



**רשות ניירות ערך**  
**ISRAEL SECURITIES AUTHORITY**

**מחלקת תאגידים** [www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)

**עמדת סגל**

# **הבהרות בנוגע לגילוי הנדרש מחברות החזקה**

**דצמבר 2015**

עמדות סגל הרשות המובאות להלן הינן עמדות מקצועיות המשקפות החלטות ועמדות של הסגל בסוגיות הנוגעות ליישום דיני ניירות ערך. תוכן העמדות המפורסמות מנחה את הרשות והסגל בהפעלת סמכותם והציבור יוכל להשתמש בהן ולהחילן בנסיבות דומות.

### **עמדה משפטית מספר 31-105: הבהרות בנוגע לגילוי הנדרש מחברות החזקה**

בשנים האחרונות בחן סגל הרשות דיווחי חברות החזקה בדוחות תקופתיים ובתשקיפים. בחינה זו העלתה חוסר אחידות ברמת הגילוי ובמאפייני הניתוח בין חברות החזקה השונות, וצורך בהתאמת הגילוי למאפייני פעילותן הייחודיים.

לחברות החזקה יש מאפייני פעילות ייחודיים - בשונה מחברות תפעוליות אשר עוסקות בתחום פעילות עסקי כלשהו, עסקן של חברות החזקה הינו השקעה בחברות הבת. משכך, עולה הצורך להבין כיצד חברות החזקה מנהלות את החזקותיהן ואת מערכת היחסים בינן לבין החזקותיהן, בנוסף לתיאור פעילויותיהן של חברות הבת. בנוסף, חברות החזקה מאופיינות לעיתים קרובות בכך שיכולת שירות החוב וחלוקת הרווחים שלהן מסתמכת על תזרימים מחברות בת. לכן קיימת חשיבות רבה ליכולת ניתוח מעמיקה של "זרימת" המשאבים הנזילים בחברות החזקה. סגל הרשות סבור כי נוכח מאפייני פעילות ייחודיים אלו, ועל מנת לספק למשקיע מידע מהותי הנדרש לו לשקילת קניה או מכירה של ניירות הערך של החברה, עולה הצורך בהכללה וניתוח מידע הנותן ביטוי למאפיינים הייחודיים כאמור של חברת החזקות.

בתוספת הראשונה לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט-1969 (להלן: "תקנות פרטי תשקיף"), ממנה נגזרת מתכונת הגילוי על עסקי התאגיד בתשקיפים ובדוחות תקופתיים, כלולים פריטי גילוי שעשויים להיות רלבנטיים במיוחד לחברות החזקה (לדוגמא, מבנה אחזקות של החברה, מימון פעילות החברה, ועוד). גם בתקנה 10 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן: "תקנות דוחות"), הקובעת את מתכונת הגילוי בדוח הדירקטוריון, כלולים פריטי גילוי שעשויים להיות רלבנטיים במיוחד לחברות החזקה (לדוגמא, הסברים בנוגע לנזילות, השפעת השקעות בתאגיד אחר ועוד). אף כי התיאור הנדרש הוא ברמת הקבוצה (כהגדרתה בסעיף 1(ג) לתוספת), תוך התמקדות בתחומי הפעילות שלה, הרי שבד בבד קובעות התקנות כי על הגילוי לכלול כל פריט מידע נוסף הנדרש לשם הצגה נאותה של עסקי התאגיד והבנתם, וזאת בהתאם לעקרון הרגיל בדיני ניירות ערך, לפיו נדרש גילוי של מידע מהותי עבור המשקיע הסביר.

העמדה להלן משקפת את הניסיון המצטבר של סגל הרשות לגבי הגילוי הנחוץ לניתוח חברות החזקה לנוכח מאפייניהן הייחודיים. מובן כי כל חברת החזקה נדרשת לבחון אם מידע כאמור בעמדה אכן רלבנטי לציבור המשקיעים שלה וטעון גילוי, וכן אם יש לתת גילוי למידע אחר העשוי להוות פרט חשוב למשקיע סביר השוקל השקעה בניירות הערך שלה, או למידע דומה אך במתכונת אחרת מזו המוצעת להלן<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> יצוין, כי ביום 25.10.2015 אושרה במליאת הרשות הצעה לתיקון תקנה 5א לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן – "תקנות דוחות תקופתיים ומיידיים"), לפיה במקרים מסוימים יוכל תאגיד לבצע

## עמדת סגל הרשות

### מיהי חברת החזקות

למונח חברת החזקות אין ככל הנראה הגדרה ברורה וחד משמעית. לכן על מנת לקבוע האם תאגיד מהווה חברת החזקה נדרשת הנהלת התאגיד להפעיל את שיקול דעתה תוך התחשבות בכל הנסיבות הרלוונטיות לעניין.

