

אוברולינג וטיוטת מדריך גילוי ענפי - נדל"ן יזמי

מחלקת תאגידיים, שוק ההון וניירות ערך

עדכון לקוחות - מאי 2026

לקוחות יקרים,

במזכר שלפניכם שני נושאים:

❖ אובר-רולינג בעת אישור תגמול למנכ"ל מכהן

החלטה חדשה של כב' השופט אלטוביה בעניין אלקטרה מחדדת כי שימוש במנגנון אובר-רולינג לצורך אישור תגמול למנכ"ל חרף התנגדות האסיפה הכללית הוא מסלול חריג, ולא שלב פרוצדורלי נוסף בדרך לאישור ההחלטה. בית המשפט הדגיש כי נדרשים בחינה מיוחדת אמיתית, נימוקים מפורטים וביסוס עובדתי וכלכלי מספק לכך שמדובר במקרה מיוחד המצדיק התגברות על עמדת בעלי המניות. עוד עולה מן ההחלטה כי סמיכות זמנים להחלטה הקודמת או הישענות על אותם נימוקים שכבר הוצגו לאסיפה עלולות לעורר קושי ולחזק טענה כי ההחלטה להתגבר על עמדת בעלי המניות הייתה קבועה מראש. לאור האמור החליט בית המשפט לאשר באופן חלקי בקשה לגילוי מסמכים לפי סעיף 198 לחוק החברות.

❖ טיוטת מדריך גילוי ענפי לתשקיפים

רשות ניירות ערך פרסמה להערות הציבור "טיוטת מדריך גילוי ענפי בתשקיפים: חברות נדל"ן יזמי". טיוטת המדריך פתוחה להערות הציבור עד ליום 31 במאי 2026. הרשות מציינת במדריך כי מטרתו להגביר את האחידות, השיטתיות והיעילות בחברות הפועלות בתחום, לצמצם את המידע הניתן והוא צפוי להקל על התאגידיים. לעמדת הרשות, המדריך יאפשר הצגת תמונה מלאה על רווחיות הפרויקטים והשפעת רכיבי המימון על תוצאות הפעילות ויתמקד במידע מהותי בלבד. כמו כן, ניתן דגש לנושא הצגת נתונים בפרויקטים של התחדשות עירונית.

1. פסיקה חדשה בנושא אובר-רולינג בעת אישור תגמול למנכ"ל מכהן

בעניין **קאשי נ' אלקטרה**¹ נדונה במחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו, בקשה לגילוי ועיון במסמכים בטרם הגשת תביעה נגזרת לפי סעיף 198א לחוק החברות. במוקד ההליך עמדה טענה לפיה הליך ה-אובר-רולינג שבמסגרתו אושרה הקצאת אופציות למנכ"ל החברה חרף התנגדות האסיפה הכללית, בוצע שלא כדין. יצויין כי במקביל לבקשה זו הוגשו בקשות דומות בחברות נוספות, בינהן, מטריקס אי.טי. בע"מ, קבוצת דלק בע"מ וניו-מד אנרג'י – שותפות מוגבלת².

רקע

לאחר שהאסיפה הכללית של בעלי המניות באלקטרה לא אישרה את תגמול הוניה למנכ"ל, ועדת התגמול והדירקטוריון עשו שימוש במנגנון ה-אובר-רולינג ואישרו את הקצאת התגמול ההוני חרף התנגדות האסיפה. על רקע זה, בעלי מניות בחברה הגישו בקשה לגילוי ועיון במסמכים בטרם הגשת תביעה נגזרת, בטענה כי החלטת האובר-רולינג התקבלה שלא כדין וכי היא עשויה לעלות כדי הפרה של חובות הזהירות והאמון של הדירקטורים.

עוד נציין כי המבקשים ביקשו לעיין, בין היתר, בפרוטוקולים ובנהלים הנוגעים להליך אישור התגמול, כדי לבחון האם בעת ביצוע האובר-רולינג אכן התקיימה בחינה מחודשת אמיתית לאחר התנגדות האסיפה, או שמא ההחלטה להתגבר על עמדת בעלי המניות הייתה, הלכה למעשה, קבועה מראש.

