

MEITAR
MEITAR | LAW OFFICES | מיתר | עורכי דין

CLIENT UPDATE

עמדת רשות ניירות ערך - תפקידי נאמן למחזיקים בתעודות התחייבות שהונפקו לציבור

29 באוקטובר 2024

ביום 24 בספטמבר, 2024 פרסם סגל רשות ניירות ערך **עמדה משפטית מס' 108-5: תפקידי נאמן למחזיקים בתעודות התחייבות שהונפקו לציבור ("העמדה")** הנוגעת למתכונת פעילות נאמן לאגרות חוב בהתאם להוראות סעיף 35ב(א) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 ("החוק").

עמדה זו, שעיקרה תוצגנה להלן בתמצית, משקפת את עמדות סגל הרשות כפי שהתגבשו לאורך השנים וכן בעקבות ביקורת רוחב שנערכה בנושא על ידי מחלקת ביקורת ואכיפה ברשות, בנוגע לטיב והיקף פעילותם של הנאמנים לאגרות חוב, בשים דגש על החובות והדרישות החלות הן על הנאמן והן על החברה במסגרת התקשרותם.

העמדה מהווה שינוי מהפרקטיקה הנוהגת ולהערכתנו תשפיע הן על התנהלות הנאמנים מול החברות המנפיקות והן על ניסוח שטרות נאמנות חדשים, באופן שישקף את הדרישות הנרחבות של רשות ניירות ערך מהנאמנים.

א. חובות הנאמן להבטחת התחייבויות החברה כלפי מחזיקי אגרות החוב
הרשות הביעה עמדתה כי על הנאמן להפעיל שיקול דעת עצמאי בבחינת התנהלות החברה ופעולותיה ואופן עמידתה בהתחייבויותיה כלפי מחזיקי אגרות החוב. היקף וסוג הפעולות והבחינות שבהן נדרש הנאמן לנקוט תלויות, בין היתר, במהותיות הפעולה או העסקה שבנדון או במהותיות השינויים במצבה של החברה, בעוצמת ניגוד העניינים שבה מצויה החברה, ובהשלכות האפשריות של אלו על זכויות מחזיקי אגרות החוב. כמו כן, לפי עמדת הרשות אין באפשרות החברות והנאמנים לפטור את הנאמנים מחובותיהם לבצע בדיקות עצמאיות. כך למשל, ובניגוד לפרקטיקה שהייתה נהוגה עד כה, **אין באפשרות הצדדים לקבוע בשטר הנאמנות הוראות שלפיהן הנאמן יסתמך על מצגים ואישורים מטעם החברה בלבד ויהיה פטור מביצוע פעולות נוספות מצדו.** מניסיוננו, הרשות כבר החלה ביישום עמדה זו, ובמקרים בהם שטרי נאמנות הוגשו לאישורה (דוח הצעת מדף בהיתר), היא

להלן עמדת הרשות בתמצית בקשר לאופן פעילותו הנדרש של הנאמן לצורך עמידה בחובותיו ביחס למספר סוגיות שכיחות במהלך חיי אגרות החוב, שעיקרן עלו, בין היתר, במסגרת הביקורת שנערכה:

◦ **שינוי או שחרור בטוחות שהועמדו למחזיקי אגרות החוב על ידי החברה -**

בהתאם לסעיף 135 לחוק, לא ניתן לבצע שינוי בבטוחות או בתנאיהן, אלא על ידי שינוי שטר הנאמנות או על ידי מנגנון שנקבע בשטר שיבטיח באופן סביר כי זכויות המחזיקים לא ייפגעו כתוצאה משינוי הבטוחות. לפיכך, לעמדת הרשות, **כאשר חברה מבצעת שינוי בנכסים שהועמדו כבטוחות למחזיקי אגרות חוב במסגרת מנגנון כאמור, מבלי שדרושה הסכמה נוספת מהרשות או ממחזיקי אגרות החוב, הנאמן מחויב לבצע בדיקות עצמאיות על מנת להבטיח כי זכויות המחזיקים לא ייפגעו כתוצאה מהשינוי או ההחלפה, וזאת בהתאם למידע שיקבל מהחברה ולשיקול דעתו המקצועי.** כך למשל, במקרה בו נדרש על פי השטר לבצע הערכת השווי של הנכס המוחלף, על הנאמן לבחון את המתודולוגיה והנתונים העומדים בבסיס הערכת השווי שסיפקה החברה, וזאת על מנת לוודא שהחברה עומדת ביחסי הכיסוי שנקבעו בשטר. במקרים חריגים, עשוי הנאמן להידרש לקבלת הערכת שווי (או חוות דעת אחרת) עצמאית, ולא להסתפק בבדיקת הערכת השווי שנערכה על ידי או עבור החברה. על הנאמן לבחון את מאפייני הנכס המוחלף במקרה שבו קיים חשש לשוני מהותי בין הנכסים (כגון בהחלפת נכס מניב בנכס בהקמה), ואת השפעת השינוי על יחסי הכיסוי הקיימים, כמו גם סיכונים נוספים שעשויים לנבוע מהחלפה זו. ככל הנדרש, עליו לקבל פירוט של הנימוקים העומדים בבסיס עמדת החברה שלפיה החלפת (או שחרור) הבטוחות עולה בקנה אחד עם הוראות השטר והחוק.