**סגל הרשות בחן מהם המאפיינים המשותפים לתאגידי מדווחים המזוהים בשוק ההון כחברות החזקה. תוצאות הבחינה מלמדות כי לתאגידי אלו שני המאפיינים המצטברים המתוארים להלן. לפיכך, אם מתקיימים מאפיינים אלו, הנחת המוצא היא כי התאגיד הוא חברת החזקה. המאפיינים הינם:**

1. פעילות התאגיד מתמקדת בהחזקת (לרבות ניהול ומימון) חברות שמידת השפעה עליהן היא לכל הפחות ברמה של השפעה מהותית ("חברות מוחזקות"). במילים אחרות, לתאגיד עצמו אין פעילות עסקית משמעותית משלו למעט זאת הקשורה לחברות המוחזקות;
2. אין סקטור מסוים בו פועלת החברה המהווה, בנפרד, את עיקר פעילות הקבוצה (התאגיד והחברות המוחזקות).

### מספר הערות לעניין המאפיין השני:

- (1) ניתן לקבוע כלל אצבע מנחה, לפיו המאפיין השני מתקיים אם אין סקטור פעילות אחד, אשר שווי פעילות התאגיד (enterprise value) במסגרתו עולה על שני שלישים מהסכום המצטבר של שווי הפעילויות של הקבוצה; התוצאה המשתמעת היא כי בדרך כלל רק קבוצה הפועלת באמצעות החברות המוחזקות על ידה בשלושה סקטורים שונים נתפשת כחברת החזקות וכי חברה הפועלת בשני סקטורים בלבד תתאפיין כחברת החזקות רק במקרים חריגים יחסית (שני סקטורים הדומים מאד בהיקפם).
- (2) המונח "סקטור" אינו מוגדר בתקנות, ומצריך שיקול דעת ובחינה לפי נסיבות העניין. בהקשר זה יודגש כי אין זהות בין הסקטורים בהם פועלת חברה לבין מגזרי הפעילות שלה. כך לדוגמא, פעילות חברה בתחום נדל"ן מניב למשרדים ובתחום נדל"ן מניב למגורים תיחשב בדרך כלל לפעילות בסקטור אחד, גם כאשר בדיווח על מגזרי הפעילות של החברה יוצג כל תחום כמגזר פעילות נפרד. בדומה לכך, פעילות דומה באזורים גיאוגרפיים שונים, לא תיחשב כפעילות בסקטורים שונים אף במקרים בהם פעילויות אלו מהוות מגזרי פעילות נפרדים בדוחות החברה.
- (3) במקרים רבים ניתן להסיק את שווי הפעילות מתוך מחירים מצוטטים. חברה יכולה לעשות שימוש גם בטכניקות אחרות להערכת שווי פעילויותיה, ואין כוונה כי תבצע הערכות שווי לבדיקת התקיימות המאפיין השני.

---

הכללה על דרך הפניה גם לדיווחים של חברות אחרות בקבוצה. יובהר כי מדובר בהצעה בלבד שכניסתה לתוקף כפופה, בין היתר, להשלמת הליכי החקיקה הנדרשים.

## הבהרות בנוגע לגילוי הנדרש מחברות החזקה

1. במסגרת דוח הדירקטוריון של חברת החזקות פרטי המידע והניתוחים הבאים יהיו בדרך כלל מידע חשוב להבנת מצב עניני התאגיד באופן מאוזן בידי משקיע סביר השוקל קניה או מכירה של ניירות הערך של התאגיד, כלשונה של תקנה 10(א) לתקנות הדוחות:

1.1 "זרימת" המשאבים בתוך הקבוצה – כאמור לעיל, עסקן של חברות החזקה הינו השקעה בחברות בת, עסקאות משותפות וחברות כלולות ולכן עולה הצורך לתאר את מערכת היחסים בינה ובין החברות המוחזקות. כמו כן, מאחר וחברות החזקה מאופיינות לעיתים קרובות בכך שיכולת שירות החוב וחלוקת הרווחים שלהן מסתמכת על תזרימים מחברות מוחזקות קיימת חשיבות רבה ליכולת ניתוח מעמיקה של "זרימת" המשאבים הנזילים בחברות החזקה. לפיכך, לעמדת סגל הרשות יש חשיבות בכך שחברת החזקות תיתן גילוי לאמצעים נזילים, חוב פיננסי ותנועות בהם. להלן טבלה לדוגמה העשויה לסייע בהקשר זה, ולאפשר למשקיעים להבין באילו "מרכזים" בקבוצה ממוקמים החובות (השימושים העתידיים) ובאילו "מרכזים" בקבוצה ממוקמים המקורות לשירות אותם חובות. כמו כן מאפשרת טבלה מסוג זה להבין כיצד המבנה הקבוצתי מאפשר או מגביל את היכולת להניע באופן חופשי את המקורות בין ה"מרכזים" השונים.