בית המשפט קיבל את הבקשה **באופן חלקי**, וקבע כי המבקשים העמידו תשתית ראייתית ראשונית המצדיקה גילוי של חלק מן המסמכים שהתבקשו, לצורך בחינת הגשת תביעה נגזרת.

עיקרי ההחלטה

להלן הנקודות המרכזיות מקביעת בית המשפט בהחלטה:

א. אובר-רולינג הוא חריג ולא ברירת מחדל.

בית המשפט הדגיש כי מלשון החוק ומדברי הכנסת עולה שהתגברות על החלטת האסיפה הכללית היא החריג ולא הכלל, והיא שמורה **למקרים מיוחדים בלבד**.

¹ תנג (ת"א) 50050-11-23 משה קאשי נ' אלקטרה בע"מ.

² קבוצת דלק בע"מ וניו-מד אנרג'י – שותפות מוגבלת מיוצגות שתיהן על ידי משרדינו. לאור הדמיון בין טענות המבקשים והעובדה שארבע הבקשות הוגשו למחלקה הכלכלית בבית המשפט בתל אביב, החליט בית המשפט לאחד את הטענות ברמה המנהלית, לצורך קבלת עמדת הגורמים המקצועיים וידיד בית המשפט, תוך שנקבע כי כל תיק ידון לגופו.



סידני, אוסטרליה
50 Carrington St, NWS 2000
T. +61-2-90606206

באר שבע
גב ים, רחוב האנרגיה 77
ט. 03-6071450
פ. 08-6155780

תל אביב
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98
ט. 03-6078607
פ. 03-6078666

ירושלים
ישעיהו ליבוביץ 30, בניין 2
ט. 02-5607607
פ. 02-5639948

ב. נדרשים נימוקים מפורטים ובחינה מחודשת אמיתית.

נקבע כי הפעלת סמכות האובר-רולינג תיעשה רק במקרים מיוחדים המצדיקים זאת, ותוך הסתמכות על נימוקים מפורטים. בית המשפט הדגיש כי אין די בחזרה כללית על העמדה המקורית של ועדת התגמול והדירקטוריון, אלא נדרשת בחינה מחודשת של ממש, בנפש חפצה, לאחר שהאסיפה הכללית אמרה את דברה.

ג. ההליך נבחן במבחן ההגינות המלאה.

בית המשפט ציין כי יש לבחון החלטת אובר-רולינג לפי מבחן ההגינות המלאה, שכן לשיטתו עצם ההתגברות על התנגדות האסיפה הכללית מעוררת חשש מובנה להטיה ולהתקבעות של ועדת התגמול והדירקטוריון בעמדתם המקורית, במיוחד נוכח הקרבה המבנית למנכ"ל והאפשרות כי יבחרו "לצופף שורות" ולא לקיים בחינה מחודשת אמיתית. לטעמו, הגינות מלאה מחייבת הליך הוגן ושקיפות מלאה מצד ועדת התגמול והדירקטוריון, וכן בחינה של הגינות העסקה וסבירותה בין היתר, בהסתמך על חוות דעת שוק העוסקת בשאלות מהו השוק הרלוונטי ואילו חברות הן בנות השוואה.

ד. סמיכות זמנים וחזרה על אותם נימוקים עלולות לעורר קושי.

בית המשפט סבר כי תזמון הישיבות שבהן נדונה החלטת האובר-רולינג, בסמוך מאוד לאסיפה הכללית, יחד עם שימוש כמעט באותם נימוקים שהוצגו לפני האסיפה, מעלים חשש לכאורי לכך שהתנגדות בעלי המניות לא נשקלה כראוי וכי ההחלטה להתגבר על עמדת האסיפה נקבעה מראש.

ה. גם התנגדות בלתי מנומקת של בעלי מניות אינה פוטרת מבחינה מחודשת.

