

ספטמבר 2026

דוח הערכת השפעות אסדרה סופי (RIA):

טיוטת מדריך גילוי ענפי בתשקיפים: חברות נדל"ן יזמי

לעדכון המליאה לאחר פרסום להערות ציבור

תוכן עניינים

2	א. רקע
3	ב. מידת הפירוט של הדוח (היקף ה-RIA)
4	ג. מתכונת הגילוי הנוכחית בתשקיפי נדל"ן יזמי והצורך במדריך הגילוי
7	ד. סקירה בינלאומית
7	המסגרת הרגולטורית בארה"ב
7	(א) SEC Industry Guides
8	(ב) סעיף 102 של ה-S-K
8	המסגרת הרגולטורית באיחוד האירופי
8	(ג) Regulation (EU) 2017/1129 ו-Commission Delegated Regulation (EU) 2019/980
9	(ד) ESMA
10	(ה) Directive 2013/34/EU
10	ה. בחינת חלופות
10	(1) המבחנים לסיווג פרויקטים של נדל"ן יזמי לפי רמות שונות של מהותיות:
12	(2) הגדרת ספי מהותיות ומתכונת הגילוי על אודות פרויקטים לפי סיווגם לרמות מהותיות שונות:
14	(3) גילוי בדבר רווחיות כלכלית צפויה:
17	(4) שיעור שיווק משמעותי
19	(5) מידע כספי תחזיתי על אודות פרויקטים שלא הגיעו לשלב של שיווק משמעותי:
22	(6) קביעת מדרג סטטוס תכנוני
23	(7) הצגת חישוב העודפים הצפויים בנכסים בעירוב שימושים
25	שינויים מוצעים נוספים במתכונת הגילוי
26	ו. שיתוף הציבור
26	1. הערות הציבור העיקריות שמוצע לקבל
32	2. הערות הציבור העיקריות שמוצע לדחות
34	3. שינויים נוספים שבוצעו בטיטוט המדריך
36	ז. הצעת החלטה

מצורפים לדוח הערכת השפעות אסדרה סופי זה, המסמכים שלהלן:

- ☒ טיוטת נוסח המדריך המוצע לאחר הטמעת הערות הציבור, כנספח א' למסמך זה.
- ☒ טבלת הערות הציבור והתייחסות הרשות אליהן, כנספח ב' למסמך זה.

א. רקע

חובות הגילוי הנאות ניצבות בבסיס דיני ניירות ערך ויישומן הוא אבן יסוד בהגנת ציבור המשקיעים, הן בשלב ההנפקה, בו תאגיד מבקש לגייס כספים מהציבור באמצעות הצעת ניירות ערך שלו על פי תשקיף, הן בשלב הדיווח השוטף, בו מפרסם התאגיד שניירות הערך שלו מוחזקים בידי הציבור דיווחים שונים, ובהם הדוחות השנתיים והרבעוניים או חצי-שנתיים.

סעיף 21(א) לחוק ניירות ערך קובע כי רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") תיתן היתר לפרסום תשקיף אם נחה דעתה כי נתקיימו בטיטות התשקיף הוראות החוק ודרישות הרשות על פיו. במהלך בדיקת התשקיף דורשת הרשות מתאגיד המבקש לפרסם את התשקיף לכלול פרטי גילוי שונים בהתאם לסעיף 20 לחוק ניירות ערך. בהקשר זה, רשאית הרשות לדרוש מן המציע לכלול בתשקיף גילוי נרחב של דברים אם היא סבורה שבנסיבות העניין הם חשובים למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות הערך המוצעים.

אף שבעניינים רבים קיימות הוראות גילוי ספציפיות, האופי המגוון והדינאמי של פעילות עסקית מוביל לכך שהגילוי הנדרש משתנה מחברה לחברה, ובפרט ניתן לראות הבדלים בגילוי הניתן על-ידי חברות הנמנות על ענפי פעילות שונים. כך, הגילוי הנדרש בענפי הגז והנפט, הפיננסים, הנדל"ן, הקמעונאות או ההייטק, הנו מטבע הדברים שונה מאוד בכל ענף וענף. לשם המחשה, בענף הנדל"ן להשקעה הגילוי מתמקד במידע אודות הביצועים התפעוליים ואף מרחיב את הגילוי בנוגע לנכסים מניבים שהינם מהותיים ומהותיים מאוד ביחס לתוצאות פעילות החברה, בעוד שבענף הביומד ניתן גילוי רב אודות הקניין הרוחני של החברה. על הצורך בגילוי מותאם לענפי פעילות שונים עמדה ועדת ברנע בזמנו, ואף סגל הרשות הקדיש לכך תשומות רבות במהלך השנים.¹

חוק עקרונות האסדרה, התשפ"ב-2021, מתייחס בהגדרת "אסדרה" להוראה הקובעת כלל התנהגות שהוא בעל אופי כללי, שמתקיימים בה תנאים שונים, והיא עשויה לכלול הוראה המקבלת תוקף מחייבת בעת הכללתה כתנאי באישור אסדרתי. אף שמתן היתר לפרסום תשקיף אינו נכלל בהגדרת "אסדרה" כאמור בחוק זה, שכן דרישות הגילוי ביחס לתשקיף אינן בעלות אופי כללי, אלא פרטני, ביחס לחברה מסוימת, ועשויות להשתנות מתשקיף לתשקיף, יש קווי דמיון בין דרישות הגילוי המופנות לחברות בעלות פעילות דומה, ובפרט הגילוי הנדרש מחברות הנמנות על אותו ענף פעילות עסקי. זאת ועוד, ובהתאם גם לרוח חוק עקרונות האסדרה, רואה הרשות חשיבות בטיוב ההליך הסדור ביחס למתן היתרי תשקיף והגברת הוודאות הרגולטורית והבהירות ביחס לדרישות הגילוי הנוהגות מעת לעת בבדיקות תשקיפים לשם יצירת אחידות בשוק ההון ובפרט ביחס לכל ענף.

לאור האמור מבקשת הרשות, במסגרת מדריך גילוי ענפי מוצע זה, לשקף דגשים הנוגעים לגילוי הנדרש בדרך כלל על-ידה בעת מתן היתרים לפרסום תשקיפים של חברות בתחום הנדל"ן היזמי.

¹ ראו דוח הוועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו (2001), בעמ' 2 ("דוח ועדת ברנע"). הוראות גילוי ספציפיות לתאגידים מענף הנפט והגז נקבעו בתוספת השלישית לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיטות תשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט-1969, ומכוח חובת הגילוי הכללית המחייבת מסירת מידע רלבנטי למשקיע התפתחו פרקטיקות גילוי לענפים שונים בהתאם למאפייניהם; ראו גם דוח הביניים של הוועדה לבחינת דרישות הגילוי בדוחות עיתיים ומיידיים ("ועדת חמדני") (דצמבר, 2025), אשר התמקד בהוראות הגילוי החלות על כלל התאגידים המדווחים, אך ולא בסקטורים מסוימים או בנושאים ספציפיים, כגון גילוי ענפי.

השאפה היא כי מדריך זה, לצד מדריכי גילוי ענפיים בתחומים נוספים שמתכננת הרשות לפרסם בהמשך, יתעדכנו מעת לעת, ויתבססו על הניסיון המצטבר של סגל הרשות בבדיקת הגילוי הניתן על-ידי תאגידים בתשקיפים ודרישותיו ביחס אליהם.

בנוסף להגברת הוודאות הרגולטורית והבהירות ביחס לדרישות הגילוי הנוהגות, מדריך גילוי ענפי נועד לסייע לסגל הרשות בהפעלת סמכויות הגילוי שלו בעת בדיקת תשקיפים, ולשפר באופן זה את השיטתיות, האחידות ויעילות בדיקת התשקיפים של חברות בעלות מאפייני פעילות עסקית דומים. באופן זה המדריך ופרסומו לתאגידים ולציבור המשקיעים מתיישבים היטב עם העקרונות שנקבעו בהנחיית היועץ המשפטי לממשלה בעניין הנחיות מינהליות של רשות ציבורית.² במסגרת הנחיה זו, כמו גם בפסיקת בתי המשפט, הוכרה חשיבותם של מסמכים כגון המדריך המוצג להלן, כמכשיר חשוב של מינהל תקין, שגלומים בו יתרונות רבים מבחינת הרשות, האזרח, ושלטון החוק.

הדגשים המפורטים במדריך זה אינם הוראות גילוי מחייבות. בהתאם, אין לראות בהם פריטי גילוי המתחייבים ביחס לכל תאגיד (גם אם הוא נמנה על הענף האמור); אין לראות בהם פריטי גילוי הממציים את החובה למסור כל מידע שעשוי להיות חשוב למשקיע סביר; אין לראות בהם תחליף לבחינה המעמיקה שעל כל תאגיד לבצע לשם קביעת הגילוי הנדרש מצידו בהתאם להוראות הדין; ואין להסיק מהם כי ישקפו או ימצו דרישות גילוי שעשויות להיות לסגל הרשות בעת בדיקת תשקיפים. יש לראות אם כן בדגשים המפורטים במדריכי הגילוי הענפיים כלי עזר המנחה את סגל הרשות בעת בדיקת תשקיפי חברות בענף הנדל"ן היזמי, ובהתאמה יכול לשמש את התאגידים בהכנת התשקיפים בענף הנדל"ן היזמי ולאפשר להם לטייב את הגילוי הנכלל במסגרתם.

ב. מידת הפירוט של הדוח (היקף ה-RIA)

בעשור האחרון חלו שינויים מהותיים הן בתקינה החשבונאית הבינלאומית (IFRS) והן במבנה ובדינמיקה של שוק הנדל"ן היזמי לצד שינויים בסביבת הריבית. מגמות אלו מציבות אתגרים חדשים בפני התאגידים והמשקיעים כאחד. לנוכח מציאות זו, סגל הרשות מצא לנכון לבחון מחדש את מסגרת הגילוי הענפי בתשקיפים בתחום הנדל"ן היזמי כדי להתאימה לצרכים העדכניים של המשקיעים ושל שוק ההון בישראל, וזאת על דרך של גיבוש מדריך ענפי אחוד בתחום הנדל"ן היזמי. מהלך זה צפוי לאפשר הבנה רחבה יותר של הביצועים התפעוליים של התאגידים המדווחים בענף, לייצר השוואתיות טובה יותר בין חברות הפועלות בענף באמצעות יצירת גילוי אחיד ולספק למשקיעים כלים אפקטיביים לניתוח החוסן הפיננסי ופוטנציאל הצמיחה של התאגידים העוסקים בענף. בנוסף, מהלך זה יסייע למשקיעים להעריך באופן מושכל את הסיכונים וההזדמנויות הגלומים בפעילותם.

יודגש כי כבר כיום תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיטוט תשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט–1969 (להלן: "התקנות" או "תקנות פרטי תשקיף"), ובפרט התוספת הראשונה, קובעות את מתכונת העריכה של התשקיף. ואולם, התקנות לא מציגות דרישות גילוי ספציפיות המותאמות לכל ענף פעילות, ולכן מתפתחת פרקטיקת גילוי שונה בנוגע לכל ענף. פרקטיקה זו מבוססת בין היתר על

² "הנחיות מינהליות" - הנחיית היועץ המשפטי לממשלה מס' 1.0002.

דרישות הגילוי של הרשות במסגרת בדיקות תשקיפים. מצב זה מצריך גיבוש של דגשי גילוי במטרה להנחות את סגל הרשות לבצע בדיקות תשקיף רלבנטיות, עקביות, אחידות ויעילות ככל הניתן, ולתת מענה הן למאפיינים הייחודיים של הענף והן לשינויים שחלו בו בעשור האחרון.

מדריך הגילוי צפוי להשפיע מטבע הדברים הן על התאגידים המדווחים והן על המשקיעים. ביחס לתאגידים המדווחים, יישום הנחיות הגילוי עשוי לחייב התאמות מסוימות לעומת הגילוי הניתן כיום, באופן הכרוך במשאבים ובעלויות. מאידך, בהינתן שבמסגרת בדיקת התשקיף ומתן ההיתר לפרסומו נדרשים התאגידים ממילא על-ידי רשות ניירות ערך לפרסם כל מידע העשוי להיות חשוב למשקיע הסביר, אין מדובר בהכרח בתוספת גילוי. כפי שיפורט להלן, כבר כיום ניתן גילוי משמעותי בתשקיפי נדל"ן יזמי, הכולל בין היתר מידע איכותי וטבלאי, מצרפי ופרטני, ביחס לכלל הפרויקטים של החברה, גם לגבי אלה שאינם בעלי תרומה משמעותית לשווי החברה או לתוצאותיה הפיננסיות במישור ניתוח פעילות החברה, כאשר היקף הגילוי המוצע במדריך מצמצם ומטייב את המידע הקיים כיום, ולכן צפוי להקל על התאגידים המדווחים. כמו-כן, ריכוז דגשי הגילוי הענפי תחת מסמך אחד, צפוי להקל על התאגידים המבקשים להנפיק ניירות ערך בדרך של מתן ודאות מוגברת וצמצום העלויות הכרוכות ביישום הנחיות הגילוי וקיצור משמעותי של תהליך בדיקת התשקיף לשם קבלת היתר הרשות לביצוע ההנפקה. ביחס למשקיעים, פעולה בהתאם למדריך הגילוי צפויה לספק כלים אנליטיים משופרים לניתוח ביצועים תפעוליים, למקד את המידע בדוחות במידע מהותי ברמת החברה, להעניק תמונה רוחבית ושלמה יותר על המצב הכולל של החברה, ולשפר את ההשוואתיות בין חברות בענף והיכולת לקבל החלטת השקעה מושכלת.

בשים לב לכך שהגילוי בתשקיפי חברות נדל"ן יזמי מבוסס כבר כיום על גילוי פרויקטאלי, בין היתר בפירוט טבלאי, הליך ה-RIA שנווה לגיבוש המדריך יתמקד במספר סוגיות מהותיות לגבי היקף הגילוי בתשקיפים, בדגש על הגילוי ביחס לפרויקטים מהותיים של חברות נדל"ן יזמי.

ג. מתכונת הגילוי הנוכחית בתשקיפי נדל"ן יזמי והצורך במדריך הגילוי

למעלה מחמישית מהתאגידים המדווחים בישראל עוסקים בענפי הנדל"ן לסוגיהם. מקרב אלה מהווים התאגידים העוסקים בתחום הנדל"ן היזמי חלק נכבד. לנוכח האופי העסקי של פעילות הנדל"ן היזמי וכללי החשבונאות המיוחדים החלים על פעילויות אלה התפתחה פרקטיקה בנוגע לגילוי הניתן לתיאור תחום פעילות הנדל"ן היזמי במסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד. פרקטיקה זו נשענת, בין היתר, על דרישות שהופנו לתאגידים במהלך בדיקות תשקיף, על טיוטת תקנות בנושא הנדל"ן היזמי אשר פורסמה על-ידי הרשות לראשונה ב-2014 להערות הציבור, ולאחר מכן עודכנה בשנת 2016,³ ועל עמדות סגל פרשניות ושאלות ותשובות שפרסמה הרשות לאורך השנים במטרה להבהיר מהן דרישות הגילוי המהותיות לעמדת הרשות בתחום.⁴ כמו-כן, התקינה החשבונאית

³ הצעת חקיקה לתיקון תקנות ניירות ערך בנוגע לפעילות בתחום הנדל"ן היזמי, פברואר 2016 (להלן: "הצעת החקיקה").

⁴ כדוגמת שאלות ותשובות של סגל רשות ניירות ערך – שו"ת מס' 104-24, שו"ת מס' 105-21, שו"ת מס' 105-20 ושו"ת מס' 105-36, כמו גם עמדות סגל חשבונאיות מס' 11-5 ו-22-1.

קובעת כללי טיפול חשבונאי אשר העקרונות הגלומים בהם מתווים את הטיפול החשבונאי הנוגע לנדל"ן מניב ונדל"ן יזמי בדוחות הכספיים, באופן המשליך על אופי הגילוי של חברות בענף.

במסגרת פרקטיקת הגילוי הקיימת נכלל בדיווחי התאגידים מידע נרחב ביחס לפעילותם. על דרך הכלל, הגילוי ניתן באופן טבלאי ומפורט, בהתבסס על הפרמטרים המקובלים בענף אשר משמשים את המשקיעים לצורך הבנת עסקי התאגיד ופעילותו לצד הפוטנציאל הכלכלי הגלום בפרויקטים שלו. כך למשל, במסגרת מתכונת זו מוצג מידע מגוון ביחס לפרויקטים, הכולל נתונים בדבר היקפי בנייה ושיווק, אומדני הכנסות צפויות, עלויות צפויות, רווח גולמי צפוי, תקבולים, מקדמות ותשלומים צפויים אופייניים לענף, מצב תכנוני של הפרויקטים, שעבודים קיימים על נכסי הפרויקט או נכסי החברה לטובת הפרויקטים, וכן עודפים צפויים למשיכה. כמו כן, מתכונת גילוי זו משקפת כבר עתה את עקרון המהותיות, אם כי באופן שאינו מיטבי, כפי שיורחב בהמשך. כך, המידע הנמסר כיום על ידי חברות בענף הנדל"ן היזמי מדורג בעיקרו לשתי רמות מהותיות – פרויקטים "מהותיים מאוד" ופרויקטים "שאינם מהותיים מאוד", כאשר קיים שוני מסוים בין דרישות הגילוי בעניינם. ואולם, המבחנים המקובלים היום להגדרת מהותיות הפרויקט מביאים בפועל לסיווגם של פרויקטים רבים כפרויקטים מהותיים מאוד, וכתוצאה מכך כבר היום נמסר גילוי מפורט ביותר לגבי פרויקטים רבים, לרבות כאלה שתרומתם לשווי החברה או לתוצאותיה הפיננסיות עשויה להיות שולית לניתוח פעילות החברה.

