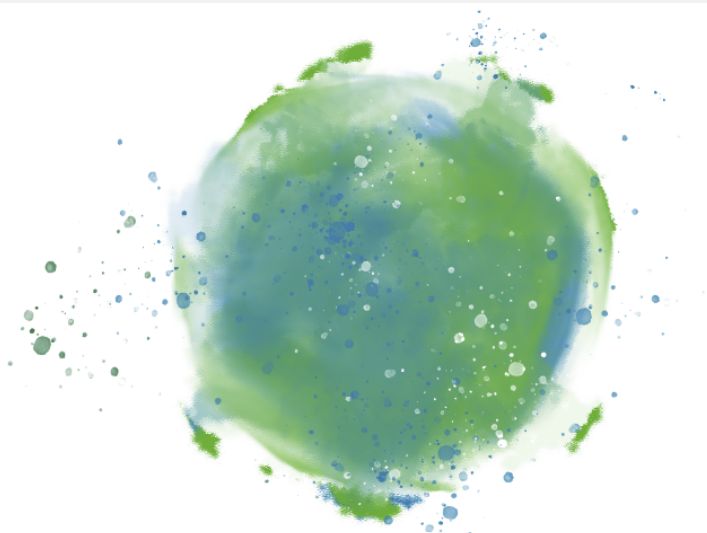




רשות ניירות ערך פרסומים מקצועיים יוני 2026

שלום לכולם,

במהלך חודש יוני 2026 פרסמה רשות ניירות ערך מספר עדכונים מקצועיים שעיקריהם יפורטו להלן:

עדכון החלטה מספר 4-99 בעניין קווים מנחים לבחינת מהותיות של טעות בדוחות כספיים, ועמדה משפטית מספר 24-105 בדבר אופן פרסום דוחות כספיים מתוקנים

עיקרי העדכונים שבוצעו:

- נוסף סעיף 7 לחלק א' בדבר טעות המתקנת בדוחות הכוללים בתוכם את התקופה שבה נפלה הטעות. לפי סעיף זה, כאשר תאגיד מצא כי נפלה טעות בדוחות כספיים לתקופת ביניים קודמת, ומתקן את הטעות בנתוני תקופה הכוללת בתוכה את התקופה שבה נפלה הטעות יחד עם תקופה נוספת, עליו לוודא כי תיקון הטעות לא יוביל להכללת מידע מטעה, ולכלול במידת הצורך, מידע נוסף בקשר לתיקון. נוספה דוגמה 29ב' להמחשת הסעיף.
- תוקנה פסקה 2 בסעיף א' לחלק ב', על מנת להבהיר כי בעת פרסום דוחות מתוקנים, התאגיד נדרש לאשר ולחתום על פרקי הדוח התקופתי או הרבעוני בהתאם להוראות הרגילות שחלות בקשר לפרסום דוחות עיתיים, וכן לתקן

בפרקים אלו את התיקונים שנגזרים מהשינויים שביצע בדוחות הכספיים ביחס לדוחות הכספיים המקוריים שפרסם.

- הוחלפה פסקה 7 בסעיף א' לחלק ב'. הנוסח המעודכן מבהיר כי כאשר תאגיד בוחר לדווח באופן וולונטרי על קיומה של טעות לא מהותית בדוחות כספיים שפורסמו בעבר, אם מדובר בטעות כזאת שאילו הייתה מהותית, התאגיד היה נדרש לפרסם דוחות כספיים מתוקנים, עליו לפרסם דוחות כספיים מתוקנים חתומים מחדש באמצעות טופס 930 מתקן. עם זאת, אין חובה לפרסם מחדש את יתר חלקי הדוח (כמפורט בפסקה 2 לעיל), אך יש לצרפם כפי שפורסמו במקור לשם הנוחות. נוספו דוגמאות 35–37 להמחשת הפסקאות שתוקנו.

