתחיל לדווח לפי תקנה זו או יהיה מחויב להפסיק לדווח לפיה;

(2) החלטת התאגיד בדבר תחילת דיווח או הפסקת דיווח בהתאם להוראות תקנה זו, תוך פירוט אילו מהוראות תקנה זו בחר ליישם או להפסיק ליישם, ומועד תחילת או סיום יישומן;

(3) כל שינוי בהחלטת התאגיד לגבי יישום הוראה מהוראות תקנת זו.

(ד) תאגיד קטן שבחר לדווח לפי תקנה זו, ייתן על כך גילוי בהבלטה בעמוד הראשון של כל דוח תקופתי ודוח רבעוני בהם דיווח לפי תקנה זו, תוך פירוט אילו מהוראות תקנה זו בחר ליישם.

(ה) על אף האמור בתקנות אלה, תאגיד שעובר למועד הקובע היה תאגיד קטן ובמועד הקובע אינו נחשב עוד תאגיד קטן, יהיה רשאי להמשיך ולדווח לפי תקנה זו, ככל שדיווח לפיה בהיותו תאגיד קטן, עד וכולל לדוח הרבעוני לרבעון שמסתיים ביום 30 בספטמבר בשנה העוקבת לשנת הדיווח בה חדל מלהיחשב תאגיד קטן.

(ו) הוראות תקנה 30 יחולו על דוחות מיידיים שיש להגיש לפי תקנה זו.

הוספת תקנה 6ג .1 אחרי תקנה 6ב לתקנות העיקריות יבוא -

”תאגידיים קטנים 6ג. (א) הוראות תקנה 5ג לתקנות דוחות תקופתיים ומיידיים יחולו בשינויים המחויבים.

(ב) בהצעה ראשונה לציבור, תאגיד יחשב תאגיד קטן אם במועד ההצעה לציבור ההון העצמי שלו לפי הדוחות הכספיים השנתיים או הביניים שנכללו בתשקיף לפי הוראות תקנה 56, המאוחר מבניהם, נמוך משלוש מאות מיליון שקלים.”

הקלות הנשקלות לחברות קטנות

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

סיבה אחת לבדיקה נעוצה בעובדה כי במדינות שונות ניתן למצוא הוראות דין מקלות יותר החלות על תאגידים קטנים. גם בישראל ישנן דוגמאות להוראות כאמור,<sup>4</sup> אולם ככלל חלות הוראות הדין על התאגידים המדווחים ללא קשר לגודלם. ההבחנות המהותיות הקיימות בדיני החברות וניירות ערך מתבססות על מאפייני הפעילות של התאגידים 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 התאגידים 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 הייתה, 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 התאגיד 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.

<sup>4</sup> כגון הוראות המתירות הנפקות קטנות יחסית ללא חובת פרסום תשקיף, הוראות בעניין אגרות המשולמות על-ידי התאגידים, 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 ולגרום 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. לדוגמא, 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 נטייתן 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 התיג 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 לאמצן. 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. התפשה 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 צוות 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.<sup>5</sup> 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 תשקיף (ולאחר מכן דיווחים שוטפים) מהווה רכיב מרכזי בסף הכניסה כאמור. האפשרות השנייה נוגעת להבחנות בין תאגידים קטנים וגדולים הכפופים לרגולציה, לאחר שחצו את סף הכניסה.

כפי שצוין בפתח הדברים, במדינות שונות ניתן למצוא הוראות דין מקלות יותר החלות על תאגידים 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 תשקיפים 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 התשקיפים, שעניינו בין היתר משטר גילוי פרופורציונאלי (proportionate disclosure regime) בהנפקת זכויות ובתשקיפים של חברות קטנות ובינוניות (small and medium-sized enterprises, או בקצרה, SMEs) או חברות בעלות שווי שוק קטן. לעניין הגדרת SME נדרשת עמידה בשניים משלושה קריטריונים המצביעים על כך שמדובר בחברה קטנה- בינונית – מספר 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.

<sup>5</sup> 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 להחזקות אג"ח.

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 המחשה:<sup>6</sup> 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 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

<sup>6</sup> נתונים אלו אינם כוללים חברות דואליות וכן חברות שלא הגישו דוחות כספיים.

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.<sup>7</sup> 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 שחווה 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 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.

<sup>7</sup> לדוגמא: החזקות משמעותיות של משקיעים מוסדיים או משקיעים מתוחכמים 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-FSA בכובעו כרגולטור של הבורסה האנגלית (LSE - London Stock Exchange) כיועץ ממונה לבורסת ה-AIM, אשר תפקידו ניהול הנפקות חדשות ב-AIM והוא משמש, אפקטיבית, גם כרגולטור).

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 שלהם;<sup>8</sup> מודל שווי השוק (המבוסס על הבחנה בין שווי השוק של תאגידיים שונים);<sup>9</sup> 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 האמריקאי,<sup>10</sup> שוקלת הרשות לאמץ מודל להבחנה בין חברות "קטנות" לחברות שאינן 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 ₪

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> יצוין כי מודל זה נבחן בארה"ב אך לא אומץ בסופו של יום.

<sup>10</sup> וראו לעניין זה "דוח הוועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו: ("וועדת ברנע"), שם נאמר בפתח 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".