בית המשפט הוסיף כי גם במקרים שבהם בעלי המניות המתנגדים אינם מנמקים את התנגדותם, אין בכך כדי לפטור את ועדת התגמול והדירקטוריון מן החובה לקיים בחינה מחודשת אמיתית של ההתנגדות ושל ההחלטה להתגבר עליה אולם הוסיף כי ככל שהתנגדות בעלי המניות נבעה ממדיניות רוחבית שלהם ייתכן שהדבר יקל על הדירקטוריון לעמוד בנטל המוטל עליו, אך אין בכך כדי לייתר בדיקה לגופה של אותה עמדה והתייחסות אליה במסגרת נימוקי החלטת האובר-רולינג.



סידני, אוסטרליה
50 Carrington St, NWS 2000
T. +61-2-90606206

באר שבע
גב ים, רחוב האנגריה 77
ט. 03-6071450
פ. 08-6155780

תל אביב
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98
ט. 03-6078607
פ. 03-6078666

ירושלים
ישעיהו ליבוביץ 30, בניין 2
ט. 02-5607607
פ. 02-5639948

בשורה התחתונה: ההחלטה מחדדת כי ככל שחברה ציבורית שוקלת לעשות שימוש במנגנון של אובר-רולינג ביחס לתגמול מנכ"ל, עליה להניח כי מדובר במסלול שיזכה לבחינה קפדנית מצד בית המשפט. בהתאם, מומלץ להקפיד על התמודדות קונקרטית עם טעמי ההתנגדות של בעלי המניות, ועל ביסוס עובדתי וכלכלי מספק לכך שמדובר במקרה מיוחד המצדיק אובר-רולינג על עמדת האסיפה הכללית.

במילים אחרות, המסר העולה מפסק הדין הוא כי אובר-רולינג אינו יכול להיתפס כתחנה פרוצדורלית נוספת בדרך לאישור התגמול, אלא כהחלטה חריגה, המחייבת הליך עצמאי, שקוף, מנומק ומבוסס.

לדעתנו קביעת בית המשפט לפיה החלטת אובר-רולינג כפופה לסטנדרט הביקורת של הגינות מלאה אינה עולה בקנה אחד עם כוונת המחוקק שהסמיך את ועדת הביקורת והדירקטוריון לבצע אובר-רולינג כדי להותיר את ההכרעה הסופית בסוגיות של תגמול בכירים בתאגיד בידי אורגנים אלו. זאת בשל נטל ההוכחה הכבד הנדרש בהתאם למבחן הגינות המלאה, מבחן הבודק את העסקה לגופה ולא את אופן הפעלת שיקול הדעת של האורגנים בחברה, כעולה מלשון החוק.

קישור להחלטה.

2. טיטת מדריך גילוי ענפי בתשקיפים: "חברות נדל"ן יזמי"

- ❖ בחודש מרץ 2026, פרסמה רשות ניירות ערך להערות הציבור "טיטת מדריך גילוי ענפי בתשקיפים: חברות נדל"ן יזמי".
- ❖ טיטת המדריך פורסמה בהמשך להנחיית גילוי בנושא משנת 2014 ועדכונים לה ועל רקע ההתפתחויות בענף ובין היתר, לאור כניסתו לתוקף של תקן IFRS15 בחודש ינואר 2018 ששינה את מודל ההכרה בהכנסה מחוזים עם לקוחות בדוחות הכספיים והביא לכך שהרווח הגולמי בפרויקט יזמי אינו משקף את מלוא עלויות המימון הכרוכות בהקמת הפרויקט.
- ❖ הרשות מבהירה כי הדגשים המפורטים במדריך אינם מהווים הוראות גילוי מחייבות, אינם ממצים את חובת הגילוי, ואינם תחליף לבחינה פרטנית שכל תאגיד חייב לבצע לפי הדין.