לקריאת העמדה המעודכנת באתר הרשות – לחצו כאן

פרסום ממצאים בקשר עם הערכות שווי נדל"ן והערכות שווי פעילות להלן עיקרי הממצאים ועמדות הסגל:

א. הערכות שווי כלכליות לקביעת שווי פעילות

1. הערכת שווי של פעילות עסקית העוסקת בתחום ההתחדשות העירונית

- **ייחוס שווי לפרויקטים שעדיין לא הגיעו לרוב דרוש** – במסגרת הערכת השווי הונח כי הפרויקטים יגיעו לרוב דרוש מבין בעלי הזכויות בקרקע (67%) על פי דין לצורך קידום הפרויקט. ביחס לפרויקט שבו חסרה חתימה אחת בלבד להשגת הרוב הדרוש, סגל הרשות קיבל את עמדת החברה לפיה ניתן לקבוע את השווי בשיטת DCF תוך התחשבות באי הוודאות הקיימת באמצעות הנחת מקדם דחייה ושיעור הדיסקונט גבוה יותר. לעומת זאת, ביחס לפרויקטים ששיעור החתימות בהם עמד על כ-50%, לעמדת סגל הרשות, יש להעדיף שיטה הקובעת את שווי הפרויקטים הללו לפי עלות ההשקעה שהושקעה בהם עד למועד ההערכה, או לחילופין, לפי התמורה המקובלת בגין מכירת חתימות ליזם בפרויקטים שטרם הגיעו לרוב הדרוש.
- **קביעת שיעור הדיסקונט ושקלול מקדם תוחלתי בתזרים** – הערכת השווי כללה שימוש בשיעור הדיסקונט אחיד לכלל הפרויקטים, ללא הבחנה בין הפרויקטים בהתאם לסטטוס התכנוני שלהם. לעמדת סגל הרשות, בפרויקטים שבהם טרם אושרה תב"ע, מאחר שקיימת לגביהם אי ודאות משמעותית באשר למימושה, יש לשקלל במסגרת תזרימי המזומנים מקדם אי ודאות המשקף את ההסתברות לכך שהפרויקט לא ייצא אל הפועל. בנוסף, יש לקבוע את שיעור הדיסקונט תוך התחשבות במצבו התכנוני של הפרויקט, הסיכונים הכרוכים בו בהתאם למצבו התכנוני, לרבות האפשרות לעיכובים במימוש הפרויקט, אי קבלת מלוא הזכויות התכנוניות הצפויות או שינוי במדיניות התכנונית אשר עשוי להביא להפחתה בשיעורי הרווחיות הצפויים.
- **סבירות ההנחות בבסיס דוח אפס** – נמצאו מספר הנחות לא סבירות שהחברות נדרשו לעדכן בנוגע לעלויות הקמה ועלות חוב בגין הלוואות מזנין.

2. ביסוס שווי הוגן על משא ומתן שהופסק למכירת הפעילות המוערכת

נמצא כי שווי פעילות הנמדדת בדוחות החברה לפי שווי הוגן התבסס על הצעת מחיר שנגזרה מהצעת Non-Binding Offer (NBO) שהתקבלה 3 רבעונים קודם לפרסום הדוחות, זאת על אף שהמשא ומתן לא הבשיל לכדי עסקה מחייבת ואף הופסק בסמוך למועד קבלת ההצעה הלא מחייבת.

בהתאם להוראות IFRS 13, השווי אמור לשקף את המחיר שהיה מתקבל בעסקה רגילה בין משתתפי שוק במועד המדידה על בסיס הנחות עדכניות ומידע זמין. לעמדת סגל הרשות, העובדה שהמשא ומתן לא הבשיל, לצד חלוף הזמן, חייבה בחינה מחודשת של המשך ההסתמכות על מחיר שנקבע ב-NBO כעוגן בלעדי לשווי.

3. צירוף הערכת שווי המבוססת על הנחות ואומדנים שאינם נתמכים בנתונים נצפים ומהימנים

חברה אשר חתמה על הסכם קומבינציה עם בעלי קרקע לפיתוח מתחם מעורב שימושים והייתה מצויה בשלב קידום תב"ע מול רשויות התכנון, צירפה לטיטות תשקיף הנפקה לראשונה תוכנית עסקית הכוללת הערכת שווי של החברה. מבדיקת סגל הרשות עלה כי חלק ניכר מההנחות שעמדו בבסיס התוכנית העסקית והערכת השווי התבססו על תרחישים עתידיים המאופיינים ברמת אי ודאות משמעותית ועל פי פרמטרים סובייקטיביים, אשר אינם נתמכים בנתונים נצפים או מהימנים. בנוסף, נוכח הסטטוס התכנוני של הפרויקט, פרק הזמן הקצר שחלף ממועד ההתקשרות בהסכם הקומבינציה והיעדר התקשרויות אופרטיביות עם ספקים, קבלנים או מפעילים, לא ניתן היה להסביר באופן המניח את הדעת את הפער המשמעותי בין עלות ההשקעה בפועל לבין השווי שנאמד בהערכת השווי. לאור זאת, סגל הרשות סבר כי קיים קושי ממשי לראות בהערכת השווי בסיס מהימן להצגת שווי הפרויקט ולפיכך הסירה החברה את הערכת השווי מהתשקיף שיפורסם לציבור וכללה תוכנית עסקית המציגה נתונים עובדתיים בלבד כדי שלא להציג מידע שעלול להטעות את המשקיעים.