על אף המידע הרב הניתן מכוחם של מקורות הגילוי שצוינו לעיל, מתכונת הגילוי בענף עדיין אינה אופטימלית:

- ראשית, חוסר השילוב של מקורות הגילוי לכדי מקור אחיד ומובנה גורר פיזור של נתונים, אשר במהותם רצוי היה שיקובצו יחדיו. הדבר גורר כפילות מיותרת וקושי בהבחנה בין עיקר לטפל. כך למשל, הגילוי בנוגע לפרויקטים בתחום ההתחדשות העירונית (תחום שחוה צמיחה משמעותית בשנים האחרונות על רקע מיעוט קרקעות זמינות לבניה באזורי ביקוש וכניסת שחקנים חדשים הפועלים בתחום הנדל"ן היזמי), התפתח עם השנים וסגל הרשות פרסם לפיכך עמדות, שנועדו למקד היבטים מסוימים של הדיווח לפי התקנות למידע חיוני למשקיע באופן המשקף את מידת בשלות הפרויקט והערכת הסיכונים הגלומים בו, תוך הבחנה בין עיקר לטפל.⁵
- שנית, מודל הגילוי בתקנות פרטי תשקיף לא מותאם לענפים ספציפיים, ובכלל זה לענף הנדל"ן היזמי. עולה צורך לפיכך בגילוי ביחס למדדים ענפיים מקובלים שונים, ובכלל זה נתונים מצרפיים מותאמים לעסקי החברות בענף, שמטרתם לאפשר ניתוח של פעילות החברות. גילוי זה ניתן מכוח הדרישה הכללית למידע שעשוי להיות חשוב למשקיע הסביר. עובדה זו מצטרפת לכך שבשנים האחרונות התרחשו שינויים משמעותיים בתקינה החשבונאית הבינלאומית (IFRS),⁶ במבנה שוק הנדל"ן היזמי ובסביבת הריבית, והכל

⁵ ראו למשל, שו"ת מס' 105.21.

⁶ כך למשל, בחודש ינואר 2018 נכנס לתוקף תקן IFRS 15 ששינה את מודל ההכרה בהכנסה מחוזים עם לקוחות בדוחות הכספיים, כאשר אחד הענפים שהושפעו משמעותית משינוי זה, מטבע הדברים, היה ענף הנדל"ן היזמי – באחת חל שינוי במודל ההכרה בהכנסה ממכירת דירות במועד העברת הסיכונים והתשואות בהתאם להוראות תקן חשבונאות

כאשר שוק הנדל"ן היזמי בישראל הטרוגני וכולל פרויקטים מגוונים המשקפים מודלים עסקיים שונים – כל סוג של פרויקט מתאפיין בפרופיל סיכון, תזרים מזומנים ורווחיות ייחודיים משלו. מצב זה מגביר את הצורך במדריך גילוי לענף זה.

- **שלישית**, למרות המאמץ לבדוק תשקיפים של תאגידים בענף באופן אחיד, ניכר כי יש מקום לשיפור. לשם המחשה, קיימת שונות משמעותית באופן הצגת הנתונים ביחס לפרויקטים של התחדשות עירונית, וזאת ביחס לפרויקטים המצויים בשלב ההחתמות, טרם הגעה לשיעור ההסכמות הנדרש על פי דין.
- **רביעית**, דומה כי יש מקום לפשט את הגילוי ולצמצם בעיה של עודף מידע. כך למשל, חברות בענף מציגות מידע מפורט ביחס לכל הפרויקטים של החברה, לרבות כאלה שתרומתם לשווי החברה או לתוצאותיה הפיננסיות עשויה להיות שולית לניתוח פעילות החברה. מצב זה יוצר מידע עודף שאינו רלוונטי, ואינו עולה בקנה אחד עם עיקרון המהותיות.

לנוכח מציאות זו, נערכה בחינה מחדש של הגילוי בתשקיפים בתחום הנדל"ן היזמי במטרה להתאימו לצרכים העדכניים של המשקיעים ושל שוק ההון בישראל. בחינה זו כללה בין היתר דיונים פנימיים רבים על רקע הניסיון שנצבר ברשות בבדיקת תשקיפי נדל"ן יזמי ומפגשים עם חברות נדל"ן יזמי וגורמים המלווים אותם בהנפקות. בחינה זו העלתה כי יש צורך בפרסום מדריך גילוי ענפי, אשר ייתן פומבי תחת מקור אחד לדרישות הגילוי שהרשות נוהגת להציג כבר כיום לחברות הפועלות בתחום הנדל"ן היזמי בעת בדיקת תשקיפים. פרסום מדריך כאמור נחוץ גם ככלי עזר עבור הרשות בבואה לבדוק תשקיפי נדל"ן יזמי וכפועל יוצא יטיב את מתכונת הגילוי הקיימת כיום וייתן מענה לליקויים המתוארים לעיל.

במסגרת הכנת מדריך הגילוי הענפי, שכאמור מאגד את דרישות הגילוי שהרשות נוהגת כבר כיום להציג לחברות הפועלות בענף הנדל"ן היזמי בעת בדיקת תשקיפים, נערכה גם בחינה של חלק מדרישות הגילוי לגופן, לגביהן זוהה שיש לקיים חשיבה מחודשת על מנת שהמידע שיפורסם למשקיעים בענף יהיה מידע מלא, שלם ומהותי. **בפרק ה' להלן יוצגו החלופות שנבחנו לגבי אותם דגשי גילוי לצד הסבר מהי החלופה שלעמדת סגל הרשות נותנת את המענה המיטבי לצרכים שזוהו.**

בינלאומי 18 (בדרך כלל במועד מסירת הדירה לידי הרוכש), להכרה בהכנסה ממכירת דירות לאורך התקדמות והשלמת הפרויקט לפי קצב העברת השליטה ללקוח. במקרה כאמור ובמיוחד בחברות הפועלות בענף הנדל"ן היזמי אשר מממנות את פעילותן בעיקר באמצעות מימון זר, בגינו נוצרות להן עלויות מימון, עלתה השאלה בקשר להוון עלויות אשראי כחלק מעלויות הדירות הנבנות, כך שלאור המעבר להכרה בהכנסה ממכירת דירות לאורך זמן, הדירות הנמכרות והדירות שטרם נמכרו אינן מהוות "נכס כשיר" לפי IAS 23, ולפיכך אין להוון את עלויות המימון כחלק מעלויות המלאי, אלא יש לזקוף אותן לדוח רוה"ס כהוצאה בתקופה. כתוצאה מכך, הוצאות המימון כאמור אינן נכללות עוד בעלות הפרויקט ובחשוב הרווח הגולמי, אותו מציגות החברות כפרמטר שאמור להציג את הרווחיות של הפרויקט לאורך הדרך. שינוי זה יצר פער מהותי בין הרווח הגולמי המוצג בגין כל פרויקט בהתאם לדוחות הכספיים לבין הרווח הכלכלי הכולל של הפרויקט שאמור לשקף את הרווחיות הכוללת של הפרויקט, בפרט לאחר עליית שיעור הריבית בשלוש השנים האחרונות, שכן הרווח הגולמי אינו משקף עוד את מלוא עלויות המימון הכרוכות בהקמת הפרויקט. למעשה, ניתן לטעון כי זו אחת הסיבות המרכזיות לכך שמדד הרווח הגולמי בענף הנדל"ן היזמי התרחק מהתוצאה הכלכלית של הפרויקט, דבר המחזק את הצורך בעדכון הוראות הגילוי בענף כך שישפיקו למשקיעים תמונה מלאה יותר על רווחיות הפרויקטים ועל השפעת רכיבי המימון על תוצאות הפעילות.

יוער כי הנושא מופיע בתוכנית האסדרה השנתית של הרשות הן לשנת 2025 והן לשנת 2026, וזאת בהתאם להוראות חוק האסדרה, התשפ"ב–2021.

ד. סקירה בינלאומית

מסקירת הדין הבינלאומי עולה כי לא קיימת אסדרה מחייבת בעניין פרטי תשקיף המותאמים לענף הנדל"ן היזמי באופן ספציפי. ואולם, נמצאו מקורות שונים, בין שאימוצם מנדטורי ובין שהוא וולונטרי, המתווים עקרונות ופרטי גילוי המתייחסים לתחום הנדל"ן בכלל (למשל, נדל"ן להשקעה/מניב) והמשמשים בפועל גם חברות בתחום הנדל"ן היזמי במסגרת התשקיף והדיווחים התקופתיים. עוד מסקירה מדגמית של דיווחי חברות מוכרות בחו"ל בענף הנדל"ן היזמי,⁷ נמצא כי נהוגות פרקטיקות גילוי מקובלות בתחום הנובעות מאופיים הייחודי של הפרויקטים שבליבת עיסוקן של החברות בענף.

במהלך גיבוש המדריך, הסגל שאב השראה מההסדרים והפרקטיקות שנסקרו, כגון המדדים המדווחים בקשר לענף הנדל"ן בכללותו ואופן הצגתם בדוחות, וזאת כחלק מבחינת החלופות הנכללות במסמך זה. לצד זאת, יוער כי אף שהסגל לא מצא אסדרה אחודה ומרוכזת הדומה לזו המוצעת במדריך, מכלול הגילויים הנדרשים בדין, בתקינה החשבונאית הבינלאומית ובפרקטיקות הגילוי בענף – מצביעים על היתרון בריכוז דגשי הגילוי תחת מקור אחד על מנת להקל על הסגל והתאגידים כאחד וכדי לחזק את יכולת ההשוואה בין חברות בענף.

המסגרת הרגולטורית בארה"ב

כאמור, מסקירת הדין בארה"ב עולה כי אין מקור אסדרה אחוד המרכז את דרישות הגילוי לענף הנדל"ן היזמי, ולמעשה עקרונות והנחיות גילוי החלים על תחום הנדל"ן (בין יזמי ובין מניב/להשקעה) מפוזרים במקורות שונים. להלן יובאו מספר דוגמאות להסדרים למקורות המענגים הסדרי גילוי רלוונטיים שרלוונטיים לענף הנדל"ן בכלל, ולענף הנדל"ן היזמי בפרט.

(א) SEC Industry Guides

רשות ניירות ערך האמריקאית (ה-SEC) פרסמה מדריכי גילוי ענפיים (SEC Industry Guides) שעסקו בגילוי במספר ענפים ובהם ענף הנדל"ן "Preparation of Registration" – Guide 5 ("Statements Relating to Interests in Real Estate Limited Partnerships").⁸ המדריך הוא מסמך משלים לתקנות S-K שקובעות את דרישות הגילוי הכלליות לחברות ציבוריות בארצות הברית. המדריך אינו מחייב מבחינה משפטית, אלא משמש כמסמך מנחה, כאשר לרוב חברות נוהגות לדבוק בהנחיותיו. המדריך מונה היבטים שעל הגוף המדווח להתייחס אליהם במסגרת

⁷ למשל: HELMA Eigenheimbau AG, Instone Real Estate Group SE, CBRE

⁸ U.S. Sec. & Exch. Comm'n, *Industry Guides* (להלן: "מדריך ה-SEC").

<https://www.sec.gov/about/forms/industryguides.pdf>. יצוין כי המדריך רלוונטי בעיקר לתשקיף הנפקה, אך ניתן לעשות שימוש בעקרונות המנחים גם בדיווחים התקופתיים – דוחות שנתיים ורבעוניים. המדריך מיועד לשותפויות מוגבלות ולנאמנויות שמשקיעות בנדל"ן. ראו Div. of Corp. Fin., U.S. Sec. & Exch. Comm'n, CF Disclosure Guidance: Topic No. 3—Staff Observations in the Review of Promotional and Sales Material Submitted Pursuant to Securities Act Industry Guide 5 (Dec. 19, 2011) <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/cfguidance-topic3.htm>

הגילוי, ובהם: אופן השימוש בכספי ההנפקה לרבות החלוקה בין רכישת נכסים, עלויות פיתוח, הון חוזר ועמלות;⁹ יעדי ההשקעה, ובכלל זה אופי הנכסים המיועדים לרכישה ומיקומם הגיאוגרפי;¹⁰ גילוי של גורמי סיכון מהותיים, ובהם סיכונים הקשורים לבנייה באזורים הכפופים לתקנות סביבתיות, בעלות על נדל"ן וסיכוני "מינוף";¹¹ ביחס להשקעות בנדל"ן, המדריך קובע כי יש לציין סיכונים הקשורים לנכסים ספציפיים, כגון גורמים תחרותיים ורגולציה על שכר דירה. במידה שקיימת סבירות גבוהה לכך שכספי ההנפקה ישמשו לרכישת נכס ספציפי, יש לתאר את הנכס במסגרת הגילוי.¹²

(ב) סעיף 102 של ה-S-K

היבט נוסף במסגרת כללי הגילוי הרלוונטיים לחברות נדל"ן הוא סעיף 102 לתקנות S-K.¹³ סעיף 102 קובע חובת גילוי ביחס לנכסיה העיקריים של החברה, לרבות ציון הקשר למגזר פעילות מסוים והבהרה אם הנכסים כפופים לשעבודים או למגבלות בעלות. בהתאם להנחיות ה-SEC, על הגילוי כאמור לכלול הקשר מספק על מנת שמשקיעים יבינו האם הנכסים נאותים ומנוצלים ביעילות. כמו כן, על החברה להעריך אם נכסיה מהותיים תוך הבאה בחשבון של שיקולים כמותיים ואיכותיים.

המסגרת הרגולטורית באיחוד האירופי

מסקירת הרגולציה החלה באיחוד האירופי עולה כי גם שם לא קיימת אסדרה אחודה העוסקת בפרטי תשקיף ייעודיים לענף הנדל"ן היזמי באופן ספציפי. יחד עם זאת, ובדומה למצב בארה"ב, במסגרת הדין האירופי נמצאו מקורות נורמטיביים שונים הכוללים רכיבי גילוי ועקרונות הצגה ספציפיים ומוגדרים ביחס לפעילות בתחום הנדל"ן. נוסף על כך, קיימות דרישות גילוי כלליות, שאינן ייחודיות לענף זה, ואשר מיושמות בפועל על ידי חברות נדל"ן תוך התאמתן למאפייני פעילותן. יישום דרישות הגילוי הספציפיות הקיימות, בצד יישום הדרישות הכלליות על פעילות נדל"ן, הביאו לגיבוש פרקטיקות גילוי מקובלות בחברות נדל"ן הנובעות ממאפייניהן הייחודיים. במסגרת פרקטיקות אלו נהוג, בין היתר, להציג נתונים המתייחסים להשפעת תנאי ריבית ומימון, סיכונים ייחודיים לשוק הדיור או לשוק המסחרי, עלויות פרויקט מותאמות, היקפי מכירות, וכן מדדי ביצוע (KPIs) ומדדים תפעוליים נוספים, כגון היקף חוזי מכר חתומים, מלאי יחידות זמינות למכירה, היקף היתרי בנייה חדשים, ופילוח פורטפוליו הפרויקטים בהתאם לשלבי התקדמותם.¹⁴ להלן יובאו דוגמאות להסדרים ורכיבי הגילוי שנמצאו רלוונטיים לענף הנדל"ן היזמי.

(ג) Commission Delegated Regulation (EU) 2017/1129 ו- Regulation (EU) 2019/980

Regulation (EU) 2017/1129 היא המסגרת הנורמטיבית המרכזית החלה על פרסום תשקיפים באיחוד האירופי, וקובעת את העקרונות הכלליים לעניין פרסום תשקיף בעת הצעת ניירות ערך

⁹ מדריך ה-SEC, לעיל ה"ש שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת, בעמ' 6.

¹⁰ מדריך ה-SEC, לעיל ה"ש שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת, בעמ' 12-13.

¹¹ מדריך ה-SEC, לעיל ה"ש שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת, בעמ' 4-5 ובעמ' 14.

¹² שם.

¹³ 17 C.F.R. § 229.102 (2025), <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/229.102>.

¹⁴ יצוין כי תיאורים אלו משקפים פרקטיקות שנמצאו בדיווחי חברות, ואינם מהווים רשימה ממצה של כלל רכיבי הגילוי האפשריים.

לציבור.¹⁵ מכוח רגולציה זו הותקנה תקנה משנה משלימה ומחייבת – "Commission Delegated Regulation (EU) 2019/980" (להלן: "תקנה 2019/980")¹⁶ – הקובעת באופן מפורט את מבנה התשקיף ותוכנו. בין רכיבי הגילוי הכלליים שנקבעו בתקנה 2019/980 ניתן למנות, בין היתר, גילוי בדבר השקעות מהותיות שבוצעו או מצויות בביצוע,¹⁷ לרבות פיזור גיאוגרפי ושיטת מימון;¹⁸ גילוי בדבר מגמות ידועות או אי-ודאויות מהותיות;¹⁹ וכן תקציר של חוזים מהותיים שאינם במהלך העסקים הרגיל.²⁰ נוסף על כך, תקנה 2019/980 מקנה לרשויות המקומיות סמכות לדרוש מידע נוסף ביחס למנפיקים מומחים ("specialist issuer"). מדובר במנפיקים שעוסקים בתחומי פעילות ייחודיים ואשר נדרש מידע נוסף לצורך הבנה מלאה של ניירות הערך המוצעים, כאשר חברות נדל"ן נחשבות למנפיק מומחה.²¹ בהתאם לסמכות כללית זו, הרשויות רשאיות לנקוט גישה מידתית ולדרוש מידע מותאם לאופי הפעילות.²²

(ד) ESMA

בהנחיות הגילוי של ה-ESMA,²³ המשמשות כמקור פרשני משלים ליישום חובות הגילוי הקבועות בדין האירופי המחייב, נקבעו הוראות ייעודיות ביחס לחברות נדל"ן, אם כי נדל"ן מניב/להשקעה.²⁴ כך, במקרים מסוימים של הנפקות של חברות הפעולות בתחום הנדל"ן להשקעה, עשויה להידרש הסתמכות על הערכת שווי חיצונית, כאשר בתשקיף ניתן לכלול דוח מקוצר של הערכת השווי.²⁵

¹⁵ Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the Prospectus to Be Published When Securities Are Offered to the Public or Admitted to Trading on a Regulated Market, and Repealing Directive 2003/71/EC, 2017 O.J. (L 168) 12. יצוין כי מדובר ברגולציה החלה באופן ישיר על המדינות החברות ואשר אינה דורשת הטמעה בדין המקומי. המדינות החברות אינן רשאיות לסטות מהוראותיה, אלא במקומות בהם הותר להן שיקול דעת להסדרה משלימה ברמה הלאומית.