| סך הכל | השלמה למאוחד והתאמות |                       |               | חברה מוחזקת מהותית ב' |                       |               | חברה מוחזקת מהותית א' |                       |               | החברה            |                       |               |  |
|--------|----------------------|-----------------------|---------------|-----------------------|-----------------------|---------------|-----------------------|-----------------------|---------------|------------------|-----------------------|---------------|--|
|        | אמצעים נזילים        | חוב פיננסי            | אמצעים נזילים | אמצעים נזילים         | חוב פיננסי            | אמצעים נזילים | אמצעים נזילים         | חוב פיננסי            | אמצעים נזילים | אמצעים נזילים    | חוב פיננסי            | אמצעים נזילים |  |
|        | חוב פיננסי שוטף:     | חוב פיננסי בלתי שוטף: |               | חוב פיננסי שוטף:      | חוב פיננסי בלתי שוטף: |               | חוב פיננסי שוטף:      | חוב פיננסי בלתי שוטף: |               | חוב פיננסי שוטף: | חוב פיננסי בלתי שוטף: |               | יתרת פתיחה                                     |
|        |                      |                       |               |                       |                       |               |                       |                       |               |                  |                       |               | נטילת הלוואות מחיצוניים                        |
|        |                      |                       |               |                       |                       |               |                       |                       |               |                  |                       |               | פירעון הלוואות מחיצוניים                       |
|        |                      |                       |               |                       |                       |               |                       |                       |               |                  |                       |               | צבירת ריבית והפרשי הצמדה                       |
|        |                      |                       |               |                       |                       |               |                       |                       |               |                  |                       |               | השקעות הוניות שבוצעו על ידי חיצוניים           |
|        |                      |                       |               |                       |                       |               |                       |                       |               |                  |                       |               | השקעות הוניות שבוצעו על ידי חברות אחרות בקבוצה |

<sup>2</sup> אמצעים נזילים הינם מזומנים וכן נכסים פיננסיים הנסחרים בשוק פעיל, הניתנים למימוש בנקל ואשר אינם מהווים "השקעה אסטרטגית". במקום בו אופן בחירת הנכסים להכללה בהגדרת אמצעים נזילים אינה טריוויאלית, מצופה מהחברה כי תבהיר את האופן בו בחרה אלו נכסים לכלול בהגדרה זו.

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | חלוקת דיבידנדים ודמי ניהול לחברות אחרות בקבוצה                                 |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | חלוקת דיבידנדים ודמי ניהול לחיצוניים   |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | השקעות הוניות בחברות אחרות בקבוצה  |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | קבלת דיבידנדים מחברות אחרות בקבוצה   |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | מתן הלוואות לחברות אחרות בקבוצה  |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | נטילת הלוואות מחברות אחרות בקבוצה  |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | פירעון הלוואות לחברות אחרות בקבוצה   |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | החזר הלוואות מחברות אחרות בקבוצה   |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | תזרים אחר מפעילות שוטפת  |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | תזרים אחר מפעילות השקעה  |
|  | חוב פיננסי שוטף: חוב פיננסי בלתי שוטף: |  |  | חוב פיננסי שוטף: חוב פיננסי בלתי שוטף: |  |  |  | חוב פיננסי שוטף: חוב פיננסי בלתי שוטף: |  |  |  |  | חוב פיננסי שוטף: חוב פיננסי בלתי שוטף: |  | יתרת סגירה   |
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | מגבלות על העברת משאבים (לרבות יתרת הרווחים הראויים לחלוקה כהגדרתם בחוק החברות) |

יודגש כי אין בהצגת הטבלה לדוגמא בכדי ללמד על ציפייה מחברות החזקה להציג טבלה מפורטת הכוללת את כל השורות שבטבלה. על החברה להציג רק את התנועות המהותיות לה לפי העניין תוך עשיית שימוש בקיבוץ או בשורת "אחרים" בהתאם לעניין. בנוסף לכך, ניתן להציג נתוני תאגיד אשר אינו מחזיק אמצעים נזילים מהותיים או שאין מגבלות אפקטיביות על יכולתו לחלק את אמצעיו הנזילים לתאגיד השולט בו במישרין, כחלק מנתוני התאגיד השולט בו במישרין. כמו כן, ניתן להציג חברה בקבוצה עם כל החברות המוחזקות על ידה במישרין או בעקיפין והפועלות באותו סקטור כחברה אחת.