ב. שמאויות מקרקעין

1. הערכת שווי של שני מרכזים מסחריים במחוז חיפה

הערכת שווי של שני נכסים מסחריים הממוקמים בסמיכות האחד לשני וכוללים זכויות בניה בלתי מנוצלות ובאחד מהם ישנם גם שטחי תעסוקה.

- **מתן שווי לזכויות בניה נוספות מקום שבו אין היתכנות גבוהה לפיתוח אותן זכויות** – לעמדת סגל הרשות, החברה לא ביססה את ההיתכנות והכדאיות הכלכלית למימוש הזכויות הנוספות.
- **ייחוס שווי לדוכנים שהפעלתם אינה מוסדרת בהיתר** – לעמדת סגל הרשות, משתתף שוק סביר לא יהיה מוכן לשלם עבור תזרימי מזומנים עתידיים הנובעים מזכויות שאינן מוסדרות בהיתר כשהפוטנציאל להפקת תזרימי המזומנים ואישור הזכויות מוטל בספק או שדורש תשלום לצורך הסדרתו, אשר לא הובא בחשבון.
- **חילוץ שיעור היות מעסקאות בשוק** – שימוש בעסקאות השוואה לצורך קביעת שיעור היות מחייב ניתוח כלכלי המתייחס למאפייני העסקה, וכן בחינה של מידת התאמת העסקה לנכס נשוא השומה. סגל הרשות בחן את אופן חילוץ שיעורי תשוואה המשתמעים מעסקאות השוואה (Going In Cap Rate) שהוצגו במסגרת הערכת השווי וכיצד הובאו בחשבון מאפייני הנכס והעסקאות לצורך קביעת שיעור ההיות הסופי בשומה. מבדיקת סגל הרשות עלה כי במסגרת השומה הוצגו עסקאות השוואה רבות וזאת ללא כל הסבר או ניתוח המאפשר להבין את אופן קביעת שיעור ההיות ששימש בסיס לשומה. לעמדת סגל הרשות, היעדר התאמות מדויקות לעסקאות ההשוואה, עלול להביא לקביעה שגויה של שיעור היות וכפועל יוצא לטעות בהערכת השווי. לפיכך, מצופה מחברות להציג במסגרת הערכות השווי ניתוח ברור ומנומק של עסקאות

ההשוואה וההתאמות שבוצעו, באופן שיאפשר להבין את אופן קביעת שיעור ההיוון.

- **משאים ומתנים להשכרת שטחים** – לעמדת סגל הרשות יש לנהוג במשנה זהירות כאשר מסתמכים בתחזית ההכנסות על משא ומתן להשכרת שטחים פנויים. על מעריך השווי לאמוד את המסוימות של המשא ומתן, תוך התייחסות לשלב שבו הוא נמצא ולקבוע האם בכלל ניתן להסתמך עליו באותה נקודת זמן. כמו כן, במקרים שבהם הגיע מעריך השווי למסקנה כי ניתן להסתמך על המשא ומתן, עליו לתת גילוי ברור בהערכת השווי לאותם משאים ומתנים וכן לקחת מקדמי ביטחון, וזאת על מנת לגלם את האפשרות הקיימת כי ההסכמים לא ייחתמו לבסוף או ייחתמו בתנאים שונים מאלו שהובאו בחשבון.
- **היעדר ניתוח של עומס הפדיונות** – לעמדת סגל הרשות, עומסי פדיון חריגים עשויים להעיד על סיכון מוגבר ביחס ליכולתם של חלק מהשוכרים להמשיך ולשלם את דמי השכירות הנוכחיים בעתיד. גם אם השוכרים ממשיכים לעמוד בתשלומים ואף מממשים אופציות להארכת החוזים, לא ניתן להתעלם מהסיכון המוגבר הנובע מעומס פדיון חריג, ויש להביאו בחשבון במסגרת הערכת השווי, כפי שכל משתתף שוק היה מביא בחשבון בעת תמחור שווי הנכס.