◦ **בחירת עמידה באמות מידה פיננסיות - ככלל, בכל מועד הקבוע בשטר**

הנאמנות כמועד שבו נדרשת עמידת החברה באמות מידה פיננסיות, על הנאמן לבצע בחינה של עמידת החברה בהן ובכלל זה לוודא כי חישוב אמות המידה על ידי החברה מבוצע בהתאם להוראות השטר ולהגדרת אמות המידה במסגרתו, ובמידת הצורך גם לבצע חישוב עצמאי בהסתמך על המידע הקיים ומידע נוסף מהחברה. ככל שקיים חשש כי חישוב החברה מוטעה או שאינו עולה בקנה אחד עם אופן חישוב אמת המידה כפי שנקבע בשטר, על הנאמן לדרוש מהחברה להעביר לידיו את חישוביה וכן את נימוקיה לאופן החישוב, ובמידת הצורך לדרוש מהחברה לתקן את החישוב. לעמדת סגל הרשות, מעורבותו של הנאמן נדרשת גם מקום שאמת המידה אינה מנוסחת ברור ובאופן חד משמעי ונדרשת פרשנות לשם ביצוע המדידה ובפרט מקום שהחברה מבקשת לשנות פרשנות כדי להימנע ממסקנה אודות הפרה של אמת המידה. בנוסף, בנסיבות שבהן החברה מבקשת לשנות את אופן חישוב אמת מידה מסוימת, על הנאמן לבחון את השינוי, לקבל לידיו הסברים מהחברה לסיבות לביצוע השינוי ועמידתו של השינוי בהגדרת אמת המידה בשטר הנאמנות, ובמידת הצורך להתייעץ עם מומחים מטעמו.

◦ **בחירת סכום פדיון מוקדם שמבצעת חברה למחזיקים - במרבית שטרי**

הנאמנות מעוגנת אפשרות לחברה לביצוע פדיון מוקדם של אגרות החוב, כאשר לרוב במקרה שכזה קובע שטר הנאמנות כי על החברה לשלם למחזיקים את הסכום הגבוה מבין שלוש חלופות – חלופת שווי השוק, חלופת הערך ההתחייבותי וחלופת היוון יתרת תזרים המזומנים בריבית של אג"ח ממשלתי (בהתאם לאופן החישוב ורכיביו כפי שמעוגנים בשטר הנאמנות). לעמדת סגל הרשות, כחלק מחובות הנאמן, ובכלל זה חובתו לבחון את עמידת המנפיק בהתחייבויותיו לפי שטר הנאמנות, על הנאמן לוודא כי חישוב סכום הפדיון המוקדם נעשה כיאות ובהתאם להוראות שטר הנאמנות. על הנאמן לבצע חישוב עצמאי של סכום הפדיון ולבחון האם קיימים פערים בין התחשיב שערך לבין תחשיב החברה. ככל שישנם פערים כאמור, על הנאמן לפנות לחברה ולמסור לה את התחשיב שערך, ובמידת הצורך לקבל את תחשיב החברה וכן הסבר מהחברה לפערים שהתגלו, ולוודא כי מלוא הסכום שלו זכאים המחזיקים ישולם להם.