להלן עיקרי ההוראות הכלולות בטיטת המדריך:

- א. **שינוי ספי המהותיות:** על פי מתכונת הגילוי הנוהגת בענף היום, בחינת המהותיות מתבצעת על פי שלושה מבחנים חלופיים: מבחן ההכנסות השנתיות הממוצעות הצפויות, מבחן הרווח הגולמי הצפוי שטרם הוכר ומבחן יתרת המלאי.



סידני, אוסטרליה
50 Carrington St, NWS 2000
T. +61-2-90606206

באר שבע
גב ים, רחוב האנגריה 77
ט. 03-6071450
פ. 08-6155780

תל אביב
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98
ט. 03-6078607
פ. 03-6078666

ירושלים
ישעיהו ליבוביץ 30, בניין 2
ט. 02-5607607
פ. 02-5639948

לשיטת הרשות, קיומם של שלושה מבחנים חלופיים לשם סיווג פרויקטים כמהותיים מאוד עשוי להביא לעיוותים.

לאור האמור, טיטת המדריך מציעה לאמץ מבחן אחד עיקרי לכל סוג נכסים ולקבוע מדרג ביניים של "פרויקט נדל"ן יזמי מהותי" כשפרסום מידע על פרויקטים יינתן רק על פרויקטים מהותיים ומהותיים מאוד. להלן יפורט המבחן העיקרי לכל סוגי הנכסים בענף לשם סיווג פרויקט כמהותי מאוד או כמהותי:

(1) לגבי פרויקט יזמי, שאינו עתודת קרקע או פרויקט התחדשות עירונית - פרויקט שההכנסה השנתית הממוצעת הצפויה ממנו מהווה 10% מסך הכנסות התאגיד המאוחדות בשנת הדיווח או מסך הכנסות התאגיד כאמור בשנת הדיווח שקדמה לה, לפי הגבוה מבניהם, ובלבד שהיו לתאגיד הכנסות בשנת הדיווח או בשנת הדיווח שקדמה לה. לעניין זה, "הכנסה שנתית ממוצעת הצפויה מן הפרויקט", סך ההכנסה הצפויה מהפרויקט, חלקי מספר השנים הצפויות מתחילת הקמת הפרויקט ועד סיום ביצועו.

בפרויקט מהותי (שאינו מהותי מאוד), שיעור של 5% מסך ההכנסות כאמור.

(2) לעניין פרויקט ששועבד לטובת מחזיקי אגרות החוב - פרויקט המקיים אחד מאלה: העודפים הצפויים מהפרויקט המשועבד מהווים 20% או יותר מסך יתרת תעודות ההתחייבות בסדרה, למועד הדיווח; לעניין זה – "יתרת תעודות ההתחייבות" – פארי או שווי בורסאי, לפי הנמוך מביניהם; העודפים הצפויים מהפרויקט המשועבד מהווים 20% או יותר מסך העודפים הצפויים של כלל הפרויקטים המשועבדים לאותה סדרת תעודת ההתחייבות, למועד הדיווח.

פרויקט נדל"ן יזמי ששועבד לטובת מחזיקי אגרות החוב שאינו מהותי מאוד יסווג כפרויקט מהותי.

(3) לעניין פרויקט התחדשות עירונית - פרויקט המקיים את שני התנאים הבאים: (א) התאגיד בחן את מידת ההיתכנות של הפרויקט וקבע כי היא גבוהה; לעניין זה, "מידת ההיתכנות של הפרויקט" - השלבים שנותרו עד להוצאת הפרויקט אל הפועל, וזאת בהתחשב במכלול השיקולים הרלוונטיים לעניין זה, ובכל זה שיקולים משפטיים כגון האם שיעור ההסכמה שהושג בפועל עולה על הרוב הנדרש על פי חוק, וכן שיקולים תכנוניים כגון צפי לקבלת היתר בניה בשלושת השנים הקרובות; (ב) הפרויקט מקיים את אחד התנאים כמפורט בפרט (1) לעיל, בשינויים המחויבים.