2. שימוש בגישת ההשוואה מקום בו קיימים חוזים בתוקף

נמצא כי לצורך קביעת שווי נכס משרדים מניב במרכז הארץ ששיעור התפוסה בו עמד על כ-80%, בוצע שקלול בין גישת ההשוואה לבין גישת היוון ההכנסות. השווי שנקבע בהתאם לגישת ההשוואה היה גבוה בכ-10% מהשווי שנגזר מגישת היוון ההכנסות. לטענת החברה הפער בין הגישות נבע מכך שחלק מהחוזים בנכס נחתמו לפני תקופה ממושכת ולכן דמי השכירות הממוצעים בנכס אינם משקפים את דמי השכירות הראויים בתנאי השוק הנוכחיים.

לעמדת סגל הרשות, בשימוש בגישת ההשוואה היה על החברה להביא בחשבון שהחוזים הקיימים בנכס הינם בתנאים נחותים ביחס לתנאי שוק (לכל הפחות למועד סיום חוזי השכירות) - עובדה המצריכה הפחתה של שווי הנכס בהשוואה לנכסי ההשוואה.

3. שימוש בגישת ההשוואה לצורך הערכת שווי שטחים פנויים

מבדיקת סגל הרשות עלה כי שווי השטחים הפנויים למ"ר שנקבע בהערכת שווי של פרויקט הכולל שטחי מסחר ומשרדים, היה גבוה מעסקאות שבוצעו בפרויקט אחר של החברה באותו אזור ואף גבוה ממחירי שוק שנצפו בחלק מהעסקאות באזור. יתר על כן, השווי למ"ר פנוי שהונח בהערכת השווי היה גבוה מהשווי המגולם למ"ר מושכר, כפי שמשתקף מהערכת השווי. על אף שקיימות מתודולוגיות שונות להערכת שווי ועל אף שגישת ההשוואה הינה אחת מהגישות המובילות ובעלות התוקף הגבוה ביותר להערכת שווי, לעמדת סגל הרשות, בדרך כלל, אם לא חלה עליית מחירים המלמדת על כך שהשכירויות הקיימות בנכס אינן בתנאי שוק, לא ניתן לקבל תוצאה שלפיה שווי שטח פנוי גבוה משווי משטח מושכר, במיוחד כאשר רמת הסיכון בו גבוהה יותר וקיימת היסטוריה המעידה על קושי באכלוס. בנוסף, לא ניתן לעשות שימוש בנתוני השוואה המייצגים רכישה של משרדים בודדים/קומות בודדות על מנת להעריך שווי של נכס בכללותו.

ג. הערכת שווי של מלון המסווג כרכוש קבוע

1. נטרול שווי פעילות עסקית משווי הנכס

בעת הערכת שווי של נכס נדל"ן המשמש לפעילות תפעולית עסקית, כדוגמת מלון המסווג כרכוש קבוע ונמדד במודל הערכה מחדש, נדרש ל"נטרל" את

שווי הרכיב התפעולי משווי הנכס על מנת להציג את שווי הרכוש הקבוע בלבד.

2. הערכת שווי של מלון המסווג כנדל"ן להשקעה על בסיס הסכם ניהול שנחתם מול בעל השליטה

בנסיבות המקרה המתוארות בהרחבה בעמדה, סבר סגל הרשות כי לא ניתן לבסס את שווי המלון אך ורק באמצעות עסקאות ההשוואה, תוך התעלמות מהביצועים ההיסטוריים של המלון ויחסי הכיסוי (יחס הוצאות שכירות ל-EBITDA בפועל). סגל הרשות הדגיש בפני החברה כי דמי השכירות שנקבעו בהסכם עם צד קשור אינם משקפים בהכרח תנאי שוק, בין היתר נוכח יחסי כיסוי אשר העידו כי בהתאם לביצועי העבר של המלון, ההסכם צפוי להוביל להפסדים משמעותיים למפעיל, וכן בהיעדר מחויבות או ערבות מצד בעל השליטה להמשך תשלום דמי השכירות במקרה של הפסדים.