◦ **אישור עסקאות עם בעלי שליטה על ידי מחזיקי אגרות החוב - בשטרי**

הנאמנות להנפקת אגרות חוב על ידי חברות אגרות חוב (שהנפיקו אגרות חוב לציבור מבלי שהנפיקו מניות לציבור) מעוגנים, לא אחת, סעיפים המחייבים את

החברה להביא בפני מחזיקי אגרות החוב לאישור התקשרויות אשר בחברה ציבורית היו טעונות אישור האסיפה הכללית של בעלי המניות ברוב המיוחד הקבוע בסעיף 275 לחוק החברות, התשנ"ט-1999. כחלק מחובותיו, על הנאמן לבחון האם העסקאות הללו אכן מובאות למחזיקים בהתאם לאמור בשטר הנאמנות. לעמדת הרשות, **בעת בחינת עמידת חברה בהתחייבות זו בשטר הנאמנות, נדרש הנאמן לנקוט משנה זהירות. בפרט במקום שבו החברה בוחרת שלא להביא עסקה לאישור המחזיקים בטענה כי מדובר בעסקה שאינה חריגה או שעונה לחריג אחר הקבוע בשטר הנאמנות.** במצבים שכאלה, על הנאמן להיות אקטיבי ולבחון את פעולות החברה ועמידתה בהוראות השטר ואף לבצע, במידת הצורך, בחינה עצמאית של שאלת חריגות העסקה או עמידת החברה בהוראות החריגים, וככל שעולים ספקות ביחס לאופן שבו סיווגה החברה את העסקה, על הנאמן לקבל לידי את נימוקי החברה ולהבין כיצד הניחה דעתה שהעסקה אינה חריגה או שעומדת בהוראות איזה מהחריגים הקבועים לעניין זה בשטר הנאמנות. במקרים שלא נחה דעתו, עליו לפעול מול החברה כדי להבטיח שהיא תקיים את הוראות השטר.

ב. בחינת היותו של שינוי בשטר הנאמנות "הסדר חוב מהותי"
לעמדת סגל הרשות, כאשר חברה מבקשת לבצע שינוי בשטר הנאמנות, על הנאמן לבחון, בין היתר, האם השינוי האמור עולה כדי "הסדר חוב מהותי" כהגדרתו בחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ח-2018 – קרי, "הסדר ... שעניינו שינוי מהותי בתנאי הפירעון של סדרת איגרות חוב הכולל הפחתת חוב או דחיית מועד הפירעון, לרבות הסדר שלפיו ייפרעו איגרות החוב, כולן או חלקן, בדרך של הקצאת ניירות ערך אחרים לבעלי איגרות החוב". ככל שמדובר בהסדר חוב מהותי כאמור, על הנאמן לפעול לכך שיבוצע בהתאם להוראות חוק חדלות פירעון, הכולל חובה לפנות לבית משפט עוד בשלב המשא ומתן לצורך מינוי מומחה מטעמו לבחינת הסדר החוב, מתן חוות דעת על-ידו בדבר כדאיות ההסדר, אישור מחזיקי אגרות החוב ואישור ההסדר על-ידי בית המשפט.

כן מציין סגל הרשות כי **על הנאמן לבצע בחינה כאמור באופן עצמאי, תוך קבלת הסברים מהחברה ככל שלעמדתה שינוי שטר הנאמנות אינו עולה כדי הסדר חוב מהותי, בחינת סבירותם של ההסברים כאמור ותוך שקילת מכלול הנסיבות הרלוונטיות לחברה ולמחזיקי אגרות החוב.**

ג. עיגון מנגנונים מותאמים למסירת מידע לנאמן
סעיף 35 לחוק מסדיר את חובות הדיווח להעברת המידע מהחברה המנפיקה לנאמן, ומקנה לנאמן סמכות לדרוש מהחברה המנפיקה להעביר לידי, מעבר לדוחות המנדטוריים, גם מידע נוסף הנדרש לו לצורך עמידה בחובותיו ("לפי דרישה סבירה של הנאמן" כלשון הסעיף האמור). בהתאם, שטרות נאמנות רבים כוללים הוראות בדבר חובת החברה להעביר לנאמן מסמכים, לפי דרישתו הסבירה ובסדי זמנים קבועים. בהקשר זה הדגיש סגל הרשות את החשיבות של הסדרת מנגנונים מותאמים בשטר הנאמנות שמטרתם להבטיח כי החברה המנפיקה תספק לנאמן את כלל המסמכים והנתונים הנדרשים לו במקרים הרלוונטיים לצורך מילוי חובותיו, תוך קביעת מסגרת זמנים סבירה לצורך כך.