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 התחתון מתוך סך שווי שוק המניות	מס' החברות	האחוז מתוך סך החברות (564 חברות)
> 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:

- 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.
- רשימת מסחר אחת, במסגרתה נעשה סימון לחברות קטנות – מודל כאמור דומה במהותו למודל של רשימה נפרדת, אולם ההבחנה בין סוגי החברות פחות נוקשה.
- רשימה מסחר אחת, מבלי לסמן חברות קטנות – תפיסת הבסיס במודל שכזה היא כי הרגולציה לחברות קטנות גובשה בשים לב לגודלן והיא מהווה רגולציה "מלאה" ומותאמת 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 יסחרו התאגידים אשר יהיו כפופים להוראות גילוי רגילות, ורשימה נפרדת לחברות קטנות, אשר תיישמנה 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 יבחן 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' 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.

**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 היתה משמעותית. בנוסף, ככל שעסקינן בחברות קטנות, במקרים רבים העלות הכרוכה ביישום הוראות ה-ISOX הינה עלות ניכרת, המשייתה, 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) ופוטרו 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 תאגידים 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 הוועדה השנייה לקביעת כללי הדיווח בדבר החשיפה לסיכונים פיננסיים ודרכי ניהולם (להלן – "ועדת גלאי"), נקבעו במסגרת התוספת השנייה לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל – 1970 (להלן – "התוספת השנייה") דרישות גילוי שונות בקשר עם סיכוני שוק.<sup>11</sup>

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 מכח 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.

נוסף על גילויים אלו, נקבעה בתקנות דוחות כספיים ובתקנות דוחות תקופתיים ומידיים 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

<sup>11</sup> בחודש אפריל 2011 פורסמה הצעת מתווה חקיקה להערוות 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.

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 עסקינן 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 ומיידיים.**

## **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 75.<sup>12</sup>

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 אלו.<sup>13</sup>

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 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.<sup>14</sup> גיוסים כאמור מהציבור הרחב יהיו אפשריים בארה"ב בכפוף לעמידה במספר מנגנוני הגנה, שהעיקריים שבהם הנם ביצוע ההצעה באמצעות מתווך מפוקח; 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

<sup>12</sup> הערכים המספריים של המגבלות האמורות קבועים בתקנה 4 לתקנות ניירות ערך (פרטים לעניין סעיפים 15א עד 15ג לחוק), התש"ס 2000.

<sup>13</sup> 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).

<sup>14</sup> 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.

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 תאגידים 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, בשים לב למאפיינים וצרכי המימון של התאגידים 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.<sup>15</sup> 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.<sup>16</sup> 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 שהינם גופים או מוסדות. לפיכך, נודעת חשיבות להבהרת האופן שבו ניתן לפנות בפניה פומבית על מנת לאתר את אותם יחידים משקיעים מתוחכמים 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 מתוחכמים, לרבות יחידים, מבלי להידרש לפרסום תשקיף. במסגרת האמור, תיתן הרשות את הדעת לאמצעים שנדרש המציע לנקוט על מנת לוודא כי אמנם מדובר במשקיעים מתוחכמים (בפרט ביחס ליחידים).

<sup>15</sup> 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 תאגידים 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.

<sup>16</sup> 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 בממוצע 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.

**נספח ב' – סיווג תאגידים כתאגידים קטנים או תאגידים רגילים – המבחן המנייתי**

הערה	סיווג ב-	מועד קובע אחרון	מועד קובע לפני	סיווג ב-
	<u>1.1.x1</u>	<u>(1.1.X1)</u>	אחרון (1.1.X0)	<u>1.1.X0</u>
נשאר תאגיד רגיל	תאגיד רגיל	שווי שוק < 300	שווי שוק < 300	תאגיד רגיל
נשאר תאגיד קטן	תאגיד קטן	שווי שוק > 300	שווי שוק > 300	תאגיד קטן
נשאר תאגיד רגיל	תאגיד רגיל	250 < שווי שוק < 300	שווי שוק < 300	תאגיד רגיל
הופך להיות תאגיד קטן	תאגיד קטן	שווי שוק < 250	שווי שוק < 300	תאגיד רגיל
נשאר תאגיד קטן	תאגיד קטן	300 < שווי שוק < 350	שווי שוק > 300	תאגיד קטן
הופך להיות תאגיד רגיל	תאגיד רגיל	שווי שוק < 350	שווי שוק > 300	תאגיד קטן

במקרים בהם לא קיים שווי שוק – המבחן יבוצע לפי הון עצמי, באותם ספים.

**הערות**

- תאגיד שסווג לראשונה כתאגיד קטן ב- 1.1.X1 – יוכל להתחיל לדווח כתאגיד קטן כבר מהדוח השנתי לשנת X0 (שיש לפרסמו עד יום 31.3.X1).
- תאגיד שב- X0 סווג כקטן וב- 1.1.X1 חדל מלהיחשב קטן – מחויב לעבור לדווח לפי הכללים הרגילים החל מהדוח השנתי לשנת X1 (שיש לפרסמו עד יום 31.3.X2) (התאגיד יהיה רשאי לדווח כחברה קטנה בדוח התקופתי לשנת X0 ובשלושת הדוחות הרבעוניים לשנת X1).