ד. גילוי

1. הצגת מספרי השוואה

במסגרת בדיקת דוחות עלה כי חברה פרסמה הערכות שווי, אשר כללו את תחזיות תזרימי המזומנים לשנים הבאות וזאת ללא הצגה השוואתית של ביצועי הפעילות ההיסטוריים. סגל הרשות מסר לחברה כי לעמדתו הצגת הנתונים כאמור, מקשה על בחינת סבירות ההנחות של החברה ביחס לתזרימי המזומנים העתידיים וכן על ניתוח המגמות של הפעילות המוערכת.

2. גילוי בעבודת הקצאת עודפי עלות רכישה (PPA)

- **צירוף חוות דעת מומחה שעליה מבוססת הערכת שווי**
חברה צירפה לדוחותיה הכספיים עבודת PPA להקצאת עלויות הרכישה של פעילות התחדשות עירונית שנרכשה על ידה, בה מצוין כי שווי הפעילות מבוסס ברובו על תזרימי מזומנים המבוססים על דוח אפס חתום על ידי שמאי. דוח האפס הכולל הנחות מהותיות ביחס לתזרימי המזומנים לא צורף לעבודת ה-PPA. סגל הרשות ציין כי בהתאם לתקנה 6 לתוספת השלישית לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים) התש"ל-1970 (להלן: "התוספת השלישית"), מקום בו הסתמכה הערכת שווי על הערכות מהותיות של מומחים נוספים, נדרש לצרף להערכת השווי את ההערכות של המומחים הנוספים ולהביא את כל הפרטים הנדרשים בתוספת השלישית גם ביחס להערכות המומחים הנוספים, בשינויים המחויבים.
- **הצגת תזרימי המזומנים המבוססים את שווי הפעילות הנרכשת**
חברה צירפה לדוחותיה הכספיים עבודת PPA להקצאת עלויות הרכישה של פעילות בתחום האנרגיה שנרכשה על ידה, אשר לא כללה את תזרימי המזומנים החזויים של הפעילות אשר שימשו בסיס לעבודת ה-PPA. בהתאם לתקנה 4 לתוספת השלישית, הערכת השווי תכלול את העובדות, ההנחות, החישובים והתחזיות שעליהם הסתמך מעריך השווי.

לקריאת דוח הממצאים באתר הרשות – לחצו כאן

דוח סופי של הוועדה לבחינת דרישות הגילוי בדוחות עיתיים ומידיים

ביום 16 ביוני 2026 פורסם הדוח הסופי של הוועדה לבחינת דרישות הגילוי בדוחות עיתיים ומידיים (להלן: "הוועדה").
הוועדה מונתה בחודש פברואר 2025 על מנת לבחון את הגילוי הנדרש כיום במסגרת הדוחות העיתיים, ובפרט בדוח הדירקטוריון ובפרק תיאור עסקי התאגיד, וכן את הוראות הגילוי המתייחסות לפרסום דיווחים מידיים.

הוועדה בחנה את מבנה הדיווחים והצורך לעדכן את הוראות הגילוי הקיימות במטרה ליצור משטר דיווח שיעמיד לרשות ציבור המשקיעים מידע שיאפשר להם לקבל החלטות השקעה מושכלות, תוך התחשבות בהשלכות משטר הדיווח על התאגידים והמשקיעים, באופן צריכת המידע, ובמתכונת הגילוי בשוקי הון מפותחים בעולם.

לאחר בחינת פרקטיקות הדיווח בשוק ההון, התייחסויות הציבור לדוח הביניים שפורסם בחודש דצמבר 2025 והתייחסות הגורמים אשר הופיעו בפניה, הוועדה הגיעה לממצאים העיקריים הבאים:

- הדוחות העיתיים, בדגש על פרק תיאור עסקי התאגיד ודוח הדירקטוריון, כוללים עודף מידע שהינו פחות רלוונטי ו/או לא מהותי.
- קיים רושם כי הדוחות העיתיים לא תמיד כוללים ניתוח איכותי המשקף את גישת ההנהלה.
- קיים ביקוש לגילוי אודות מדדים כמותיים פיננסיים ותפעוליים בפירוט מגזרי ומנקודת המבט של ההנהלה באופן שיאפשר השוואה בין תאגידים הפועלים בסקטור דומה והכל תוך שקיפות בנוגע למתודולוגיית החישוב ולפרמטרים הנכללים בהם.
- מבנה הדוחות העיתיים נעדר היגיון פנימי ומקשה על קריאת ועיבוד המידע.
- קיים עודף דיווחים מידיים אודות אירועים לא מהותיים, וכללי הדיווח בסוגיות מסוימות מקשים על ההתנהלות העסקית של תאגידים מדווחים.
- יש צורך בפלטפורמת גילוי שתהיה קריאה באמצעים טכנולוגיים.