ד. מועדי כינוס אסיפות מחזיקים על ידי הנאמן והקדמתם
בהתאם לחוק, הנאמן נדרש לכנס אסיפת מחזיקי אגרות חוב אם ראה צורך בכך או לדרישת מחזיקים שלהם 5% מיתרת הערך הנקוב של הסדרה, וכן לצורך קבלת החלטות שלפי השטר תתקבלנה באסיפת מחזיקים. המחוקק קבע כי משך הזמן בין מועד זימון האסיפה לבין מועד כינוסה יעמוד לכל הפחות על 7 ימים, והקנה מפורשות סמכות לנאמן לקצר את לוח הזמנים ככל שסבר כי הדבר דרוש לשם הגנה על זכויות המחזיקים, תוך הטלת חובה עליו לנמק במסגרת זימון האסיפה את הסיבות להקדמת מועד הכינוס. חובת ההנמקה נועדה לאפשר למחזיקים להעריך את החלטת הנאמן ואת היותה לטובת המחזיקים, וזאת חרף הפגיעה בהם שבקיצור סד הזמנים. לעמדת סגל הרשות, על הנאמנים להקפיד לכלול הנמקה מפורטת להחלטה בדבר קיצור לוח הזמנים. כך למשל, הכללת אמירה בזימון האסיפה לפיה הקיצור נדרש "לצורך הגנה על זכויות מחזיקי אגרות החוב" או "לאור הצורך בקבלת ההחלטה שעל סדר היום בהקדם" אינה מגשימה את חובת ההנמקה המוטלת על הנאמן כאמור.

עמדת הרשות המפורטת לעיל משקפת פרשנות מרחיבה של החובות החלות על הנאמן, והיא מדגישה את הציפייה של הרשות מהנאמן לפעול בצורה אקטיבית יותר בהגנה על ציבור המחזיקים וכן להפעיל שיקול דעת עצמאי בבחינת התנהלות החברה ופעולותיה ואופן עמידתה בהתחייבויותיה כלפי המחזיקים.

לעניות דעתנו, העמדה עלולה להשפיע במידה ניכרת על מערכת היחסים בין הנאמן לחברה במהלך חיי אגרות החוב, וכן על ניסוח שטרות נאמנות חדשים, באופן שיחמיר את החובות והדרישות המוטלות על הנאמן במסגרת שטר הנאמנות. כך, בין השאר, ייתכן שהדרישות שבאות לידי ביטוי בשטר הנאמנות, בין היתר לגבי קבלת מידע מהנאמן, אופן מסירת הצהרות ומצגים על ידי החברה, וכן ניהול מנגנונים שונים בשטר הנאמנות, לרבות אלו שקיבלו ביטוי בעמדה זו (למשל ביחס לשעבודים, אמות מידה פיננסיות או פדיון מוקדם) יעודכנו ויורחבו, וזאת בהתאם לחובות ולדרישות המוטלות על הנאמן בהתאם לעמדה.

בכל שאלה הנוגעת לנושאים הנדונים במסמך זה, אנא צור/צרי קשר עם עורכי הדין הרשומים מטה או עם איש הקשר שלך במשרד.

פרטי קשר



יעל וייס, שותפה
מחלקת שוק הון
03-6103186
yaelw@meitar.com



ד"ר שאול חיון, שותף
מחלקת שוק הון
03-6103723
shaulh@meitar.com



אדיר זריהן, עו"ד

מחלקת שוק ההון

03-6103606

adirz@meitar.com

למידע נוסף אודות מחלקת שוק הון במשרדנו, לחץ כאן.

מובהר, כי האמור לעיל הינו מידע כללי, אין בו התייחסות לנסיבות ועובדות ספציפיות ואין לראות בו משום חוות דעת ו/או ייעוץ משפטי לעניין קונקרטי. לנוסח המלא של עמדת הרשות, ראו בקישור שבפסקת המבוא למזכר זה.



להצטרפות לעדכוני לקוחות לחץ כאן

מיתר | עורכי דין

דרך אבא הלל סילבר 16, רמת גן, 5250608, ישראל | 03-6103100

[הסר](#) | [דוח כספאם](#)