<https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj/eng>

¹⁶ Commission Delegated Regulation (EU) 2019/980 of 14 March 2019 supplementing Regulation (EU) 2017/1129 as regards the format, content, scrutiny and approval of the prospectus, 2019 O.J. (L 166) 26, https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2019/980/oj

¹⁷ שם, Annex 1, Item 5.7.1.

¹⁸ שם, Annex 1, Item 5.7.2.

¹⁹ שם, Annex 1, Item 10.2.

²⁰ שם, Annex 1, Item 20.1.

²¹ שם, ראו את נוסח Article 39: "Competent authorities may require additional information to be included in the prospectus based on the activities of the specialist issuers falling under one of the categories set out in Annex 29. in Annex 29. ; ראו גם את רשימת המנפיקים המומחים ב-Annex 29. מדובר בנספח שקובע מי מוגדר כ"specialist issuer" (מנפיק מומחה) עליו חלות הוראות מיוחדות כאמור, ובכלל זה "Property companies".
²² שם, ראו מתוך דברי ההסבר בעמ' 3: "Competent authorities should therefore be able to take a proportionate approach and require, where appropriate, that those specialist issuers include in the prospectus specific and adapted information about those activities that goes beyond the information required from non-specialist issuers."

²³ ESMA, ESMA update of the CESR recommendations – the consistent implementation of Commission Regulation (EC) No 809/2004 implementing the Prospectus Directive, ESMA/2013/319 (2013), §§ 128–130, available at: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-319.pdf> (להלן: "הנחיות ה-ESMA").

יצוין כי לאחרונה נכנסו הנחיות גילוי חדשות תחת ה-Prospectus Regulation שהחליפו ברובם את המלצות CESR, אך ההמלצות הנוגעות לחברות נדל"ן ממשיכות לחול. ראו מתוך ההודעה באתר בקישור שלהלן: <https://www.esma.europa.eu/issuer-disclosure/prospectus>

²⁴ הנחיות ה-ESMA, לעיל ה"ש 23, §129. ההנחיות מגדירות חברות נדל"ן כמנפיקים שעיקר פעילותם הוא החזקה ישירה או עקיפה בנכסי מקרקעין, פיתוח נכסים להשכרה והחזקתם כהשקעה, או רכישה ופיתוח נכסים לצורך החזקה כהשקעה.

²⁵ שם, §128. באשר לתוכן דוח ההערכה, §130 להנחיות קובע דרישות מפורטות, ובכללן: הדוח יוכן על ידי מומחה בלתי תלוי, יצוין בו מועד בדיקת הנכסים, ייכללו פרטים רלוונטיים לגבי נכסים מהותיים, וכן יינתן הסבר לפערים בין שווי הנכסים בדוח לבין הנתונים המקבילים בדוחות הכספיים האחרונים.

היבט נוסף במסגרת הגילויים הרלוונטיים לחברות ציבוריות, ובכלל זה לחברות נדל"ן, ניתן למצוא בדירקטיבות המשלימות של האיחוד האירופי.²⁶ כך למשל, דירקטיבה Directive 2013/34/EU מסדירה את תוכן הדוחות הכספיים ודוח ההנהלה, וקובעת, בין היתר, כי דוח ההנהלה יכלול סקירה הוגנת של התפתחות עסקי החברה, ביצועיה והסיכונים וגורמי אי-ודאות, וכן מדדים פיננסיים רלוונטיים להבנת הפעילות והסברים משלימים לנתונים בדוחות הכספיים.

ה. בחינת חלופות

להלן תיאור החלופות שנבחנו ביחס לסוגיות עיקריות שעלו במהלך הכנת מדריך הגילוי ונוגעות למתכונת הגילוי הרצויה בתשקיפי חברות נדל"ן יזמי.

(1) המבחנים לסיווג פרויקטים של נדל"ן יזמי לפי רמות שונות של מהותיות:

המבחנים המשמשים כיום לסיווג פרויקטים לפי רמות מהותיות כוללים מספר מבחנים חלופיים – מבחן ההכנסות השנתיות הממוצעות הצפויות (10% מסך ההכנסות של התאגיד), מבחן הרווח הגולמי הצפוי שטרם הוכר (10% מההון העצמי של התאגיד) ומבחן יתרת המלאי (10% מסך הנכסים של התאגיד). כמו כן, יכולים להיות מבחנים ספציפיים לעניין פרויקט שהוא עתודת קרקע וכן לעניין פרויקט בחברה כלולה או בעסקה משותפת המוצגת בגישת השווי המאזני. לעניין המבחנים לסיווג פרויקט התחדשות עירונית לפי רמות שונות של מהותיות, מיישמת הרשות את לשו"ת 105.21 שפורסם בחודש פברואר 2018, ולפיו ישנם שני מבחנים מצטברים לסיווג פרויקטים של התחדשות עירונית לפי רמות מהותיות השונות – (1) מידת ההיתכנות של הפרויקט; ו-(2) מבחן כמותי אשר מורכב מאותם מבחנים חלופיים המופיעים בהצעת החקיקה – הכנסות שנתיות ממוצעות צפויות, רווח גולמי צפוי שטרם הוכר ויתרת מלאי.

סגל הרשות בחן את המבחנים הקיימים כיום לסיווג פרויקטי נדל"ן לפי רמות מהותיות שונות, והנו בדעה כי קיומם של מספר מבחנים חלופיים לסיווג פרויקטים לפי רמות מהותיות שונות, הוביל לעודף של סיווג פרויקטים כמהותיים מאוד ולכך שהסיווג לא משקף לאשורו את תרומתם היחסית לפעילות החברה.

לאור האמור, סגל הרשות בחן את החלופות הבאות למבחני מהותיות של פרויקטים:

חלופת האפס – הותרת המצב הקיים על כנו:

לפי חלופה זו מבחני המהותיות הנהוגים כיום ימשיכו לשמש לסיווג פרויקטים של נדל"ן יזמי.

יישום המבחנים הקיימים עלול להוביל לסיווג פרויקטים באופן שאינו משקף את תרומתם היחסית לפעילות התאגיד. סיווג כאמור מוביל לכך שלעיתים היקף הגילוי המוצג על אודות הפרויקטים הוא

²⁶ יצוין כי הדירקטיבות קובעות מסגרת מחייבת, אשר המדינות החברות נדרשות להטמיע בדין המקומי בהתאם לעקרונות שנקבעו בהן. כמו כן, בתי המשפט במדינות החברות באיחוד האירופי נדרשים, ככל הניתן, לפרש את הדין המקומי באופן התואם את הוראות הדירקטיבה.

רחב מדי, כך שהמידע המפורסם על אודות הפרויקטים אינו משקף באופן נאות את תרומת הפרויקטים לפעילות התאגיד בכללותו.

כך למשל, יישום של מבחן הרווח אשר במסגרתו נבחן הרווח הגולמי הצפוי שטרם הוכר ביחס להון העצמי של התאגיד עשוי להוביל במקרים מסוימים, לרוב בקרב תאגידים שבהם ההון העצמי נמוך, לסיווג של פרויקטים רבים כמהותיים מאוד, כך שהיקף הגילוי המוצג עשוי להיות רחב מדי. מנגד, יישום מבחן יתרת המלאי אשר משתנה לאורך חיי הפרויקט ולרוב קטן עם התקדמות הפרויקט, בין אם כתוצאה מהתקדמות בקצב הבנייה ובין אם כתוצאה ממכירת יחידות הפרויקט, עשוי להוביל לכך שפרויקטים יסווגו כלא מהותיים מאוד בתקופות דיווח מסוימות כך שהיקף הגילוי עשוי ללקות בחסר.

חסרון נוסף ביישומם של המבחנים הקיימים כיום הוא חוסר עקביות ואחידות בסיווג הפרויקטים לפי רמות שונות של מהותיות בין תקופות דיווח שונות. כך למשל, יישום מבחן הרווח הגולמי הצפוי שטרם הוכר ומבחן יתרת המלאי עשוי להוביל לסיווג שונה של אותו פרויקט נדל"ן בתקופות דיווח שונות. בהתאם, היקף הגילוי בתקופות הדיווח השונות ישתנה ולא יאפשר רצף מידע אחיד, שלם ועקבי על אודות אותו פרויקט לאורך כל חייו.

לצד החסרונות, היתרון המרכזי בחלופה זו הוא שניתן ביטוי למגוון גדול של חשיפות וסיכונים והוא מונע מצב שבו פרויקט בעל השפעה פוטנציאלית מהותית לא יסווג כמהותי כתוצאה מסיבות שונות כגון: שלב חיי הפרויקט, מאפייני הסיכון שלו והיבטים חשבונאיים שונים. כמו כן, חלופה זו אינה מחייבת שינוי במתכונת הגילוי הקיימת ואינה יוצרת צורך בהיערכות מחודשת מצד התאגידים בטווח הקצר.

חלופה 1 – מבחן ההכנסות השנתיות הממוצעות הצפויות לצורך סיווג פרויקטים בתחום הנדל"ן היזמי לפי רמות מהותיות שונות:

לפי חלופה זו מבחן ההכנסות השנתיות הממוצעות הצפויות ישמש לצורך סיווג פרויקטים של נדל"ן יזמי לפי רמות מהותיות שונות. יובהר כי לעניין סיווג פרויקטים של התחדשות עירונית, ימשיכו לחול שני המבחנים המצטברים – **מבחן ההיתכנות** (השלבים שנותרו עד להוצאת הפרויקט אל הפועל, וזאת בהתחשב במכלול השיקולים הרלוונטיים לעניין זה) ו**המבחן הכמותי**, כאשר האחרון יימדד באמצעות מבחן ההכנסות השנתיות הממוצעות הצפויות. היתרון המרכזי של חלופה זו הוא הסתמכות על מבחן אחד מרכזי וברור לסיווג פרויקטים של נדל"ן לפי רמות מהותיות שונות, באופן שצפוי לפשט ולהגביר את הוודאות והבהירות הן עבור התאגידים והן עבור ציבור המשקיעים, וכן לצמצם את כמות הפרויקטים המסווגים כמהותיים מאוד. מבחן ההכנסות השנתיות הממוצעות הצפויות מאפשר לסווג פרויקטים, גם כאלה בשלבים מוקדמים שטרם הניבו הכנסות, לפי רמות מהותיות באופן שמשקף בצורה הנאותה ביותר מבין המבחנים הקיימים את תרומת הפרויקטים לפעילות התאגיד בכללותו, ללא תלות בשלב בו נמצאים הפרויקטים ובהתאם מוביל להיקף גילוי ראוי על אודות הפרויקטים.

על אף היתרונות המשמעותיים בחלופה זו, עשויים להיות מצבים שפרויקטים יסווגו כמהותיים מאוד לפי מבחן ההכנסות השנתיות הממוצעות הצפויות אך בסופו של דבר יהיו בעלי תרומה שולית ברמת הרווחיות של התאגיד בכללותו בגלל שיעורי רווחיות נמוכים של הפרויקט. עם זאת, סגל הרשות סבור כי המקרים שיישום המבחן יוביל לסיווג לא הולם של פרויקטים הוא מצומצם בהשוואה לסיווג לא הולם כתוצאה מיישום יתר המבחנים הקיימים כיום.

לאחר בחינת החלופות, סגל הרשות סבור כי החלופה של מבחן ההכנסות השנתיות הממוצעות הצפויות לסיווג פרויקטים של נדל"ן יזמי לפי רמות מהותיות שונות – נותנת מענה מיטבי לליקויים שזוהו במצב הקיים.

חלופה זו בעיקר נותנת מענה לחוסר ההלימה הקיימת בין סיווג פרויקטים לפי רמות מהותיות שונות לבין תרומתם לפעילות התאגיד בכללותו, דבר אשר משליך ישירות על היקף הגילוי שתאגידים מציגים לציבור המשקיעים.

לפיכך, החלופה שנבחרה צפויה לשפר את איכות הגילוי ומיקודו במידע מהותי באופן אחיד, ובכך לתרום ליכולת המשקיעים לקבל החלטות השקעה מושכלות.

יוער כי לעניין זה התקבלה הערת ציבור אשר בעקבותיה ראה סגל הרשות לנכון להבהיר כי יש ליישם את מבחן ההכנסות השנתיות הממוצעות הצפויות ביחס לסך ההכנסות המאוחדות של התאגיד בהתאם לדוחות הכספיים. כמו כן, ביחס לפרויקט התחדשות עירונית, סך ההכנסות מהפרויקט יכול גם את ההכנסות המיוחדות לרכיב הקומבינציה.

(2) הגדרת ספי מהותיות ומתכונת הגילוי על אודות פרויקטים לפי סיווגם לרמות מהותיות

שונות:

כיום קיימים שלושה מבחנים חלופיים לסיווג פרויקטי נדל"ן יזמי כאשר יישומם מוביל לתוצאה דיכוטומית: הגדרת הפרויקט כפרויקט מהותי מאוד או כפרויקט שאינו מהותי מאוד, כאשר אין מדרג ביניים. לצד מבחן ההכנסות השנתיות הממוצעות הצפויות מוצע להוסיף הגדרה של "פרויקט נדל"ן יזמי מהותי", כך שפרויקט שההכנסות השנתיות הממוצעות הצפויות ממנו הן 10% ומעלה מסך הכנסות התאגיד יוגדר כפרויקט מהותי מאוד; פרויקט שההכנסות השנתיות הממוצעות הצפויות ממנו הן 5%-10% מסך הכנסות התאגיד יוגדר כפרויקט מהותי; ופרויקט שההכנסות הצפויות ממנו נמוכות מ-5% יוגדר כפרויקט שאינו מהותי.

לפי מתכונת הגילוי הנהוגה כיום, לאחר סיווג הפרויקט נדרשים תאגידים לפרסם מידע פרטני על אודות כל פרויקט נדל"ן בהיקפים שונים כתלות בסיווג הפרויקט וכן לכלול מידע מצרפי על אודות כלל הפרויקטים. מתכונת גילוי זו מובילה להיקף גילוי רחב, גם ביחס לפרויקטים שאינם בעלי

השפעה מהותית, ומעוררת שאלות של יעילות ומידתיות לאור חוסר התאמה בין רמת ההשפעה הכלכלית לבין היקף הגילוי הנדרש.

על כן נבחנו סוג והיקף המידע שתאגידים יפרסמו בנוגע לכל פרויקט בהתאם לסיווג לפי רמות המהותיות השונות, על בסיס החלופות הבאות:

חלופת האפס – הותרת המצב הקיים על כנו:

הקשיים במסירת מידע פרטני על כל פרויקט של נדל"ן יזמי, לרבות פרויקטים שאינם מהותיים, תוארו לעיל. מתכונת גילוי זו מובילה לעודף מידע המקשה על משקיעים ותאגידים כאחד.

חלופה 1 – גילוי פרטני על פרויקטים מהותיים מאוד ומהותיים:

לפי חלופה זו, תאגידים יפרסמו מידע פרטני רק על פרויקטים מהותיים מאוד ופרויקטים מהותיים, כאשר סוג והיקף המידע יהיה בהתאם לרמת המהותיות. בכל הנוגע לפרויקטים שאינם מהותיים לא יינתן גילוי פרטני, אלא יינתן ביטוי במסגרת הגילוי המצרפי שניתן על כלל הפרויקטים.

על מנת לגשר על פערי המידע שעשויים להיווצר כתוצאה מוויתור על גילוי פרטני כאמור בנוגע לפרויקטים שאינם מהותיים, מוצע כי הגילוי המצרפי יכלול את הפריטים הבאים:

פרויקטים בהקמה – הצגת טבלה שתאגד את הנתונים הבאים בקשר עם פרויקטים בהקמה: מספר הפרויקטים בביצוע; מספר יח"ד בפרויקטים בהקמה; מספר יח"ד לגביהן נחתמו חוזי מכר בשנה השוטפת ובמצטבר; היקף ההכנסות הצפויות מפרויקטים בהקמה; הכנסות שבגינן כבר נחתמו חוזי מכר; סך התקבולים בגין חוזים חתומים; יתרת מלאי בספרים המתייחסת לפרויקטים בהקמה; רווח גולמי צפוי כולל מפרויקטים בהקמה ושיעורו; סה"כ מסגרת אשראי מנוצלת בהסכמי ליווי.

עודפים צפויים – הצגת טבלת עודפים צפויים למשיכה בפריסה על פני שנים בהתאם למועד המשיכה החזוי, בהתבסס על ההסכמות החוזיות מול הבנקים.

פרויקטים בתכנון – הצגת טבלה שתאגד את הנתונים בנוגע לפרויקטים בהקמה גם בקשר עם פרויקטים בתכנון שבהם החלה החברה בשיווק משמעותי, וזאת בהתאמות המחויבות. בכל הנוגע לנתונים בדבר היקף ההכנסות הצפויות ורווח גולמי צפוי – אלה יכללו בכפוף לכך שהחברה התחילה בשיווק משמעותי של הפרויקט, או ככל שהחברה בחרה לכלול נתונים תחזיתיים לגביו. נתון תחזיתי לעניין זה הוא מידע על היקף הכנסות צפויות, עלויות צפויות ורווחיות צפויה.

לאחר בחינת החלופות, מוצע לבחור בחלופה של גילוי פרטני על פרויקטים מהותיים מאוד ומהותיים לצד הרחבת הגילוי המצרפי על כלל הפרויקטים.