סידני, אוסטרליה
50 Carrington St, NWS 2000
T. +61-2-90606206

באר שבע
גב ים, רחוב האנגריה 77
ט. 03-6071450
פ. 08-6155780

תל אביב
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98
ט. 03-6078607
פ. 03-6078666

ירושלים
ישעיהו ליבוביץ 30, בניין 2
ט. 02-5607607
פ. 02-5639948

(4) **לעניין פרויקט עתודת קרקע** - פרויקט שיתרת המלאי המיוחסת לו בדוח על המצב הכספי המאוחד ליום האחרון של שנת הדיווח מהווה 10% או יותר מסך נכסי התאגיד בדוח האמור.

בפרויקט מהותי (שאינו מהותי מאוד), שיעור של 5% מסך נכסי התאגיד כאמור.

לעניין פרויקט בחברה כלולה או בעסקה משותפת המוצגת בגישת השווי המאזני – כמפורט במדריך. **על-פי טיוטת המדריך, אם לתאגיד יותר מחמישה פרויקטים מהותיים מאוד, הוא רשאי לתת גילוי כפרויקטים מהותיים מאוד ביחס לחמשת הפרויקטים המהותיים ביותר בלבד, בעוד שיתר הפרויקטים יסווגו לצורכי הגילוי כפרויקטים מהותיים בלבד. מנגד, תאגיד רשאי לבחור בגילוי רחב יותר גם ביחס ליותר מחמישה פרויקטים, אך במקרה כזה הרחבת הגילוי תחייב, לשמור על גילוי עקבי ומבוסס במהלך הדיווחים השוטפים, אף אם אותם פרויקטים לא יעברו את רף המהותיות גם בתקופה מאוחרת יותר.**

לגבי פרויקטים שאינם מהותיים יינתן גילוי מצרפי על פרויקטים בהקמה, עודפים צפויים ופרויקטים בתכנון.

ב. גילוי בדבר הרווח הכלכלי הצפוי:

על-פי טיוטת המדריך, בפרויקט מהותי ובפרויקט מהותי מאוד נדרש להתייחס לרווח הכלכלי בפרויקט, במובחן מהרווח החשבונאי. במסגרת הגילוי נדרש התאגיד להציג גם את יתרת העודפים הצפויה של הפרויקט (סכום הרווח הכלכלי הצפוי וההון העצמי שהושקע על ידי היזם בניכוי הלוואות מזנין או משלימי הון עצמי, כולל עלויות מימוש בגיבן ככל שהינם צוברות ומשולמות בסוף הפרויקט). נתון זה משקף את יתרת המזומנים הצפויה להיוותר בידי היזם בתום הפרויקט, לאחר פירעון כלל ההתחייבויות הקשורות בפרויקט. יתרת העודפים הצפויה מהווה אינדיקציה מרכזית לרווח הכלכלי הצפוי ליזם ולתשואה הצפויה על ההון העצמי שהושקע בפרויקט. חישוב העודפים הצפויים יבוסס על מתודולוגיה מקובלת במערכת הבנקאית (במסגרת דוח האפס ודוחות המעקב הנערכים לצורך ליווי פיננסי של פרויקטים) (ראו בעניין זה גם שו"ת 105.36 שפרסמה הרשות).

ג. שיעור שיווק משמעותי:

על-פי טיוטת המדריך, קיים קשר בין מידע כספי תחזיתי אודות פרויקט מסוים - צפי הכנסות, עלויות, רווח גולמי צפוי וכיו"ב בפרויקט התחדשות עירונית, עתודת קרקע ופרויקט בתכנון - לבין רמת הוודאות שלו. מדובר. "**שיווק משמעותי**" יהיה אינדיקציה לכך שהפרויקט הגיע לרמת בשלות



סידני, אוסטרליה
50 Carrington St, NWS 2000
T. +61-2-90606206

באר שבע
גב ים, רחוב האנגריה 77
ט. 03-6071450
פ. 08-6155780

תל אביב
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98
ט. 03-6078607
פ. 03-6078666