**1.2 הסברים להתפתחויות בסעיפי הדוחות הכספיים** – בהתאם לתקנה 10 לתקנות הדוחות נדרש תאגיד לכלול בדוח הדירקטוריון את הסברי הדירקטוריון להתפתחויות שחלו בסעיפי הדוחות הכספיים של התאגיד. על מנת להשיג את תכליתו של דוח הדירקטוריון, קרי, לספק לציבור המשקיעים הסברים הדרושים לשם הבנת התפתחות ומצב עסקי התאגיד מנקודת מבט הנהלת התאגיד, תאגיד נדרש לבחון מהו מבנה הניתוח שיספק את המידע בעל התועלת הרבה ביותר לציבור המשקיעים. סגל הרשות סבור כי בחברות החזקה ניתוח המתבסס על הדוחות הנפרדים של חברת החזקות (בנוסף על ניתוח נפרד של כל אחד ממגזרי הפעילות) הינו משמעותי יותר מניתוח המתבסס על הדוחות המאוחדים בלבד. מסקנה זו נשענת על שני מאפיינים של חברות החזקה: הראשון הוא שחברת החזקות פועלת במספר סקטורים ולכן המשמעות הכלכלית של התוצאות המתקבלות מהדוחות המאוחדים הכוללים פעילויות בעלות מאפיינים שונים, פחותה בהשוואה לחברות תפעוליות אשר עוסקות בתחום פעילות עסקי מסוים. השני הוא שמידת זמינות המשאבים הנשלטים על ידי חברות מוחזקות לחברה, פחותה בדרך כלל בהשוואה לחברות תפעוליות.

לעמדת סגל הרשות, על ניתוח ההתפתחויות בתוצאות פעולותיה של חברת החזקות להינתן בדרך שתאפשר למשקיע להבין את מקור הרווחים שנבעו לחברה. כדי להשיג מטרה זו, על חברת החזקות להפריד בדרך כלל בניתוח תוצאות פעולותיה בין המרכיבים הבאים:

- תוצאות החברות המוחזקות – במרכיב זה יש לפרט את התוצאות של כל אחת מהחברות המוחזקות המהותיות בנפרד;
- תוצאות שנבעו מפעילות מטה החברה – לדוגמא, הוצאות ניהול, הוצאות מימון, הוצאות מיסים וכיוצא בזאת;
- תוצאות שנבעו מאירועים מיוחדים שקשורים להשקעה בחברות מוחזקות - לדוגמא, רווח הון ממימוש השקעות, הפסד מירידת ערך השקעה וכיוצא בזה. במרכיב זה יש לתת בדרך כלל גילוי נפרד לכל תוצאה שנכללה בו.

**2. אסטרוטגיה** – בשונה מחברות תפעוליות העוסקות בתחום פעילות עסקי מסוים, חברות החזקה עוסקות בהשקעה בחברות הבת. לאור זאת, חברת החזקות נבדלת במאפייני

ההחלטות האסטרטגיות שהיא נדרשת לקבל בהשוואה לחברה תפעולית רגילה. סגל הרשות מצא מספר מקרים בהם חברות החזקה פירטו בפרק תיאור עסקי התאגיד את האסטרטגיה של החברות המוחזקות חלף גילוי על אסטרטגיית חברת ההחזקות עצמה. במקרים אחרים, ניתן גילוי כללי וחסר לאסטרטגיית חברת ההחזקות.

על מנת לאפשר למשקיעים לקבל תמונה מלאה וברורה שתאפשר הבנה של המרכיבים המהותיים באסטרטגיית החברה, סגל הרשות סבור כי חברת החזקות המתארת את האסטרטגיה שלה בפרק תיאור עסקי התאגיד (בהתאם לסעיף 33 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף) צריכה לבחון גילוי שישקף גם את האסטרטגיה שלה כחברת החזקות. נושאים אשר עשויים להיות רלוונטיים לגילוי כאמור הינם: אסטרטגיית ההשקעה בחברות מוחזקות, סקטורים בהם משקיעה החברה וקריטריונים להשקעה בסקטורים חדשים, מדיניות החברה וקריטריונים שנלקחים בחשבון בבואה לשקול השקעות חדשות, יחסי גומלין בין השקעות שונות של החברה, מדיניות המינוף של חברת ההחזקות, מדיניות המימון שמעמידה החברה לחברות המוחזקות ומדיניות החברה לעניין מעורבות ניהולית שוטפת בחברות המוחזקות.