ויתור על מידע פרטני על אודות פרויקטים שאינם מהותיים יאפשר ריכוז של עיקרי המידע המהותי על אודות פעילות התאגיד והפרויקטים המנוהלים על ידו באופן עקבי. בנוסף, צמצום מספר הטבלאות והנתונים הנדרשים בדוחות צפוי להפחית את המורכבות התפעולית הכרוכה בהכנת הדוחות התקופתיים, אשר כיום מחייבת איסוף, עיבוד והצלבה של נתונים במספר רב של טבלאות. מורכבות זו מגבירה את הסיכון לחוסר עקביות בין טבלאות שונות, לפערים בין נתונים המוצגים במקומות שונים בדוח ואף לטעויות חישוב או הצגה. נוסף על כך, הצגת נתונים מצרפיים במבנה אחיד צפויה לשפר את ההשוואתיות בין התאגידים בענף. בכך, מתכונת גילוי זו תענה על הצורך של המשקיעים במידע מהותי מלא ושלם אשר מוצג בבהירות ובפשטות.

מצד התאגידים המפוקחים, החלופה צפויה להפחית עלויות הנובעות מעיבוד ופרסום מידע ביחס לפרויקטים שוליים, ולייעל את תהליכי ההכנה והבקרה של הדיווחים. בשלב המעבר עשויות להתעורר עלויות הסתגלות, לרבות התאמת מערכות איסוף נתונים ומיפוי הפרויקטים לפי שלבי פעילות. עם זאת, מאחר שהחלופה אינה מוסיפה פריטי מידע מהותיים חדשים הניתנים כיום בתשקיפים אלא משנה בעיקר את אופן הצגתם, הנטל הצפוי מוגבל, במיוחד בשים לב לכך שחלק מהתאגידים המפוקחים מיישמים בפועל מתכונת דומה. כמו כן, בטווח הבינוני והארוך צפויה הפחתה בעלויות.

(3) גילוי בדבר רווחיות כלכלית צפויה:

לפי מתכונת הגילוי הנהוגה כיום אצל תאגידים רבים בענף הנדל"ן היזמי, ניתן גילוי על אודות הרווח הגולמי הצפוי לכל פרויקט נדל"ן יזמי וכן גילוי על הרווח הגולמי הצפוי ברמה המצרפית ביחס לכל פרויקט בהקמה.

במהלך העשור האחרון חלו שינויים מהותיים בתקינה החשבונאית הנוגעת לענף הבנייה למגורים, ובראשם יישום תקן IFRS 15, אשר שינה את מודל ההכרה בהכנסה בפרויקטים יזמיים, וכן חלו שינויים עקב יישום עמדות חשבונאיות שונות, כגון העמדה הנוגעת לאי-היוון עלויות אשראי. שינויים אלה הובילו לכך שמדד הרווח הגולמי, כפי שהוא מוצג בדוחות הכספיים, אינו משקף עוד באופן מלא את הרווח הכלכלי הכולל של הפרויקט מנקודת מבטו של היזם. זאת, בין היתר, משום שעלויות מימון משמעותיות וכן חלק מעלויות השיווק וההוצאות העקיפות אינן נכללות במסגרת הרווח הגולמי של הפרויקט. כתוצאה מכך, עשוי להיווצר פער בין הרווח הגולמי המדווח לבין הרווח הכלכלי הכולל של הפרויקט, פער אשר עשוי להיות משמעותי במיוחד בפרויקטים המאופיינים בהיקפי מימון גבוהים ובסביבת ריבית גבוהה.

פער זה מקשה על המשקיעים להעריך את הרווחיות הכלכלית האמיתית של הפרויקטים, וכן פוגע ביכולת לבצע השוואה בין פרויקטים שונים ובין תאגידים הפועלים בענף. קושי זה מתחדד נוכח העובדה כי מבנה העלויות בענף הנדל"ן היזמי אינו אחיד, וקיימת שונות בין תאגידים בכל הנוגע להיקף העלויות העקיפות, לאופן הקצאתן לפרויקטים שונים ולמדיניות ההעמסה של עלויות הנהלה, שיווק ומימון על הפרויקטים השונים.

במקביל, במסגרת הגילוי נדרשים התאגידים להציג גם את יתרת העודפים הצפויה של הפרויקט. נתון זה משקף למעשה את יתרת המזומנים הצפויה להיוותר בידי היזם בתום הפרויקט, לאחר פירעון כלל ההתחייבויות הקשורות בפרויקט, לרבות מימון בנקאי, עלויות ביצוע והוצאות נוספות. יתרת העודפים הצפויה מהווה אינדיקציה מרכזית לרווח הכלכלי הצפוי ליזם ולתשואה הצפויה על ההון העצמי שהושקע בפרויקט. חישוב העודפים הצפויים מבוסס במקרים רבים על מתודולוגיה מקובלת במערכת הבנקאית במסגרת דוח האפס ודוחות המעקב הנערכים לצורך ליווי פיננסי של פרויקטים, אשר מטרתם לאמוד את תזרים המזומנים הכולל של הפרויקט ואת יתרת המזומנים שתיוותר בתום ביצועו. מתודולוגיה זו מבוססת על כללים אחידים יחסית הנהוגים במערכת הבנקאית, והיא משקפת בצורה טובה יותר את הרווח הכולל של הפרויקט ואת התשואה של היזם ביחס לפרויקט.

בנסיבות אלה, מתחדד הצורך לשקול מתכונת גילוי שתאפשר למשקיעים לקבל מידע המשקף בצורה טובה יותר את הרווחיות הכלכלית של הפרויקט, תוך הסתמכות על עקרונות מנחים אחידים ככל הניתן. על כן, בהתאם לשו"ת 105.36, תאגידים מסרו גילוי על אודות הרווח הכלכלי הצפוי בהתאם לדוח אפס, וזאת ביחס לפרויקטים מהותיים מאוד בלבד, כאשר הרווח הכלכלי הצפוי מחושב בהתאם לעקרונות דוח האפס ומאגד בתוכו את מכלול העלויות הישירות והעקיפות בגין הפרויקטים, לרבות עלויות מימון, עלויות מכירה ושיווק ועלויות הנהלה וכלליות.

במהלך הכנת מדריך הגילוי נבחנו החלופות הבאות בנוגע למתן גילוי על אודות הרווח הכלכלי הצפוי:

חלופת האפס – הותרת המצב הקיים על כנו:

כאמור, לפי מתכונת הגילוי הקיימת תאגידים מפרסמים גילוי על אודות הרווח הכלכלי הצפוי של פרויקטי נדל"ן יזמי מהותיים מאוד. הצורך בפרסום מידע על אודות הרווחיות הכלכלית הצפויה מקורו בפערים הקיימים בין אופן חישוב הרווח הגולמי הצפוי לפי כללי חשבונאות מקובלים לבין אופן חישוב הרווחיות הכלכלית הצפויה של הפרויקטים המקובלת בשוק. בעוד שהרווח הגולמי הצפוי מייצג רק חלק מהעלויות של הפרויקט – אותן עלויות שניתן לזקוף למלאי לפי כללי חשבונאות מקובלים, ולא מייצג עלויות נוספות כגון עלויות שיווק ומימון, הרווח הכלכלי הצפוי של פרויקט מגלם בתוכו את מרבית העלויות המתהוות בגין הפרויקט כגון עלויות שיווק ומימון ולכן מאפשר להציג תמונה מלאה יותר של רווחיות הפרויקט.

יתרון נוסף בפרסום מידע על אודות הרווח הכלכלי הוא שנתון זה מסייע לגשר בין נתון הרווח הגולמי הצפוי לבין נתון העודפים. העודפים מייצגים את התזרימים הצפויים מהפרויקט והם מחושבים בהתאם לדוח האפס אשר משקלל את מרבית העלויות המתהוות מהפרויקט, בעוד שהרווח הגולמי הצפוי כאמור לא לוקח בחשבון עלויות אלו. הרווח הכלכלי הצפוי הוא הנתון שמגשר על הפערים בין הרווח הגולמי הצפוי לעודפים.

לפי חלופה זו, ייוותר הגילוי בדבר הרווח הכלכלי הצפוי ביחס לפרויקטים מהותיים מאוד בלבד. אולם, נוכח ההבחנה המוצעת במדריך בין פרויקט נדל"ן מהותי לפרויקט נדל"ן מהותי מאוד (ראו

לעיל), יתרת החובה ביחס לפרויקטים מהותיים מאוד בלבד אינה משקפת את מארג המהותיות המעודכן, ובתוך כך אינה נותנת מענה ראוי לעובדה כי מידע זה נדרש גם ביחס לפרויקטים מהותיים (שאינם מהותיים מאוד), בשל חשיבותם לתאגיד ולמשקיע הסביר השוקל רכישת או מכירת ניירות ערך של התאגיד.

חלופה 1 – גילוי על אודות הרווח הכלכלי הצפוי של פרויקטים מהותיים מאוד ופרויקטים מהותיים:

לאור החשיבות שיש בפרסום מידע על אודות הרווחיות הכלכלית הצפויה כמתואר לעיל ובשים לב לכך שלפי מתכונת הגילוי הנוכחית תאגידים מפרסמים מידע על אודות הרווח הכלכלי הצפוי של פרויקטים מהותיים מאוד, סגל הרשות סבור כי מאחר שבמדריך זה מוצע להוסיף הבחנה נוספת בין פרויקט מהותי לפרויקט מהותי מאוד, יש להוסיף גם מידע על הרווח הכלכלי של פרויקטים מהותיים.

גילוי על אודות נתון זה גם בנוגע לפרויקטים מהותיים יאפשר להציג בפני המשקיעים תמונה מלאה בדבר הערך הכלכלי הגלום בפעילות היזמית ויקל עליהם לאמוד את הסיכונים הגלומים בפרויקטים ואת הכדאיות הכלכלית של הפרויקטים.

חלופה 2 – גילוי על אודות הרווח היזמי הצפוי של הפרויקטים המהותיים מאוד והפרויקטים המהותיים:

לפי חלופה זו תאגידים יפרסמו מידע על אודות הרווח היזמי הצפוי של הפרויקטים המהותיים מאוד והפרויקטים המהותיים. לרוב, רווח יזמי הוא הרווח של כל פרויקט בעיני התאגיד או הזים, ולפיכך הוא מחושב לפי הנחות סובייקטיביות של כל תאגיד בנוגע לסוג העלויות שהתאגיד זוקף לכל פרויקט. בעוד שחלופה זו מאפשרת גם היא לגשר על הפערים הקיימים בין חישוב הרווח הגולמי הצפוי לפי כללי חשבונאות מקובלים לבין הרווח הכלכלי של הפרויקט, החיסרון בה הוא שאופן חישוב הרווח היזמי משתנה מתאגיד לתאגיד בהתאם להנחות הסובייקטיביות של התאגיד בחישוב הרווח, באופן שפוגע בעקרון ההשוואתיות בין פרויקטים של תאגידים שונים הפועלים באותו ענף. כמו כן, חלופה זו אינה מאפשרת לגשר על הפערים בין הרווח הגולמי הצפוי לבין העודפים שמחושבים כאמור על בסיס דוח האפס לפי עקרונות אחידים בין כלל התאגידים הפועלים בענף.

לאחר בחינת החלופות, מוצע לבחור בחלופה של פרסום מידע על אודות הרווחיות הכלכלית הצפויה (חלופה 1) בנוגע לפרויקטים מהותיים מאוד ופרויקטים מהותיים. חלופה זו מאפשרת לגשר על הפערים שבין הצגת הרווח הגולמי הצפוי של פרויקטים המחושב לפי כללי חשבונאות מקובלים לבין הצגת הרווח הכולל הצפוי של הפרויקטים המשקלל בתוכו את כלל העלויות המתהוות מהפרויקטים, כאשר חישוב הרווח הכלכלי הצפוי מתבצע לפי דוח האפס ולפיכך לפי עקרונות חישוב אחידים, באופן שמאפשר להציג בפני המשקיעים תמונה מלאה בדבר הרווחיות הכלכלית של הפרויקטים של התאגיד וכן מאפשר למשקיעים להשוות את הביצועים של התאגיד לביצועים של תאגידים אחרים הפועלים באותו ענף.

בהקשר זה יוער כי התקבלה הערת ציבור שלפיה גילוי על אודות הרווח הכלכלי הצפוי בהתאם לדוח אפס עלול, במקרים מסוימים לעוות את הרווח הצפוי מהפרויקט בהתאם להערכות התאגיד. זאת, מכיוון שדוח האפס נועד לשרת אינטרסים ושיקולים של הגורם המממן של הפרויקט, אשר עשויים להיות שונים מאלה שמשמשים את התאגיד להערכת הרווחיות של הפרויקט. כך למשל הגורם המממן אינו מקפיד לעדכן תוך כדי תנועה את מחירי המכירה של מלאי הדירות או את החריגות בעלויות ההקמה ככל שאינן מאושרות על ידו. בנוסף, דוח האפס עשוי לכלול רכיב של עלויות בלתי צפויות שלרוב אינן מתממשות, וכן עשוי להתקיים פער בין עלות קרקע המובאת בדוח האפס, כאשר זו מבוססת על השווי ההוגן שלה במועד העמדת המימון, לבין עלותה בספרי התאגיד. פערים אלה עשויים להביא לכך שהרווח הכלכלי המשתקף מדוח האפס יהיה שונה מהרווחיות הצפויה בהתאם להערכות התאגיד. סגל הרשות מכיר בכך שאומדן הרווח הכלכלי הנכלל בדוח האפס או בדוח המעקב אינו משקף בהכרח את הרווח הצפוי של הפרויקט בהתאם להערכות התאגיד, וכי עשויים להתקיים פערים בינו לבין הרווח כפי שהוא נתפס בראי התאגיד. עם זאת, תכלית הגילוי של רווח כלכלי צפוי היא שונה. השימוש באומדן הרווח הכלכלי נעשה בעיקר לצרכי חישוב העודפים הצפויים למשיכה מן הפרויקט ובחינת התשואה הצפויה על ההון העצמי שהושקע בו. בהקשר זה, קיימת חשיבות דווקא לשימוש בנתון המבוסס על מתודולוגיה מוכרת ואחידה יחסית, הנערכת במסגרת הליווי הפיננסי של הפרויקט ונבחנת על ידי גורם מקצועי חיצוני לתאגיד, חלף הסתמכות על אומדן פנימי של "רווח יזמי", אשר אופן חישובו עשוי להשתנות באופן משמעותי בין תאגידים בהתאם למדיניות העמסת העלויות, מבנה הפעילות, אופן ביצוע הפרויקט והנחות הנהלה שונות. בצורה זו מתאפשר למשקיע לבחון פרויקטים שונים ותאגידים שונים על בסיס מכנה משותף, ולהעריך את היחס שבין ההון העצמי שהושקע בפרויקט לבין העודפים שהוא צפוי לייצר.

בהתאם, הסגל אינו רואה באומדן הרווח הכלכלי המבוסס על דוח האפס מדד ביצוע עצמאי או תחליף לנתוני הרווחיות החשבונאית, אלא נתון משלים, שתכליתו לאפשר הבנה טובה יותר של יכולת הפרויקט לייצר עודפים ושל התשואה הצפויה על ההון שהושקע בו, על בסיס עקרונות חישוב אחידים ככל הניתן. ככל שקיימים פערים מהותיים בין הנתונים המבוססים על דוח האפס או דוח המעקב לבין הערכות התאגיד או הנתונים המעודכנים הידועים לו, ניתן לתת להם ביטוי במסגרת ההסברים הנלווים לגילוי, מבלי לוותר על נקודת הייחוס האחידה שמספק דוח האפס.

(4) שיעור שיווק משמעותי

לפי מתכונת הגילוי הנהוגה, אם החל שיווק משמעותי של פרויקט, תאגידים כוללים בתשקיפים גילוי מורחב על אודות הפרויקט הכולל נתונים כספיים שונים, בין היתר, גילוי על אודות צפי ההכנסות מהמלאי הבלתי מכור, עלויות הפרויקט, טבלת שיווק, צבר הזמנות, מקדמות הצפויות להתקבל מהפרויקט והרווח הגולמי הצפוי מהפרויקט.

יחד עם זאת, במתכונת הגילוי הקיימת אין הגדרה למונח "שיווק משמעותי של פרויקט", אשר כאמור משמש תאגידים כרף לפרסום מידע כספי רחב על הפרויקט. מכאן שכיום תאגידים מגדירים

בדרכים שונות מהו שיווק משמעותי של פרויקט אשר מחייב פרסום מידע רחב, באופן אשר פוגע בעקרון האחידות וההשוואתיות.

על רקע זה, נבדק אם יש מקום להגדיר את המונח "שיווק משמעותי של פרויקט" באמצעות מבחן כמותי. לעניין זה נבחנו החלופות הבאות:

חלופת האפס – הותרת המצב הקיים על כנו:

חלופה זו משמרת את המצב הקיים, לפיו שאלת קיומו של שיווק משמעותי נבחנת לפי נסיבות העניין ובהפעלת שיקול דעת של התאגיד, ללא עיגון של רף כמותי אחיד. יתרונה של חלופה זו הוא בשמירה על גמישות מלאה, המאפשרת התאמה למאפייני הפרויקט, לשלביו ולמודלים עסקיים שונים. עם זאת, בהיעדר סף ברור, חלופה זו יוצרת איזודאות ביחס למועד שממנו נדרש גילוי מורחב, מובילה ליישום לא אחיד בין תאגידים שונים, ועלולה לגרור שאלות פרשניות בדבר היקף הגילוי הנדרש.