ירושלים
ישעיהו ליבוביץ 30, בניין 2
ט. 02-5607607
פ. 02-5639948

מספקת המצדיקה גילוי תחזיתי. פרויקט שהגיע לשלב של שיווק משמעותי יהיה פרויקט שסך ההכנסות מחוזים חתומים מגיע ל-20% לפחות מסך ההכנסות הצפויות של הפרויקט. לעמדת הרשות זו נקודת ציון מסחרית המעידה על היענות שוק והתקדמות משמעותית בשיווק. תאגיד רשאי להציג מידע כספי תחזיתי גם ביחס לפרויקט שטרם הגיע לרמת ודאות זו, ובפרט כאשר מדובר בתחזית לטווח ארוך אך יצטרך לכלול בגילול ביסוס רחב ומפורט של ההנחות שביסוד האומדן.

ד. הצגת חישוב העודפים הצפויים בנכסי עירוב שימושים:

טיוטת המדריך מתייחסת לפרויקטים בעירוב שימושים על רקע התרחבות המגמה בשוק הנדל"ן בישראל. פרויקטים אלה משלבים רכיב יזמי המיועד למכירה לצד רכיב מניב אשר התאגיד מתכנן להחזיק לטווח הארוך.

לטיטת המדריך ראו [קישור](#) ולמסמך הרקע שצורף לו, ראו [קישור](#).

❖ נציין כי טיוטה זו מצטרפת לנייר עמדה שפרסם הסגל ביום 9.2.2026 בתחום הנדל"ן המניב, הנוגעת לנושא חישוב והצגת מדד ה-FFO. נזכיר כי בנייר זה הרשות קבעה כי חברות המפרסמות FFO, בין בדוחות התקופתיים ובין בפרסומים אחרים לציבור, נדרשות לחשב את המדד לפי גישת הרשות בהתאם לסטנדרט אחיד, כאשר רשימת ההתאמות המותרות בגישת הרשות היא רשימה סגורה ולא ניתן להוסיף עליה ללא תיאום מראש מול סגל הרשות. לצד זאת, ניתן להציג גם FFO לפי גישת ההנהלה (AFFO), אך זאת רק באופן סדור, עקבי ומוסבר, ותוך הימנעות מהתאמות שהרשות רואה כבלתי רלוונטיות או כמובילות להצגה מוטה של ביצועי החברה.

[קישור](#) לעמדת הרשות מחודש פברואר 2026.

[קישור](#) למזכר של המשרד לקראת הדוח פרסום הדוחות השנתיים לשנת 2025.

כתמיד, משרד אגמון עם טולצ'ינסקי ישמח לעמוד לשירותכם לייעוץ ולסיוע בכל שאלה שמתעוררת.

* מזכר לקוחות זה אינו מהווה יעוץ משפטי ומוגש כשירות ללקוחותינו



סידני, אוסטרליה
50 Carrington St, NWS 2000
T. +61-2-90606206

באר שבע
גב ים, רחוב האנרגיה 77
ט. 03-6071450
פ. 08-6155780

תל אביב
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98
ט. 03-6078607
פ. 03-6078666

ירושלים
ישעיהו ליבוביץ 30, בניין 2
ט. 02-5607607
פ. 02-5639948



עו"ד איריס ציבולסקי-חביליו, יועצת
מחלקת תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון
irisc@agmon-law.co.il



עו"ד שיראל גוטמן עמירה, שותפה
ראש מחלקת תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון
shirel@agmon-law.co.il



עו"ד יהודה גינדי, שותף
מחלקת תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון
yehudag@agmon-law.co.il



עו"ד יערה שחורי-בן הרוש, שותפה
מחלקת תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון
yaarab@agmon-law.co.il



סידני, אוסטרליה
50 Carrington St, NWS 2000
T. +61-2-90606206

באר שבע
גב ים, רחוב האנרגיה 77
ט. 03-6071450
פ. 08-6155780

תל אביב
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98
ט. 03-6078607
פ. 03-6078666

ירושלים
ישעיהו ליבוביץ 30, בניין 2
ט. 02-5607607
פ. 02-5639948