ההמלצות העיקריות של הוועדה הינן:

- **מבנה הדוחות העיתיים** – קביעת מבנה סדור וקוהרנטי של הדוחות העיתיים תוך מניעת חזרתיות ומיקוד דרישות הגילוי במידע שהינו מהותי למשקיעים ורלוונטי עבור התאגיד המדווח.
- **דוח הנהלה** – פרק דוח ההנהלה (כיום "דוח הדירקטוריון") צריך לשמש רק לצורך הערכות וניתוחים של ההנהלה בנוגע למצב הפיננסי והתוצאות העסקיות של התאגיד המדווח תוך התבססות על מדדים כמותיים (KPI's), הסברים איכותיים והקפדה על שקיפות בנוגע למתודולוגיה העומדת בבסיסם.
- **דיווחים מיידיים** – נדרש למנוע פרסום מידע עודף. בנוסף, נדרש איזון בין הצורך בפרסום מהיר של מידע מהותי לבין הצורך להבטיח כי המידע המתפרסם יהיה מדויק, רלוונטי ובעל ערך אמיתי למשקיעים וכן איזון בין הצורך בפרסום מהיר של מידע מהותי לבין החשש מפגיעה של הפרסום באינטרסים מסחריים לגיטימיים של התאגיד.
- **הנגשה טכנולוגית** – הוועדה ממליצה לרשות ניירות ערך לפעול לאימוץ פלטפורמות דיווח מתקדמות יותר מהקיימות כיום.

בהמשך לפרסום הדוח הסופי של הוועדה, רשות ניירות ערך פרסמה להערות הציבור הצעת אסדרה לתיקון חובות הגילוי בדוחות עיתיים ומיידיים. הערות ותגובות תתקבלנה עד ליום 16.07.2026.

[לקריאת הדוח הסופי באתר הרשות – לחצו כאן](#)
[לקריאת הצעת האסדרה באתר הרשות – לחצו כאן](#)

בברכה,

רו"ח גיא טביביאן,

שותף, ראש המחלקה המקצועית
Deloitte

למידע ופרטים נוספים:

רו"ח יוסי אביאן, דירקטור במחלקה המקצועית, Deloitte, טל': 03-6085204
רו"ח שמעון זוארץ, דירקטור במחלקה המקצועית, Deloitte, טל': 03-6085562
רו"ח דורית קסב, מנהלת בכירה במחלקה המקצועית, Deloitte, טל': 03-7181811
רו"ח יקרת שבת, מנהלת בכירה במחלקה המקצועית, Deloitte, טל': 03-6085461
רו"ח היראלדו דחדל, מנהל במחלקה המקצועית, Deloitte, טל': 03-7181739
רו"ח יואב אטיאס, מנהל במחלקה המקצועית, Deloitte, טל': 073-3994468
רו"ח גיל בנדק, מנהל במחלקה המקצועית, Deloitte, טל': 03-6070518



www.deloitte.co.il

Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, a UK private company limited by guarantee ("DTTL"), its network of member firms, and their related entities. DTTL and each of its member firms are legally separate and independent entities. DTTL (also referred to as "Deloitte Global") does not provide services to clients. Please see www.deloitte.com/about for a more detailed description of DTTL and its member firms.

Deloitte Israel & Co. is a firm in the Deloitte Global Network. Deloitte Israel Group is a leading professional services firm, providing a wide range of world-class audit, tax, consulting, financial advisory and trust services. The firm serves private and publicly traded companies, domestic and international clients, public institutions and promising fast-growth companies whose shares are traded on the Israeli, US, European and foreign capital markets.

Deloitte Israel Group - ©2026 Brightman Almagor Zohar & Co. A firm in the Deloitte Global Network.