חלופה 1 – הגדרת המונח "שיווק משמעותי של פרויקט" באמצעות מבחן כמותי של 20% מסך השיווק של הפרויקט:

לפי חלופה זו, פרויקט ייחשב לפרויקט שהגיע לשלב של שיווק משמעותי כאשר סך ההכנסות מחוזים חתומים מתוך סך ההכנסות הצפויות של הפרויקט יהיה בהיקף של לפחות 20%, והחל משלב זה מוצע כי יוצג הגילוי המורחב כמפורט לעיל. יתרונה של חלופה זו הוא ביצירת ודאות ובהירות הן עבור התאגידים והן עבור ציבור המשקיעים באשר לנקודת הזמן שממנה ניתן גילוי רחב יותר ביחס לפרויקט. קביעת סף אחיד צפויה לשפר את האחידות וההשוואתיות בגילוי, ולצמצם אי-ודאות פרשנית. מנגד, קיים חשש כי קביעה כמותית קשיחה לא תתאים לכל סוגי הפרויקטים, ובפרט לפרויקטים שבהם קצב השיווק אינו משקף בהכרח את רמת הבשלות הכלכלית של הפרויקט, ועלולה להביא להקדמת גילוי במקרים שבהם רמת הודאות עדיין מוגבלת. עם זאת, רף של 20% משקף, ברוב המקרים, נקודת ציון מסחרית מהותית המעידה על היענות שוק ממשית ועל התקדמות משמעותית בשיווק. בנוסף, מגילויים בדוחות החברות בקשר להתניות מהותיות לאישור הסכם ליווי וכניסת מסגרת האשראי לתוקף מול בנקים, עולה כי לרוב רף המכירות הנדרש המקובל בהסכמי הלווי הוא 20% ועל כן מהווה אבן דרך מהותית בפרויקט.

חלופה 2 – הגדרת המונח "שיווק משמעותי של פרויקט" באמצעות מבחן כמותי של 10% מסך השיווק של הפרויקט:

לפי חלופה זו, שיווק של פרויקט ייחשב כשיווק משמעותי ככל שסך ההכנסות מחוזים חתומים מתוך סך ההכנסות הצפויות של הפרויקט יגיע להיקף של לפחות 10%, ובהתאם משלב זה מוצע כי יוצג גילוי מורחב.

בדומה, גם חלופה זו תייצר אחידות באשר לנקודת הזמן שממנה ניתן גילוי רחב יותר, ובהתאם תגשים את עקרון ההשוואתיות בין התאגידים הפועלים בענף. יחד עם זאת, סף כמותי של 10% עשוי במקרים מסוימים להוביל לכך שפרויקט ייחשב כפרויקט שהגיע לשלב שיווק משמעותי וזאת

שעה שהוא עוד מצוי בשלבים מוקדמים מידי באופן שיקשה על תאגידים לבסס את הנתונים התחזיתיים הנדרשים.

לאחר בחינת החלופות, ומהשיקולים שפורטו לעיל, מוצע לבחור בחלופה 1 שלפיה פרויקט ייחשב כפרויקט שהגיע לשלב שיווק משמעותי כאשר סך ההכנסות מחוזים חתומים מתוך סך ההכנסות הצפויות של הפרויקט יהיה בהיקף של לפחות 20%. בדומה לדגשי גילוי אחרים במדריך מובן כי עשויות להיות נסיבות שיכתיבו התייחסות שונה.

(5) מידע כספי תחזיתי על אודות פרויקטים שלא הגיעו לשלב של שיווק משמעותי:

כיום תאגידים רבים בענף מציגים אומדן רווחיות צפויה או הכנסות צפויות על פרויקטים של נדל"ן יזמי שהגיעו לשלב של שיעור שיווק משמעותי.

ואולם, התפתחה גם פרקטיקה שלפיה תאגידים נוהגים לפרסם מידע תחזיתי על אודות רווחיות צפויה או הכנסות צפויות גם בנוגע לפרויקטים שלא הגיעו לשלב של שיווק משמעותי, בעיקר כאשר מדובר בפרויקטים של התחדשות עירונית.

באשר לאסדרה החלה על פרסום מידע כספי תחזיתי, כיום שו"ת 104.24 מסביר חלקית את מתכונת הגילוי החלה על פרויקטים של התחדשות עירונית, כאשר לא קיימת אסדרה דומה ביחס לפרויקטים אחרים של נדל"ן יזמי.

לאור האמור, נבחנו החלופות הבאות בנוגע למתכונת הגילוי של מידע כספי תחזיתי על אודות פרויקטים שלא הגיעו לשלב של שיעור שיווק משמעותי:

חלופת האפס – הותרת המצב הקיים על כנו

חלופה זו משקפת את המשך המצב הקיים, לפיו קיימת אסדרה חלקית בנוגע למתכונת הגילוי של מידע כספי תחזיתי על אודות רווחיות צפויה או הכנסות צפויות בפרויקטים של התחדשות עירונית שלא הגיעו לשלב של שיווק משמעותי, ואף רחוקים משמעותית משלב זה. לעניין זה יש לציין את שו"ת 104.24 נועד לתת מענה נקודתי למצבים בהם תאגידים בחרו לכלול בדיווחיהם מידע כספי תחזיתי ביחס לפרויקטים של התחדשות עירונית, כגון הכנסות צפויות או רווחיות צפויה. פרסומו של השו"ת נבע ממקרים בהם פורסם מידע כספי כאמור ללא ביסוס או פירוט מספק של ההנחות המרכזיות שבבסיס התחזיות. על כן הובהר במסגרתו כי ככל שתאגיד בוחר לכלול מידע כספי תחזיתי ביחס לפרויקט התחדשות עירונית עליו לפרט את ההנחות המרכזיות בבסיס המידע התחזיתי, את מידת הוודאות של הנחות אלו והגורמים העשויים להשפיע עליהן, ואת לוחות הזמנים

המשוערים לתחילת הבניה ועד לסיומה, ואם התאגיד בחר לכלול נתונים על אודות הרווחיות הצפויה, עליו להתייחס גם לשיעור הרווח היזמי אותו לקח בחשבון.

באשר לפרויקטי נדל"ן יזמי שאינם פרויקטים של התחדשות עירונית ושלא הגיעו לשלב של שיעור שיווק משמעותי, לא ניתן עד כה הסבר דומה לגבי תחזיות.

יתרונה של חלופה זו, בנוגע למידע כספי תחזיתי אך ורק של פרויקטי התחדשות עירונית, נעוץ בהיותה מענה נקודתי לתחום מורכב מסוים (התחדשות עירונית) המאופיין ברמת אי-ודאות גבוהה. בנוסף, הדרישה לפרט ולבסס את ההנחות המרכזיות העומדות בבסיס המידע הכספי התחזיתי, לרבות מידת הוודאות של הנחות אלו ולוחות הזמנים הצפויים למימוש הפרויקט, מביאה בפועל לאימוץ מתודולוגיה סדורה ומבוססת לצורך קביעת המועד והנסיבות שבהם ראוי לכלול מידע כספי תחזיתי בדיווחים.

כתוצאה מכך, חלופה זו תרמה במידה מסוימת לשיפור איכות המידע התחזיתי המוצג לציבור המשקיעים, לצמצום הסיכון להצגת תחזיות שאינן מבוססות דיין, ולהגברת רמת האחריות והעקביות באופן פרסום נתונים כספיים ביחס לפרויקטים של התחדשות עירונית. ואולם, בה בעת ישנן עדיין חברות רבות המפרטות מידע תחזיתי ארוך טווח, אף מעבר לפרק הזמן שבו ניתן לבסס תחזיות כלכליות ברמת ודאות סבירה.

מצב זה מעורר קושי, שכן ככל שטווח התחזית מתארך כך פוחתת מידת האמינות של ההערכות הכלכליות, נוכח ריבוי המשתנים הלא-ודאיים המשפיעים על פרויקטים בתחום הנדל"ן היזמי, ובפרט בפרויקטים של התחדשות עירונית המאופיינים בלוחות זמנים ארוכים ותלויים בגורמים טכנוניים, רגולטוריים ומימוניים. עקרונות דומים באים לידי ביטוי גם בתקינה החשבונאית, למשל במסגרת תקן IAS 36, אשר קובע כי תחזיות תזרימי מזומנים לצורך בדיקות ירידת ערך מבוססות ככלל על תחזיות מפורטות לתקופה מוגבלת של עד חמש שנים, כאשר שימוש בטווח ארוך יותר מצריך הצדקה מיוחדת. עיקרון זה משקף את ההבנה כי ככל שהתחזית מתייחסת לטווחי זמן ארוכים יותר, כך עולה רמת אי-הוודאות והיכולת לבסס את ההערכות פוחתת.

חלופה 1 – התווית עקרונות מנחים בכל הנוגע לדיווח על מידע תחזיתי תוך התייחסות למספר השנים לגביהן ניתנה התחזית

חלופה זו כוללת קביעת עקרונות מנחים כלליים בנוגע לדיווח על מידע כספי תחזיתי של פרויקטי התחדשות עירונית, עתודות קרקע ופרויקטים בתכנון שטרם הגיעו לשלב השיווק המשמעותי. לפי חלופה זו תאגידים יפרסמו לצד המידע הכספי התחזיתי על אודות רווחיות צפויה או הכנסות צפויות את נתוני המידע אשר עמדו בבסיס ההנחות ששימשו את התאגידים להכנת האומדנים. כמו כן, יודגש כי מהימנותה של תחזית פוחתת ככל שהתחזית היא לטווח ארוך יותר, ובפרט כאשר היא עולה על חמש שנים – תקרה מקובלת לצורך ביסוס תחזיות כלכליות לפי תקני החשבונאות

המקובלים.²⁷ לפיכך, ולפי חלופה זו, ככל שתאגיד בוחר לפרסם מידע כספי תחזיתי מעבר לאמור, יציג גם גילוי הנוגע להנחות הבסיס ששימשו להכנת האומדן, כאשר ככל שאורך התקופה שלגביה ניתן האומדן ארוכה יותר, כך יתבקש הסבר נרחב יותר בנוגע לביסוס ההנחות האמורות. כלומר, ככל שהאומדן ניתן לטווח שנים ארוך יותר, מצופה כי יינתן הסבר נרחב יותר לגבי היות המידע הכספי התחזיתי מהימן ומבוסס וכיצד ביסס אותו ברמת דיוק גבוהה דיה. על התאגיד לתת ביטוי פומבי לאמור במסגרת הגילוי שעליו לפרסם בדבר ההנחות והאומדנים ששימשו אותו בהכנת המידע הכספי התחזיתי. חלופה זו עולה בקנה אחד גם עם ההסדר של מידע צופה פני עתיד בחוק ניירות ערך, לפיו תחזית שנמסרת בתשקיף ושאינה מפרטת את העובדות והנתונים העיקריים ששימשו בסיס למידע, עלולה שלא לחסות תחת ההגנה החלה על מידע צופה פני עתיד לפי סעיף 32א לחוק ניירות ערך.

תועלתה של חלופה זו היא בהגברת הבהירות והאחידות בדיווח, שמירה על עקרון ההשוואתיות, ובהפחתת אי-ודאות פרשנית הן עבור התאגידים והן עבור ציבור המשקיעים. עם זאת, מאחר שמדובר בעקרונות כלליים שאינם כוללים קביעה נורמטיבית ביחס לעצם הכללת המידע התחזיתי או להגבלת טווח השנים שלגביו הוא נמסר, קיים חשש כי חלופה זו לא תוביל לצמצום ממשי של מידע תחזיתי ארוך טווח שמידת מהימנותו מוגבלת, ולא תיתן מענה מלא לבעיה של עודף מידע שאינו תורם באופן מובהק לקבלת החלטות השקעה.

לאחר בחינת החלופות, סגל הרשות סבור כי החלופה של החלת העקרונות המנחים בכל הנוגע לדיווח על מידע תחזיתי, לא רק ביחס לפרויקטים של התחדשות עירונית, תוך התייחסות למהימנות התחזית המשתקפת ממספר השנים לגביהן ניתנה התחזית – עדיפה על פני הותרת המצב הקיים על כנו. כך תינתן העדפה לוודאות, בהירות ואחידות בגילוי על מידע כספי תחזיתי, לצד הותרת שיקול דעת לתאגידים באשר לטווח הזמן של התחזית תוך הסתפקות בהסתמכות על הסטנדרט המקובל בנוגע לפרק זמן שלגביו קיימת יכולת הערכה מהימנה וניתנת לביסוס, בין היתר, בהלימה לתקני החשבונאות המקובלים למתן תחזיות כלכליות (חמש שנים).

בהקשר זה יוער כי התקבלו מספר הערות ציבור שבעקבותיהן הוחלט לטייב את הגילוי במדריך בדבר פרטי המידע הבאים אשר עומדים בבסיס ההנחות שמשמשות את התאגידים להכנת המידע הכספי התחזיתי: בוטלה ההנחיה למתן היחס מטר רבוע נטו מול ברוטו בפרויקט; אופן הצגת עלות הבנייה הישירה למ"ר בחלוקה בין עלות הבנייה הממוצעת למטר רבוע עילי לבין עלות הבנייה הממוצעת למטר רבוע תת-קרקעי וכן, נוספה הנחיה שלפיה ככל שהתאגיד הניח שינוי במצב התכנוני של הקרקע, לצורך הערכת האומדנים, יינתן הסבר הנוגע למהות השינוי התכנוני הצפוי והבסיס העובדתי להנחה זו, ויוצג אומדן ההכנסות או הרווחיות הצפויה מהפרויקט בהתאם למצב התכנוני הקיים ליום הדוח, באופן שיאפשר להבחין בין הנתונים המבוססים על

²⁷ ראו למשל תקן חשבונאות בינלאומי 36 **ידידת ערך נכסים** (IAS 36), סעיף 35. התקן קובע כי קיים קושי לבסס תחזיות תזרימי מזומנים, המבוססות על תקציבים או תחזיות כספיות לתקופה העולה על חמש שנים. לכן, יש לבסס את אומדני ההנהלה לנתונים אלו לתקופה מריבית של עד חמש שנים, שימוש בתחזיות לתקופה ארוכה יותר אפשרי רק אם ההנהלה סבורה כי התחזיות מהימנות ובאפשרותה להוכיח זאת ברמת דיוק גבוהה, על בסיס ניסיון עבר.

המצב התכנוני הקיים לבין אלה המבוססים על השינוי התכנוני הצפוי. זאת, במטרה לאפשר למשקיע להעריך את הסבירות של האומדנים והסיכונים הגלומים בהם.

בנוסף, התקבלה הערת ציבור שלפיה מוצע לכלול מידע בדבר הון עצמי נדרש לפרויקט רק ביחס לפרויקטים בהם נחתם הסכם ליווי, זאת מכיוון שבפרויקטים שטרם החל ביצועם וטרם נחתם הסכם מימון בגינם המידע בדבר נתון זה אינו זמין. ואולם, סגל הרשות סבור כי במקרים כאמור, על החברה לתת גילוי בדבר הערכתה להיקף ההון העצמי שיידרש להשקעה בפרויקט גם אם מדובר בשלב מקדמי של הפרויקט והנתון טרם התברר באופן סופי על בסיס המידע וההנחות הקיימים בידיה ביום הדוח. זאת, לאור חשיבות ומהותיות הנתון להבנת הצרכים התזרימיים העתידיים של החברה והיקף המקורות שתידרש אליהם לצורך מימוש הפרויקט, גם בשלבים מוקדמים.

(6) קביעת מדרג סטטוס תכנוני

לפי מתכונת הגילוי הקיימת, תאגידי מפרטים מהו הסטטוס התכנוני של כל פרויקט שהוא עתודת קרקע, לאורך מחזור חייו, לרבות מידע בקשר לאבני הדרך התכנוניות העיקריות.

סגל הרשות סבור כי במקרים רבים המידע שתאגידי מפרסמים אינו מאפשר להבין באופן ברור את מידת בשלות הפרויקטים ואת ההסתברות למימושם בפועל ומה הסטטוס התכנוני של הפרויקט מאחר ולסטטוס התכנון נוספים תיאורים איכותיים וסובייקטיביים של התאגיד. נוסף על כך, ניכר חוסר אחידות בין התאגידי באופן תיאור הסטטוס התכנוני, דבר אשר פוגע ביכולת ההשוואה בין התאגידי הפועלים בענף בכל הנוגע למידת התקדמות הפרויקטים שלהם.

חלופת האפס – הותרת המצב הקיים על כנו :

חלופה זו משקפת את המשך המצב הקיים, שלפיו אופן תיאור הסטטוס התכנוני של הפרויקטים שהם עתודות קרקע נותר לשיקול דעת התאגידי, ללא קביעה של מדרג גילוי אחיד או מונחים מחייבים. יתרונה של חלופה זו הוא בשמירה על גמישות מלאה, המאפשרת לכל תאגיד להתאים את תיאור הסטטוס התכנוני למאפייני הפרויקט, למורכבותו ולשלביו השונים. עם זאת, הותרת שיקול דעת רחב מובילה בפועל לתיאורים כלליים ולעיתים עמומים, שאינם מאפשרים למשקיעים להעריך באופן עקבי את מידת הבשלות התכנונית של הפרויקטים ואת סיכויי מימושם. מצב זה יוצר חוסר אחידות בגילוי ופוגע ביכולת ההשוואה בין התאגידי.

חלופה 1 – מדרג תכנוני אחיד :

לפי חלופה זו, תאגידי יפרסמו גילוי על הסטטוס התכנוני של פרויקטים שהם עתודות קרקע או פרויקטים של התחדשות עירונית בייזום לפי סטטוס תכנוני אחיד, הכולל שלבים תכנוניים ברורים, שלפיהם יוצג סיווג הסטטוס התכנוני של הפרויקטים. המדרג כולל את השלבים הבאים : הגעה לרוב הדרוש לביצוע הפרויקט לפי דין ; עמידה בתנאי הסף לדיון בוועדה המקומית או המחוזית, לפי חוק התכנון והבניה ; הפקדת תוכנית להתנגדויות בוועדה המקומית או המחוזית ; מתן תוקף לתוכנית בידי ועדה מקומית או מחוזית ; קבלת היתר בניה. תועלתה המרכזית של חלופה זו טמונה ביצירת

שפה אחידה וברורה לדיווח על סטטוס תכנוני של פרויקטים, אשר תאפשר למשקיעים להבין טוב יותר את מידת הבשלות של הפרויקטים ואת השלב התכנוני שבו הם מצויים. כמו כן, שפה משותפת של דיווח תאפשר לציבור המשקיעים להשוות בין תאגידים שונים הפועלים בענף על בסיס קריטריונים אחידים. נוסף על כך, קביעת מדרג אחיד המבוסס על אבני דרך מרכזיות בהליכי התכנון בישראל, צפויה לצמצם שימוש במונחים כלליים או עמומים לתיאור הסטטוס התכנוני, ולשפר את איכות הגילוי ואת מהימנותו.

לאחר בחינת החלופות, סגל הרשות סבור שהחלופה של קביעת מדרג תכנוני אחיד (חלופה 1) – נותנת את המענה המיטבי לליקויים שזוהו במתכונת הגילוי הקיימת כיום.

יצוין כי לעניין זה, נמסרה הערת ציבור שבמסגרתה הוצע להוסיף בין שלב 4 לשלב 5 שלב נוסף של "קבלת החלטת ועדה למתן היתר בתנאים", וזאת במטרה לשקף באופן מדויק יותר את הסטטוס התכנוני של הפרויקט. כך, נטען כי שלב זה הוא בעל חשיבות בפרויקטים גדולים ומורכבים בפרט, שבהם עשוי לחלוף פרק זמן משמעותי בין המועד שבו ניתן תוקף לתוכנית לבין מועד קבלת היתר הבנייה. בהתאם לכך, נטען כי הצגת שלב זה כאבן דרך נפרדת עשויה לספק למשקיעים מידע נוסף בדבר סטטוס ההתקדמות בפרויקט.

ואולם, לעמדת סגל הרשות, אין מקום להוסיף למדרג שלב נפרד של "החלטה למתן היתר בתנאים". אמנם, בין מועד מתן התוקף לתוכנית לבין מועד קבלת היתר הבנייה עשוי לחלוף פרק זמן משמעותי, שבמהלכו עשויות להתקיים אבני דרך שונות בהליך הרישוי. עם זאת, "החלטה למתן היתר בתנאים" היא שלב ביניים בלבד בהליך זה, ולאחר קבלתה עדיין נדרש התאגיד להשלים תנאים ואישורים נוספים עד לקבלת היתר הבנייה בפועל. מאחר שהיקף התנאים, מהותם ומשך הזמן הנדרש להשלמתם עשויים להשתנות מפרויקט לפרויקט, הוספת שלב כאמור אינה בהכרח משקפת אבן דרך אחידה ובת-השוואה. לפיכך, ומתוך מטרה לשמור על מדרג מצומצם המבוסס על אבני דרך תכנוניות מרכזיות ומובהקות, הוחלט שלא להוסיף את השלב המוצע ולהותיר את "קבלת היתר הבנייה" כאבן הדרך הבאה לאחר "מתן תוקף לתוכנית".

(7) הצגת חישוב העודפים הצפויים בנכסים בעירוב שימושים

בתקופה האחרונה ניכרת עלייה בהיקף הפרויקטים בענף הנדל"ן היזמי המאופיינים בעירוב שימושים, וזאת על רקע התרחבות מגמות ההתחדשות והבניה האורבנית בישראל. פרויקטים מסוג זה משלבים בדרך כלל רכיב יזמי המיועד למכירה לצד רכיב מניב אשר התאגיד מתכנן להחזיק לטווח ארוך. מגמה זו מעוררת שאלות ייחודיות ביחס להיבטים הכלכליים והפיננסיים של הפרויקט, ובפרט ביחס לאופן חישוב והצגת יתרת העודפים הצפויה למשיכה מן הפרויקט.

שילוב של רכיב מניב בפרויקט יזמי משפיע על מספר היבטים מרכזיים, ובהם מאפייני הסיכון של הפרויקט, הליך הקמת וביצוע הפרויקט, ההכנסות הצפויות מהפרויקט, ויתרת העודפים מהפרויקט, כאשר מבין היבטים אלו המשמעותי ביותר הוא היבט משיכת העודפים של הפרויקט. זאת, שכן במקרים רבים התאגיד אינו מניח מכירה של הרכיב המניב בפרויקט, אלא את החזקתו

כנכס מניב לאורך זמן. במצב זה, החזר המימון הבנקאי עשוי להישען על הנחה של מימון מחדש (refinancing) של הרכיב המניב לאחר השלמת הפרויקט, ולא על מימוש הנכס באמצעות מכירה כפי שמניח הבנק המלווה בדוח האפס אשר משמש את החברה להצגת יתרת העודפים הצפויה מהפרויקט. במקרה כזה, סגל הרשות מצא כי האופן שבו מוצג כיום חישוב העודפים הניתנים למשיכה אינו משקף נאמנה את התזרימים הצפויים להתקבל בפועל מהפרויקט ואת הסיכונים הכרוכים בהם.

על כן, נבחנו החלופות הבאות באשר לאופן הצגת טבלת חישוב העודפים הניתנים למשיכה בפרויקטים הכוללים עירוב שימושים:

חלופת האפס – הותרת המצב הקיים על כנו

לפי מתכונת הגילוי הקיימת, חישוב העודפים הניתנים למשיכה שתאגידים מציגים כיום בדרך של טבלה בדיווחיהם משקף את התזרימים הצפויים להתקבל מהפרויקט לפי דוח האפס, כאשר בתזרימים אלה נלקחים בחשבון גם הכנסות ממכירת הרכיב הנוסף לרכיב היזמי של הפרויקט לפי דוח האפס, וזאת למרות שלפי התכנית העסקית של התאגיד הרכיב הנוסף יוחזק על ידי התאגיד לשימושים שונים לטווח ארוך ואינו מיועד למכירה. נוסף על כך, באותם מקרים בהם בכוונת התאגיד להשאיר חלק מהנכס בבעלותו, ישנם מצבים שיכולת משיכת העודפים תלויה במימון מחדש (refinancing) של הרכיב הנוסף לרכיב היזמי לצורך סילוק התחייבויות התאגיד, ולמרות זאת התאגידים לא מציגים את רכיב המימון מחדש במסגרת טבלת חישוב העודפים.

הצגה כאמור של העודפים הניתנים למשיכה לא משקפת את התזרימים שיתקבלו בפועל מהפרויקט מכיוון שבחישוב העודפים נלקחים בחשבון גם הכנסות ממכירת הרכיב הנוסף לרכיב היזמי למרות שאין בכוונת התאגיד למכור את הרכיב הנוסף. כמו כן, הצגה כאמור לא משקפת את הסיכון המגולם בפרויקט או בהיקף העודפים הצפויים כתוצאה מהתלות במימון מחדש של הרכיב הנוסף לרכיב היזמי.

חלופה 1 – הצגה של טבלת חישוב העודפים לפי התכנית העסקית של התאגיד בפרויקט שעונה על ההגדרה של פרויקט מהותי מאוד וככל שהחלק המניב בו עולה על 20% מהיקף הפרויקט

לפי חלופה זו, תאגידים תוצג תחילה טבלת חישוב העודפים למשיכה בפרויקטים מהותיים מאוד בהתאם לדוח האפס או דוח המעקב המעודכן ולאחר מכן יוצגו ההתאמות הנדרשות לתזרימי הפרויקט בהתאם לתכנית העסקית של התאגיד. הצגה כאמור נועדה לשקף את התזרימים שצפויים להתקבל מהפרויקט בהתאם להערכות החברה ובכלל זה את האופן שבו הרכיב המיועד להחזקה צפוי להיות מממן ואת השפעתו על יתרת העודפים הצפויה להשתחרר מהפרויקט ולעמוד למשיכה. נתונים אלו יוצגו בצירוף ההסברים הבאים: הסבר ביחס להנחות של התאגיד באשר לתזרימים הצפויים להתקבל לפי התכנית העסקית של התאגיד; הסבר בדבר הנחות התאגיד באשר למקורות המימון הצפויים; הסבר ביחס לסיכונים הכרוכים בהסתמכות על מימון מחדש של הרכיב הנוסף לרכיב היזמי או כל תכנית אחרת שתאפשר משיכת של העודפים.

מתכונת גילוי זו נועדה לאפשר למשקיעים להבין טוב יותר את מבנה התזרים הכולל של הפרויקט, את ההנחות העומדות בבסיס משיכת העודפים הצפויה, וכן את הסיכונים הכרוכים בהסתמכות על מקורות מימון עתידיים או על מימוש רכיבים מסוימים בפרויקט. לפי החלופה זו טבלת חישוב העודפים תוצג באופן הבא:

טבלת עודפים צפויה	
רווח גולמי צפוי בגין המלאי	
סה"כ הכנסות צפויות מהנדל"ן להשקעה בהתאם לדוח אפס	
סה"כ עלויות הקמה צפויות בגין הנדל"ן להשקעה	
הפרשי מדידה בין רווח גולמי חשבונאי לבין הרווח הכלכלי הצפוי של הפרויקט (הכנסות/ הוצאות שאינן מוכרות בעלות המכר כדוגמת עלויות מימון, שיווק ומכירות, רכיב מימון משמעותי)	
רווח כלכלי צפוי מהפרויקט בהתאם לדוח אפס	
הון עצמי שהושקע עד למועד הדוח	
הון עצמי שטרם הושקע עד למועד הדוח	
עודפים בהתאם לדוח האפס	
בניכוי סה"כ הכנסות צפויות מהנדל"ן להשקעה בהתאם לדוח אפס	
בהנחת מימון מחדש בגין החלק של הנדל"ן להשקעה (תוך ציון ההנחות החברה ביחס לשיעור המימון מחדש)	
החזר הלוואות מזניח/משלימי הון עצמי	
התאמות אחרות לעודפים (כולל פירוט התאמה זו)	
סה"כ עודפים צפויים למשיכה בפועל	
מועד צפוי למשיכת העודפים	

לאחר בחינת החלופות, מוצע לבחור בחלופה של הצגת טבלת חישוב העודפים לפי התכנית העסקית של התאגיד (חלופה 1). טבלה של חישוב העודפים בדרך זו תאפשר הצגה מלאה שלמה ונכונה של התזרימים שיתקבלו מהפרויקט המעורב וכן תאפשר לשקף לציבור המשקיעים את הסיכונים בדבר יכולת התאגיד למשוך את העודפים.

שינויים מוצעים נוספים במתכונת הגילוי

לצד השינויים שתוארו לעיל במתכונת הגילוי הקיימת, מופנית תשומת הלב גם לעניינים הבאים בטיוטת המדריך:

1. ניתוח רגישות: לפי מתכונת הגילוי הקיימת תאגידים מצגיגים ניתוח רגישות של נתוני הרווח הגולמי הצפוי לגבי פרויקטים בהקמה, פרויקטים שהקמתם הושלמה ומכירתם טרם הסתיימה במלואה ופרויקטים בתכנון (ככל שמתבצעת מכירה מוקדמת או שהחל שיווק משמעותי של הפרויקטים), זאת תוך הפרדה בין גורמי הסיכון העיקריים שהם שינוי במחירי המכירה ככל שטרם נחתם חוזה ובתשומות ההקמה. בטיוטת המדריך מוצע לוותר על גילוי זה מהטעם שניתוח הרגישות מתבצע בדרך של חישוב פשטני וטכני כך שכל משקיע סביר מהציבור וכן כל משתמשי הדוחות יכולים לבצעו באופן עצמאי ככל שיחפצו בכך.
2. נכסים בעירוב שימושים: לפי מתכונת הגילוי הקיימת, תאגידים כוללים גילוי על החלק היזמי ועל החלק המניב של אותו פרויקט בשתי טבלאות גילוי נפרדות, ככל ששני החלקים הם מהותיים מאוד. בטיוטת המדריך מוצע כי שתי הטבלאות יאוחדו לטבלה אחת בה יוצגו פרטי הגילוי הרלוונטיים לחלק היזמי ולחלק הנוסף ליזמי.

מועד מוצע לביצוע בחינה תקופתית ביחס לאסדרה החדשה: מוצע כי בחינה ראשונה של המדריך לפי סעיף 36 לחוק עקרונות האסדרה, התשפ"ב–2021, תתבצע לכל המאוחר בתום 10 שנים מיום פרסומו של המדריך; מדובר בתקופה שתאפשר לסגל לצבור ניסיון בבדיקת תשקיפים לפי ההנחיות הכלולות בו, ולעדכן את המדריך המוצע בהתאם לצורך ובהתבסס על הניסיון שנצבר.

מועד תחילה: מוצע כי מדריך זה יחול על טיטות תשקיף שיוגשו לבדיקת סגל הרשות, החל מטיטות תשקיף שיוגשו על בסיס דוחות שנתיים של שנת הדיווח 2026. זאת כדי לאפשר הן לסגל הרשות והן לחברות המדווחות בענף, תקופת היערכות ההולמת את היקף דגשי הגילוי המוצעים.

1. שיתוף הציבור

במסגרת גיבוש טיטות המדריך ערך סגל הרשות שיחות מקדימות עם גורמים שונים בשוק ההון על מנת לעמוד על הליקויים המרכזיים בגילוי הענפי במסגרת התשקיף, וכן כדי לבחון פתרונות אפשריים לליקויים אלה. כחלק משיחות אלה, הסגל הפנה לגורמים שאלות וסוגיות עקרוניות הקשורות לגילוי בענף הנדל"ן היזמי, ובכלל זה:

1. הצורך בשיפור הגילוי המצרפי והתייחסות למדדים מקובלים בענף;
2. האם נדרש שינוי של ספי המהותיות של הפרויקטים בענף;
3. הגילוי הנדרש ביחס לפרויקטים מהותיים לעומת פרויקטים מהותיים מאוד;
4. אופן הגילוי הרצוי של הרווח הכלכלי הצפוי מפרויקטים בענף – "דוח אפס";
5. האם נדרש גילוי ייעודי בתחום ההתחדשות העירונית;
6. האם נדרש לשפר את אופן הגילוי בדבר נכסים בעירוב שימושים, וזאת בשל ריבוי וכפילות הנתונים שיש לדווח בגין נכסים אלו במקרים מסוימים, וכן האם נדרש להתאים את אופן הצגת חישוב העודפים הצפויים בנכסים בעירוב שימושים בהתאם לאופיים הייחודי בשל מגמת העלייה בהיקף פרויקטים אלו בישראל;
7. הכוונת שיקול הדעת של התאגידים בבואם למסור מידע תחזיתי לגבי פרויקטים המצויים בשלב מקדמי וביצועם אינו בעתיד הנראה לעין.

שאלות אלה נכונות גם לשלב פרסום טיטות המדריך כעת להערות הציבור. ככלל, מתוך השיחות שהתקיימו עלתה תמיכה בשילוב העקרונות המוצגים בטיטות המדריך הענפי.

כמו כן, טיטות האסדרה ודוח ה-RIA הראשוני פורסמה באתר הרשות ביום 15 באפריל 2026 להערות הציבור למשך 30 ימים עד ליום 17 למאי 2026, ולאור בקשות שהופנו לסגל הרשות – ניתנה הארכה של ארבעה עשר ימים להגשת הערות הציבור עד ליום **7.6.2026**. מסמך טבלת הערות הציבור והתייחסות הרשות אליהן, מצורף **כנספח ב'** למסמך זה.

1. הערות הציבור העיקריות שמוצע לקבל

לאחר עדכון המליאה, ובעקבות פרסום ההצעה באתר הרשות לקבלת הערות הציבור, התקבלו הערות ציבור מגורמים שונים, רובן בנוגע להבהרות באשר למונחים והגדרות שנעשה בהם שימוש במדריך. במסגרת טבלת הערות הציבור המצורפת כנספח ב' לעיל, ניתן לעיין בהערות כאמור וכן

בהתייחסות הסגל אליהן. לצד הערות אלו, יוצגו להלן הערות הציבור המהותיות העיקריות שמוצע לקבלן במלואן או באופן חלקי:

(א). הגדרת "רווח גולמי צפוי": נטען כי בהתאם לטיוטת המדריך, הרווח הגולמי הצפוי משקף את הרווח ממכירת יחידות המלאי בלבד, ואינו כולל את הרווח החשבונאי המיוחס לשירותי הבנייה הניתנים לבעלי הדירות בעסקאות קומבינציה והתחדשות עירונית. לפיכך, נתון זה אינו משקף את מלוא הרווח הגולמי הצפוי מהפרויקט כפי שיוכר בדוחות הכספיים של התאגיד, ועלול להקשות על קורא הדוחות להעריך את רווחיות הפרויקט או את רווחיות כלל הפרויקטים במצרף. עוד צוין כי בחלק מהפרויקטים ניתנים לבעלי הזכויות שירותי בנייה כנגד מזומן. על כן, הוצע להבחין בין "רווח גולמי צפוי ממכירת מלאי" לבין "רווח גולמי כולל מהפרויקט", אשר יכלול גם את השפעת הטיפול החשבונאי בעסקאות קומבינציה.

- מוצע לקבל את ההערה באופן חלקי: לעמדת הסגל, אין מקום לקבוע מדד נוסף של "רווח גולמי כולל מהפרויקט". הנחיות המדריך ביחס לפרויקטים מסוג קומבינציה והתחדשות עירונית מבוססות על הצגת נתוני הפרויקט בנטרול השפעת הרישום החשבונאי הרעיוני של עסקת הקומבינציה. כך ההכנסה הרעיונית בגין שירותי הבנייה הניתנים לבעלי הדירות ורכיב עלות הקרקע המקביל לה אינם מובאים בחשבון בנתוני ההכנסות והעלויות של הפרויקט. זאת, במטרה לבטל את הניפוח בהכנסות ובעלויות שנוצר בדוחות הכספיים אגב הרישום החשבונאי של עסקת הקומבינציה ולהציג את תוצאות הפרויקט באופן המשקף את מהותו הכלכלית שלהן. זאת גם מכיוון שההשפעה של הרישום החשבונאי כאמור על הרווח הגולמי של הפרויקט אינה מהותית, ההכנסות מקזוזות את העלויות. לצד זאת, הובהר כי ההכנסות המוצגות לפי המדריך יכללו את ההכנסות ממכירת יחידות לרוכשים חיצוניים, וכן הכנסות הנובעות מעסקאות עם בעלי הזכויות כנגד תמורה כספית, ככל שקיימות. כמו כן, הובהר כי עלויות הפרויקט ייכללו את כלל העלויות בפועל הכרוכות בהקמתו, לרבות עלויות הבנייה של היחידות המיועדות לבעלי הזכויות, אך ללא רכיב עלות הקרקע הנובע מהרישום הרעיוני של עסקת הקומבינציה. בנוסף, מוצע לקבל את ההערה בדבר הצורך בהבהרת אופן הצגת הנתונים, ובהתאם להוסיף הבהרה כללית בנוגע לפרויקטים מסוג קומבינציה בעין ובפרט בפרויקטים מסוג של התחדשות עירונית. זאת, במטרה לחדד את אופן ההתייחסות לרכיב שירותי הבנייה ולהבהיר כי ההכנסות והעלויות יוצגו ללא הרישום הרעיוני של עסקת הקומבינציה כך שהרווח הגולמי המוצג ייצג את הרווח הגולמי הכלכלי הצפוי ממכירת המלאי, ואינו כולל את הרווח המיוחס למתן שירותי הבנייה בגין רכיב הקומבינציה.

(ב). הגדרת יחס מ"ר נטו/ברוטו בסעיף 4(א)(3) לטיוטת המדריך; הנחה שתאגיד אמור להתייחס אליה ככל שבחר להציג גילוי הנוגע לאומדן הרווחיות הצפויה של פרויקט נדל"ן יזמי או הכנסות צפויות בפרויקטים שטרם החל בהם שיווק משמעותי: נטען כי מאחר שטיוטת המדריך אינה מגדירה את המונחים "מ"ר ברוטו" ו"מ"ר נטו", אלא מתייחסת

לשטח במונחי "שטח פלדלת", לא ברור אילו רכיבים נכללים בשטח הברוטו, ובכלל זה שטחים עיקריים, שטחי שירות, חניות ומרפסות. על כן, הוצע להבהיר את האמור.

- מוצע לקבל את ההערה: חלף ההנחיה להצגת שטחים במונחי "ברוטו" ו"נטו", מוצע כי נתוני השטח יוצגו בהתאם להגדרות שנקבעו במדריך ביחס לכל סוג שימוש, ובכך יתאפשר בסיס הצגה אחיד וברור, ללא צורך בקביעת הגדרות נוספות למונחי "ברוטו" ו"נטו".

(ג). פילוח רבעוני לפי סעיף 7(ב)(1) לטיטות המדריך: נטען כי הצגת הנתונים בפילוח רבעוני לשנה העוקבת אינה מוסיפה מידע משמעותי, בשים לב למחזור הפעילות הארוך בתחום הנדל"ן היזמי ולכך שמדובר בתחזית המבוססת על מועד צפוי לסיום הפרויקט. לפיכך, הוצע להציג את הנתונים בפילוח שנתי בלבד.

- מוצע לקבל את ההערה באופן חלקי: סגל הרשות ער לקושי הכרוך בהצגת העודפים הצפויים למשיכה בפילוח רבעוני בשנה העוקבת ליום הדוח, בשים לב לאיזדאות משמעותית הכרוכה באומדן עיתוי שחרור העודפים. לצד זאת, למידע בדבר עיתוי משיכת העודפים חשיבות רבה לצורך ניתוח היכולת התזרימית של החברה ואת היכולת שלה לעמוד בהתחייבויותיה. לפיכך, ובמטרה לאזן בין התועלת הגלומה במידע לבין רמת הדיוק שניתן לייחס לאומדן, מוצע להסיר את ההנחיה, לפילוח רבעוני ולהסתפק בפילוח חצי-שנתי. לעמדת הסגל, הצגת העודפים הצפויים למשיכה בחלוקה שנתית החל מהשנה העוקבת לשנת הדיווח, מהווה מידע מהותי להבנת עיתוי התזרימים הצפויים מהפרויקטים ויכולת התאגיד להיפגש עם העודפים לאורך זמן, ולפיכך הנחיה זו תיוותר על כנה.

(ד). הסבר פערים העולים על 20% ביחס לסעיף 7(ז) לטיטות המדריך: לעניין זה, התקבלו שתי הערות ציבור. בהערה הראשונה נטען כי לאור העובדה שהגילוי בדבר צבר ההכנסות, המקדמות והעודפים הצפויים, ניתן, לפי סעיף זה, ביחס למצרף וכולל את כלל הפרויקטים של התאגיד, צפויה תנודתיות בנתונים, הן בשל סיומם של פרויקטים, תחילת ביצועם או שיווקם של פרויקטים חדשים, והן בשל שינויים שחלים בעקבות מכירה של יחידות דיור. לכן, ההנחיה למתן הסבר לפער כאמור אינה סבירה ברמת המצרף של התאגיד ואינה צפויה להוסיף מידע משמעותי, בעיקר לאור מכלול המידע בטיטות המדריך המוצע. בהערה השנייה נטען, באופן ממוקד ביחס לצבר ההכנסות, כי במהלך השנה עשויים להתווסף חוזים למכירת יחידות דיור ופרויקטים שהיו בשלבי תכנון עשויים לעבור לשלב הביצוע, ולכן עשוי להיווצר פער משמעותי וטבעי בין צבר ההכנסות שנחזה לשנה בתקופת הדיווח הקודמת לבין ההכנסות שהוכרו בפועל. לפיכך, הוצע להסיר את ההנחיה למתן הסבר לפער או, לחלופין, להגדיר את הנסיבות שבהן יש להוסיף הסבר כאמור.

- מוצע לקבל את ההערות באופן חלקי: מוצע לתקן את הסעיף כך שההנחיה למתן הסבר לפער תיוותר ביחס לנתון העודפים הצפויים למשיכה בגין פרויקטים מהותיים מאוד בלבד. זאת, לצורך מיקוד הגילוי במידע מהותי וצמצום ההכבדה. בהתאם, מוצע כי ההנחיה למתן הסבר ביחס לעודפים הצפויים תצומצם כך שתחול רק ביחס לפרויקטים מהותיים מאוד ובמקרה של פער בשיעור של 20% ומעלה.

לעניין הפער בין צבר ההכנסות שניתן בתקופת הדיווח הקודמת לבין ההכנסות שהוכרו בפועל, מוצע לקבל את הטענה כי פער זה עשוי לנבוע מהתפתחותה השוטפת והטבעית של פעילות התאגיד במהלך התקופה, לרבות מכירות חדשות, כניסתם לביצוע של פרויקטים שהיו בשלבי תכנון ושינויים באומדנים. מאחר שניתוח השינויים האמורים עשוי להיות מורכב, בעוד שהתועלת הגלומה בו מוגבלת, מוצע להסיר את ההנחיה למתן הסבר לפער ביחס לצבר ההכנסות.

(ה). הגדרת "ספק עיקרי" בסעיף 8(א) לטיוטת המדריך: נטען כי טיוטת המדריך המוצע לא כוללת הגדרה מובחנת ל"ספק עיקרי" של הפעילות, בעוד שקיימת הגדרה ל"ספק מהותי". לפיכך, מוצע לכלול הגדרה ל"ספק עיקרי" או לחלופין לשנות את הנוסח בסעיף ל"ספק מהותי".

- מוצע לקבל את ההערה: מוצע לשנות את הנוסח כך שההנחיה תתייחס ל"ספק מהותי" חלף "ספק עיקרי".

(ו). גילוי על אודות אירועים חריגים לפי סעיף 8(ב)(9) לטיוטת המדריך: לעניין זה התקבלו שתי הערות ציבור במסגרתן נטען כי הנחיית הגילוי ביחס לאירועים חריגים מול הספק, במתכונת הנכללת בטיטוט במדריך המוצע, היא רחבה מדי ועלולה לכלול גם מחלוקות שוטפות המתעוררות במהלך ביצועו של פרויקט יזמי. לפיכך, מוצע להגביל את הגילוי רק לאירועים שיש בהם כדי להשפיע באופן מהותי על עלויות הפרויקט, על חשיפת התאגיד כלפי הקבלן או על מועד סיומו הצפוי. עוד נטען כי גילוי בדבר מחלוקות או דרישות כספיות המצויות במשא ומתן בין הצדדים, ושטרם התגבשו להליך משפטי, עלול לחשוף מידע מסחרי רגיש. לפיכך, הוצע למקד את הגילוי באירועים מהותיים בלבד, וכן להחליף את המונח "סכסוכים משפטיים", הנכלל בטיטוט המדריך, במונח "הליכים משפטיים".

- מוצע לקבל את ההערות באופן חלקי: מוצע לתקן את הגילוי כך שהוא יוצג רק ביחס לאירועים שיש להם השפעה מהותית על הפרויקט. נוסף על כך, מוצע לקבל את הטענה כי המונח "סכסוכים משפטיים" עשוי לכלול גם מחלוקות שוטפות או משא ומתן בין הצדדים, שאינם מצדיקים בהכרח גילוי ועשויים לכלול מידע מסחרי רגיש. לפיכך, מוצע כי המונח "סכסוכים משפטיים" יוחלף במונח "הליכים משפטיים", באופן שימקד את הגילוי באירועים בעלי מאפיינים מובהקים הרלוונטיים להבנת הסיכונים הכרוכים בהתקשרות עם הספק.

(ז). גילוי בדבר אומדן שווי המימוש נטו לפי סעיף 10(1), סעיף 4(ב) לפרק ב' וסעיף 11(יא) לפרק ה' לטיוטת המדריך: נטען כי ההנחיה להציג את אומדן שווי המימוש נטו של המלאי ואת ההנחות שעמדו בבסיסו, גם כאשר האומדן לא הביא לירידת ערך של המלאי או לביטולה, אינה תורמת למשקיע, בשים לב לגילוי הניתן בדבר הרווח הגולמי הצפוי. עוד נטען כי מידע בדבר שווי המימוש נטו, מקום שבו ניתן גילוי בדבר הרווח הגולמי הצפוי, עלול להטעות את משתמשי הדוחות. לפיכך, הוצע לכלול גילוי כאמור רק כאשר לא ניתן גילוי בדבר הרווח הגולמי הצפוי, וכאשר אומדן שווי המימוש נטו גבוה בשיעור של עד 3% מערכו של המלאי בספרים.

- מוצע לקבל את ההערה: מוצע להסיר את דגש הגילוי האמור, זאת בשים לב לכך שאירועים מהותיים כאמור כפופים ממילא לחובת דיווח מיידית בהתאם להוראות תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970.

(ח). הסבר שינויים ברווח הגולמי הצפוי או ביתרת העודפים הצפויים בפרויקטים מהותיים מאוד לפי סעיף 11(ב)(1) לטיוטת המדריך: נטען כי ההנחיה להסביר סטייה בשיעור העולה על 10% ברווח הגולמי הצפוי או ביתרת העודפים הצפויים היא חריגה ומכבידה. זאת, מאחר שסטיות כאמור עשויות לנבוע ממכלול גורמים ושינויים בהנחות ששימשו לתמחור הפרויקט, ובהם תנאי התחרות, מגמות הריבית והאינפלציה, שינויים בעלויות הבנייה והתפתחויות ביטחוניות ומאקרו-כלכליות. עוד נטען כי לא תמיד ניתן לזהות גורם מסוים המסביר את הסטייה, ולכן ההנחיה עלולה להוביל למתן הסברים כלליים שלא יספקו למשקיע מידע בעל ערך. בנוסף, נטען כי לא קיימת פרקטיקת גילוי דומה בענפים אחרים ביחס לשינויים בנתונים חזויים ברמת הנכס או הפרויקט, וכי אופיו של המידע כמידע צופה פני עתיד מובא ממילא לידיעת קוראי הדוחות. לפיכך, הוצע להסיר את ההנחיה.

- מוצע לקבל את ההערה באופן חלקי: סגל הרשות מכיר בכך כי הוספת הסבר בדבר כל סטייה בשיעור העולה על 10% עלולה ליצור הכבדה שאינה מוצדקת ואינה בהכרח מספקת מידע משמעותי. עם זאת, שינוי מהותי באומדני הרווחיות או העודפים של פרויקט מהותי מאוד עשוי להעיד על שינוי משמעותי במצבו הכלכלי של הפרויקט, ולפיכך קיימת חשיבות להצגת הגורמים המרכזיים שהובילו לשינוי. בהתאם, מוצג לצמצם את הגילוי המוצג כך שיחול ביחס לפרויקטים מהותיים מאוד בלבד ובמקרה של סטייה בשיעור של 20% ומעלה, ויתמקד בגורמים העיקריים לשינוי, ככל שהם ידועים לתאגיד.

(ט). גילוי נפרד בדבר מכירת יחידות דיור במסלולי דירה בהנחה בפרויקטים מהותיים בהקמה לפי נספח א' לטיוטת המדריך: נטען כי במסגרת נתוני מחיר המכירה הממוצע למ"ר, יש לכלול, באופן רוחבי בטבלאות הרלוונטיות, גילוי נפרד בדבר נתוני השיווק ומחיר המכירה הממוצע למ"ר של יחידות דיור הנמכרות לזכאים במסלולי מחיר מופחת, כגון "מחיר למשתכן" ו"מחיר מטרה".

- מוצע לקבל את ההערה: בבחינת נוסח טיוטת המדריך המוצע נמצא כי במסגרת עריכת טבלאות הגילוי נשמטה בשגגה ההנחיה למתן גילוי נפרד ביחס ליחידות דיור הנמכרות במסלולי דירה בהנחה, כגון "מחיר למשתכן" ו"מחיר מטרה". לעמדת הסגל, מדובר במידע מהותי להבנת מצב השיווק בפרויקט ותנאיו, בפרט בפרויקטים הכוללים מכירת יחידות דיור במחירים מופחתים. לפיכך, מוצע כי יוצג גילוי נפרד ביחס ליחידות כאמור, הן לעניין **שיווק** והן לעניין **מחיר המכירה הממוצע**.

(י). גילוי על אודות פרויקטים שהקמתם הסתיימה ושמכירתם טרם הסתיימה ליום האחרון של השנה לפי נספח ה' לטיוטת המדריך: נטען כי הטבלה אינה כוללת מידע בדבר מספר יחידות הדיור שטרם נמכרו בפרויקט, אלא מידע בדבר שטח בלבד. לפיכך, הוצע להוסיף את מספר יחידות הדיור שטרם נמכרו, וכן מידע בדבר מחיר המכירה הממוצע למ"ר.

- מוצע לקבל את ההערה: מוצע להוסיף דגש גילוי ביחס למספר יחידות הדיור שטרם נמכרו עד מועד הדוח, לצד מחיר מכירה ממוצע למ"ר בחוזים שנחתמו ומחיר ממוצע למ"ר שלפיו חושב צפי ההכנסות של המלאי הבלתי מכור. יצוין כי גילוי זה נועד להבטיח רציפות במעקב אחר פרויקטים שסווגו כמהותיים או כמהותיים מאוד עד להשלמתם, כך שהגילוי בעניינם לא ייפסק עם השלמת הבנייה, שעה שטרם הושלמה מכירת היחידות בפרויקט. גם לאחר השלמת הביצוע קיימת חשיבות למעקב אחר קצב מימוש המלאי שנותר, התפתחות הרווחיות בפרויקט ותזרים העודפים הצפוי ממנו, עד להשלמת המכירות וסיום הפרויקט.

(יא) הגדרת "אזור גיאוגרפי" לפי נספח ט': נטען כי נוסחה הנוכחית של הגדרת "אזור גיאוגרפי" בטיטוט המדריך המוצע עלול ליצור אי-בהירות בשאלה אם יש להציג את ערי ישראל כאזורים גיאוגרפיים נפרדים. לפיכך, הוצע להבהיר כי ישראל תיחשב לאזור גיאוגרפי אחד. עוד נטען כי פילוח שונה של ישראל לאזורים גיאוגרפיים על ידי תאגידים שונים עלול לפגוע באחידות ובהשוואתיות של נתוני המצרף, וכן להביא להצגת מידע עודף ביחס לפרויקטים שאינם מהותיים, אשר אינו תורם למשקיע הסביר ואף עלול להטעותו.

• מוצע לקבל את ההערה: מוצע להוסיף הבהרה שלפיה רשאי התאגיד להגדיר את ישראל כאזור גיאוגרפי אחד, בין היתר, לאחר שנמצא כי מרבית החברות אינן נוהגות לבצע פילוח כאמור ורואות בישראל אזור גיאוגרפי אחד לצורך ניתוח פעילותן. נוסף על כך, המונח "אזור גיאוגרפי" עשוי לעורר שאלות פרשניות באשר לאופן החלוקה הראוי ולהוביל ליישום בלתי אחיד בין החברות. בשים לב לכך שניתן ממילא גילוי פרטני נרחב ביחס לפרויקטים, ולכך שפילוח אזורי אינו בהכרח רלוונטי למאפייני הפעילות של כלל החברות, מצא הסגל כי גילוי זה אינו צפוי להוסיף מידע משמעותי למשקיע.

(יב) עלויות פרויקט יזמי לפי נספח ט'3: נטען כי ההנחיה להציג פילוח רבעוני של עלויות הפרויקט אינה מספקת מידע מהותי נוסף, בשים לב לכך שהמידע בדבר פרויקטים מהותיים מאוד ניתן במסגרת הדיווחים הרבעוניים ובהתחשב במחזור החיים הארוך של פרויקטים בתחום הפעילות. לפיכך, הוצע להסיר את ההנחיה לפילוח רבעוני של העלויות בתקופת הדוח.

• מוצע לקבל את ההערה: לעמדת סגל הרשות, ההנחיה לפילוח רבעוני של העלויות בתקופת הדוח יוצרת הכבדה שאינה מוצדקת בהתחשב במידע הניתן במסגרת הדיווחים הרבעוניים. לפיכך, מוצע להסיר את ההנחיה לפילוח כאמור.

(יג) טבלת שיווק לפי נספח ט'5: נטען כי טבלת השיווק אינה כוללת מידע בדבר חוזים שבוטלו, ולכן עלולה להיווצר איהתאמה בין נתוני החוזים שנחתמו בתקופת הדוח לבין הנתונים המצטברים למועד הדוח. לפיכך, הוצע להוסיף לטבלה שורה נפרדת בדבר ביטולי חוזים, בדומה לשורה המציגה את החוזים שנחתמו בתקופת הדוח.

• מוצע לקבל את ההערה: מוצע להוסיף לטבלת השיווק שתי שורות המציגות את מספר החוזים שבוטלו במהלך השנה וחוזים שבוטלו במצטבר. יובהר כי נתון החוזים המצטבר למועד הדוח משקף את החוזים התקפים באותו מועד, לאחר ניכוי חוזים שבוטלו.

2. הערות הציבור העיקריות שמוצע לדחות

להלן עיקר הערות הציבור העיקריות שמוצע לדחות:

(א). גילוי על אודות מודלים שיווקיים לפי סעיף 5(6) לטיוטת המדריך: נטען כי אין מקום לכלול תיאור של ההשלכות התפעוליות והמימוניות של מודלים שונים של שיווק. זאת, מכיוון שמידע מסוג זה הוא מידע רגיש עסקית ותחרותית, ויורד לעומק הגמישות העסקית של החברות בתמחור הפרויקטים. עוד נטען בהקשר זה כי למידע מסוג זה אין תרומה אמיתית לקורא הדוחות, מעבר למידע הקיים כבר היום ביחס לתוצאות הפעילות בפועל, כפי שבאות לידי ביטוי בדוחות הכספיים (המושפעות ממילא גם מפעולות שיווק שונות שנקטה החברה). מנגד, פרסום מידע זה עשוי לפגוע ביכולתן של החברות הציבוריות להתחרות בשוק עתיר תחרות של יזמי נדל"ן, אשר להם ערך מוסף בניתוח נתונים אלו, וכן לפגוע ביכולת המו"מ של החברות אל מול רוכשים פוטנציאליים. לפגיעה זו פוטנציאל לנזק ישיר לחברות, ומכאן לציבור המשקיעים בהן. לכן מידע זה לא נדרש גם בהקבלה להוראות הגילוי בדבר שיווק והפצה בפרט 14 לתוספת הראשונה לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט-1969. בתקנות אלו ביחס לכלל התאגידים המדווחים, נכללה אך ורק חובת גילוי תמציתית של דרכי השיווק והפצה וקיומה של תלות, ולא נכללה דרישה לכימות ההשלכות התפעוליות והמימוניות או כל השלכה כמותית אחרת של מהלכי שיווק. מכאן שאין מקום להשית דווקא על חברות נדל"ן יזמיות חובת גילוי עודפת משמעותית, שאינה מתחייבת מלשון התקנות שטיוטת מדריך הגילוי באה לפרשן. לחילופין, יש להסתפק בתיאור איכותי בלבד של המודלים השיווקיים שבהם עושה התאגיד שימוש, תוך חלוקה לקטגוריות כלליות, לדוגמה: מסלול דחיית תשלום, פריסת תשלומים, החזר חודשי קבוע והטבות מימון מיוחדות (הלואות קבלן, סבסוד משכנתה וכדומה). התיאור האיכותי יתייחס גם לדרכי ההתמודדות הצפויות של התאגיד עם ההשלכות התפעוליות והמימוניות של מודלים אלו.

- מוצע לדחות את ההערה: סגל הרשות סבור כי מידע בדבר היקף השימוש במודלים שיווקיים מהותיים והשלכותיהם התפעוליות והמימוניות הוא מידע מהותי להבנת פעילות התאגיד ופרופיל הסיכון שלו. מודלים אלה עשויים להשפיע על איכות המכירות, עיתוי תזרימי המזומנים, צורכי המימון והחשיפה לביטולי עסקאות, באופן שאינו משתקף בהכרח במלואו בתוצאות הכספיות במועד הדיווח. הנחיית הגילוי אינה נועדה לחשוף מידע מסחרי פרטני או את אסטרטגיית התמחור של החברה, אלא לאפשר למשקיע להעריך את משמעותם הכלכלית של מודלים אלה ואת השפעתם המהותית על פעילות התאגיד.
כמו כן, יודגש כי דרישות הגילוי הקבועות בתקנות אינן מהוות רשימה סגורה, והרשות רשאית, במסגרת בדיקת תשקיפים, לדרוש גילוי של פרטים נוספים ככל שהם עשויים להיות חשובים למשקיע הסביר, בהתאם לסמכותה כאמור בדברי ההסבר שבפתח טיוטת המדריך המוצע. בהתבסס על הניסיון המצטבר של בדיקת תשקיפים של תאגידים בענף הנדל"ן היזמי, המדריך משקף דגשים יישומיים ביחס לפרטי גילוי שלשיטת סגל הרשות עשויים להיות רלוונטיים לענף זה. דגשי הגילוי המופיעים במדריך אינם קובעים הוראות גילוי מחייבות ואחידות ביחס לכל

תאגיד בענף, ואינם מהווים תחליף לבחינה עצמאית שעל כל תאגיד לבצע לצורך קביעת היקף הגילוי הנדרש ממנו בהתאם לנסיבות ולהוראות הדין. בהתאם, אין לראות בפרטי הגילוי המופיעים במדריך פרשנות גרידא של התוספת הראשונה.

(ב). גילוי על אודות ההכנסות מחיצוניים בלבד לפי סעיף 9(ב)(7)(א) לטיוטת המדריך: נטען כי הגילוי הטבלאי המוצע בטיטוט המדריך, שלפיו יוצגו הכנסות ממכירת דירות לחיצוניים בלבד, בעוד שהעלויות שיוצגו הן מלוא העלויות בפועל של הפרויקט, גורע מיכולתו של קורא הדוחות להבין ולהעריך את הרווח החשבונאי העתידי שהחברה צפויה להכיר בו בשנים הבאות.

- מוצע לדחות את ההערה: הצגת הנתונים בנטרול ההשפעות הנובעות מהטיפול החשבונאי בעסקאות קומבינציה נועדה לשקף באופן נאות את הרווחיות הכלכלית של הפרויקט, בהתבסס על ההכנסות ממכירת המלאי לצדדים חיצוניים ועל העלויות המיוחסות לפרויקט. נטרול הרישום החשבונאי הרעיוני אינו צפוי להשפיע באופן מהותי על סכום הרווח הגולמי של הפרויקט, שכן כנגד ההכנסה הרעיונית המוכרת בגין שירותי הבנייה נזקף לעלות המכר רכיב מקביל של עלות הקרקע. לפיכך, עיקר השפעת הנטרול היא על היקף ההכנסות והעלויות המוצגות ועל שיעור הרווח הגולמי, ולא על סכום הרווח הגולמי.

לצד זאת, בהתאם לסעיף 9(ב)(7)(ג) למדריך המוצע, העוסק בפרויקטים מהותיים מאוד, בפרויקט קומבינציה בעין מוצע כי יינתן גילוי נפרד בדבר סך ההתחייבות למתן שירותי בנייה שהוכרה לראשונה. גילוי זה, לצד יתר הנתונים הנדרשים ביחס לפרויקט, מאפשר לקורא הדוחות לעמוד על השפעת רכיב שירותי הבנייה ומספק מידע המאפשר להעריך את הרווח החשבונאי העתידי שהחברה צפויה להכיר בפרויקט.

(ג). גילוי על אודות שיעור החתימות לפי סעיף 9(ח)(6) לטיוטת המדריך: נטען כי ההנחיה מיותרת בשים לב לכך שבכל פרויקט התחדשות עירונית נדרשת הסכמה של 100% מבעלי הזכויות על מנת להוציא את הפרויקט אל הפועל. לפיכך, מוצע להוסיף מידע זה רק כאשר לא נדרשת הסכמה של 100% מבעלי הזכויות.

- מוצע לדחות את ההערה: בהתאם להוראות הדין החלות על פרויקט התחדשות עירונית, עם השגת הרוב הנדרש על פי דין, ניתן, בהתקיים התנאים הקבועים בדין, לנקוט בהליכים משפטיים ביחס לבעלי זכויות המסרבים להתקשר בעסקה. משכך, קיימת חשיבות להצגת שיעור ההסכמות בפרויקט ולבחינת עמידתו ברוב הנדרש על פי דין, ואין מקום להגביל את הגילוי למקרים שבהם לא נדרשת הסכמה של 100% מבעלי הזכויות. למען הסר ספק, מוצע להבהיר בנוסח הסעיף כי הכוונה היא לרוב המיוחס הנדרש בהתאם להוראות הדין.

(ד). הצגת ה"הון העצמי שהושקע" לגבי פרויקטים בהקמה ליום האחרון של השנה לפי נספח ד' לטיוטת המדריך המוצע: נטען כי לא ברור אם המונח "הון עצמי שהושקע" מתייחס להון העצמי שנדרש להשקיע בפרויקט או ליתרת ההון העצמי המגולמת בהשקעות בפרויקט. עוד נטען כי בפרויקטים בעירוב שימושים קיים קושי בהצגת נתון זה, מאחר שההון העצמי עשוי לשמש גם רכיבים בפרויקט שאינם משתייכים לפעילות הנדל"ן היזמי.

- מוצע לדחות את ההערה: הנחיית הגילוי מתייחסת להון העצמי שנדרש להשקיע בפרויקט בהתאם לדרישות הגורם המממן אשר מוצג בחלוקה להון עצמי שהושקע למועד הדוח והון עצמי שטרם הושקע. ביחס לפרויקטים בעירוב שימושים מהותיים מאוד, ככל שהחלק המיועד להחזקה אינו מהותי, בהתאם לרף המהותיות לפי המדריך המוצע (20% מההכנסות), לא תוצג התייחסות להערכות התאגיד ותכניותיו בקשר לחלק המיועד להחזקה, בין היתר, גם בנוגע להפרדה של ההון העצמי בין השימושים השונים. מנגד, ככל שהחלק המיועד להחזקה מהותי, יינתן גילוי בהתאם לטבלה ט(11) לטיטוט המדריך המוצע, וככל שאינו מהותי, אין הכרח לבצע הפרדה ייעודית. כך, ברמת התוצאה יוצג ההון העצמי המיוחס לרכיב היזמי בלבד. יצוין כי מוצע להוסיף הבהרה בהקשר הזה למדריך.

(ה). הצגת "רווח כלכלי צפוי" לגבי פרויקטים בהקמה ליום האחרון של השנה לפי נספח ד' לטיטוט המדריך המוצע: נטען כי הנחיית הגילוי בדבר "רווח כלכלי צפוי" מיותרת כאשר ניתן גילוי בדבר העודפים הצפויים מהפרויקט. עוד נטען כי הסתמכות על דוח האפס או על דוח הפיקוח עלולה להביא להצגת נתון מטעה, שכן דוחות אלה נערכים לצורכי הגורם המממן, אינם משקפים בהכרח שינויים בתנאי השוק ואת מלוא העלויות שבהן נושא התאגיד, ועשויים להתבסס על הנחות שמרניות השונות מאלה המשמשות את התאגיד. לפיכך, הוצע להסיר את הנחיית הגילוי.

- מוצע לדחות את ההערה: הרווח הכלכלי הצפוי ויתרת העודפים הצפויים מהפרויקט הם נתונים שונים, המספקים מידע משלים ואינם מהווים תחליף זה לזה. לפיכך, יש חשיבות בהצגת שני הנתונים. לעניין אופן חישוב הרווח הכלכלי הצפוי והחשש להטעיית המשקיעים, ההתבססות על דוח האפס או על דוח הפיקוח נועדה ליצור בסיס גילוי אחיד ובר-השוואה, המאפשר להבין את רווחיות הפרויקט ואת העודפים הצפויים ממנו.

3. שינויים נוספים שבוצעו בטיטוט המדריך

בנוסף לשינויים שנסקרו לעיל, הוטמעו בטיטוט המדריך המוצע, גם התיקונים כדלהלן:

1. פרק ההגדרות: נוספה הגדרה של פרויקט התחדשות עירונית בייזום. הגדרה זו נועדה לשקף את המאפיינים הייחודיים של פרויקטים בתחום ההתחדשות העירונית בשלבי הייזום המוקדמים, שבהם קידום הפרויקט תלוי, בין היתר, בהתקדמות הליכי ההתקשרות עם בעלי הדירות הקיימים ובהבשלה התכנונית של הפרויקט, וזאת עד להשגת הרוב הנדרש על פי דין ולהתקדמותו לשלב תכנוני המאפשר את סיווגו בהתאם לקטגוריות הפרויקטים הרגילות הקבועות במדריך.
- לצד זאת, הובהר כי ייחודו של פרויקט התחדשות עירונית לעניין דגשי הגילוי מתמקד בעיקרו בשלב הייזום האמור. **עם הבשלת הפרויקט והתקדמותו לשלבי התכנון והביצוע המקבילים לאלה של פרויקט יזמי רגיל, יחולו עליו, בשינויים המחויבים, אותן דגשי גילוי החלים על יתר פרויקטי הנדל"ן היזמי בהתאם לשלב שבו מצוי הפרויקט.** בכך מבקש המדריך ליצור מסגרת גילוי אחידה לאורך מחזור חייו של הפרויקט, תוך מתן ביטוי נפרד רק למאפיינים הייחודיים של שלב הייזום בהתחדשות עירונית.

2. פרק דגשים כלליים:

2.1. נוספה למדריך הבהרה ביחס לאופן הצגת נתוני המחיר למ"ר בפרויקטים הכוללים

שימושים שאינם למגורים, ובפרט שטחי משרדים ומסחר. זאת, בשים לב לכך שבפרויקטים מסוג זה קיימות בשוק פרקטיקות שונות ביחס לרמת הגמר שבה משווקים ונמסרים השטחים, כגון מכירת שטחים ברמת מעטפת לעומת מכירתם ברמת גמר מלא, אשר עשויות להשפיע באופן מהותי על המחיר למ"ר המוצג. לפיכך, נקבע כי מקום שבו נתוני המחיר למ"ר מושפעים מרמת הגמר של השטחים, יינתן גילוי בדבר **בסיס התמחור הרלוונטי**, ותבוצע הבחנה בין רמות הגמר השונות, ככל שהבחנה זו מהותית להבנת נתוני המחיר בפרויקט. גילוי זה נועד לאפשר למשקיע להבין את הבסיס שעליו נשענים נתוני המחיר המוצגים, לבחון את התפתחות מחירי המכירה בפרויקט על בסיס עקבי, ולערוך השוואה מושכלת בין נתוני הפרויקט לבין עסקאות ופרויקטים בנייהשוואה.

2.2. רוכזו בפרק הכללי למדריך ההתאמות הנדרשות בהצגת נתונייהם של פרויקטים

המבוצעים באמצעות עסקאות חליפין, ובכלל זה פרויקטים של התחדשות עירונית. במסגרת זו הובהר אופן הצגת מספר היחידות ושטח הפרויקט, תוך הבחנה בין החלק המיועד לבעלי הדירות הקיימים לבין החלק המיועד למכירה לרוכשים חיצוניים; נקבע כי נתוני חוזי המכר יתייחסו לרוכשים חיצוניים בלבד; וכן הובהר אופן הצגת הנתונים הכספיים של הפרויקט, בנטרול השפעת הרישום החשבונאי הרעיוני הנובע מעסקת הקומבינציה. **ריכוז ההתאמות בפרק הכללי נועד להבטיח יישום אחיד ועקבי של עקרונות אלה בכלל דגשי הגילוי במדריך ולהתאים את אופן הצגת נתוני הפרויקט למאפייניהם הייחודיים של פרויקטים מסוג זה.**

3. הפרק המצרפי: לצורך הבהרת דגשי הגילוי ביחס למודלים שיווקיים מהותיים

והשלכותיהם על תוצאות פעילות התאגיד, נוספו למדריך דוגמאות קונקרטיות לאופן יישום הדגשים כאמור. במסגרת זו הובהר כי לצד הצגת היקף המכירות שבוצעו באמצעות מודלים שיווקיים מהותיים, יש לתת ביטוי גם להשלכות הכלכליות הנובעות מהשימוש בהם. כך, במודלים הכוללים דחייה של חלק מהותי מתשלום התמורה למועד המסירה, כגון מודלים מסוג 20/80 או 10/90, יוצג היקף רכיב המימון המשמעותי הגלום בחוזים לצד ההיקף הכולל של חוזי המכירה; ובמודלים הכוללים הלוואות קבלן, יוצגו הוצאות המימון שבהן נשא התאגיד בגין הלוואות אלה. **תוספת זו נועדה להבהיר כי הגילוי אינו מתמצה בתיאור מאפייני המודל השיווקי והיקף השימוש בו, אלא יוצגו גם השלכותיו המימוניות על תוצאות פעילות התאגיד.**

4. בנוסף, טבלאות הגילוי, אשר רוכזו בטיוטת המדריך כנספחים, שולבו בגוף המדריך

בסמוך לדגשי הגילוי שאליהם ה מתייחסות. שינוי זה נועד ליצור זיקה ישירה וברורה בין דגשי הגילוי העקרוניים לבין אופן יישומם בפועל, להקל על ההתמצאות במדריך ולשפר את בהירותם ונגישותם של דגשי הגילוי. שילוב הטבלאות בגוף המדריך מאפשר לקורא לקבל תמונה שלמה ורציפה של הנחיות הגילוי החלות בכל נושא, מבלי להידרש להפניה חוזרת בין הנחיות המדריך לבין נספחיו.

ז. הצעת החלטה

מוצע לאשר את טיוטת המדריך המוצע המצורף לדוח זה, וכן את פרסומו באתר הרשות.