

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

22.9.2024

עמדה משפטית מספר 5-108: תפקידי נאמן למחזיקים בתעודות התחייבות שהונפקו לציבור

הקדמה

סעיף 35ב(א) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 ("החוק" או "חוק ניירות ערך") קובע כי אין להציע תעודות התחייבות לציבור אלא אם המנפיק מינה נאמן למחזיקים בתעודות ההתחייבות ("אגרות חוב"). חובות הנאמן, כמו גם הפעולות שעליו לנקוט במקרים השונים, קבועות בחוק ניירות ערך ובחוק הנאמנות, התשל"ט-1979 ("חוק הנאמנות"). מטרת חובות אלה היא, בין היתר, לגשר על פערי האינטרסים וניגודי העניינים הקיימים בין המנפיק הלווה כספים לבין מחזיקי אגרות חוב מהציבור, המלווים לו כספים.

מחלקת ביקורת ואכיפה ביצעה ביקורת רוחב ביחס לפעילותם של נאמנים לאגרות חוב בנושא אופן פעולתם בעניין חברות שהנפיקו אגרות חוב לציבור. במסגרת זו נבחנו הפעולות והאמצעים שבהם נקטו הנאמנים בהתאם להוראות הדין ולשטרי נאמנות.

מטרת מסמך זה היא לשקף את עמדות סגל רשות ניירות ערך ("סגל הרשות") בנושא פעילות הנאמנים לאגרות החוב, כפי שהתגבשו לאורך השנים ובעקבות הביקורת שנערכה על ידי מחלקת ביקורת ואכיפה בשיתוף עם מחלקת תאגידים.

עמדה זו מיועדת לשרת את הנאמנים, התאגידים המדווחים ואת הציבור הרחב. בעניין זה, יובהר כי האמור בעמדה זו מצביע גם על חובות החלות על תאגידים שהנפיקו אגרות חוב לציבור, ובכלל זה חובותיהם כלפי מחזיקי אגרות החוב וכלפי הנאמן למחזיקים באגרות החוב. עוד יובהר כי ממילא אין באמור בעמדה זו בכל הנוגע לחובותיו של הנאמן כדי לגרוע מאחריותה וחובותיה של החברה המנפיקה בהתאם להוראות הדין.

א. חובות הנאמן להבטחת התחייבויות החברה המנפיקה כלפי מחזיקי אגרות החוב

הוראות החוק מטילות על הנאמן חובות שונות לצורך קיום תפקידו.

סימן ג' לפרק ה'1 לחוק העוסק בתעודות התחייבות עניינו ב"חובות הנאמן, סמכויותיו והגבלות על פעולותיו".

תחילתו של סימן זה בסעיף 35ח(א) לחוק הקובע:

"הנאמן חייב לפעול לטובת כלל המחזיקים בתעודות ההתחייבות והוא ינהג בזהירות, באמונה ובשקידה, לא יעדיף את עניינו של מחזיק אחד על פני עניינו של מחזיק אחר ולא ישקול במסגרת תפקידו שיקולים שאינם נובעים מעצם החזקת תעודות ההתחייבות בידי המחזיקים שהוא נאמן להם".

סעיף 35ח(ב) לחוק ניירות ערך קובע עוד כי:

"הנאמן ינקוט את כל הפעולות הדרושות לשם הבטחת התחייבויותיו של המנפיק כלפי המחזיקים בתעודות ההתחייבות שהוא נאמן להם, ובכלל זה –

- (1) ינקוט את כל הפעולות הדרושות כדי שיובטח, בטרם ישולמו למנפיק כספים על חשבון תעודות ההתחייבות, תוקפן של בטוחות שנתן המנפיק או שנתן צד שלישי לטובת המחזיקים בתעודות ההתחייבות; הנאמן אחראי כלפי המחזיקים בתעודות ההתחייבות שהבטוחות כאמור יתוארו בתשקיף שעל פיו הוצעו תעודות ההתחייבות, תיאור מלא ומדויק;
- (2) יבחן, מעת לעת ולפחות אחת לשנה, את תוקפן של בטוחות כאמור בפסקה (1), ורשאי הנאמן אם סבר כי הדבר דרוש לצורך הבחינה כאמור, לבדוק את הנכסים המשועבדים לטובת המחזיקים בתעודות ההתחייבות;
- (3) יבחן את עמידת המנפיק בהתחייבויותיו כלפי המחזיקים בתעודות ההתחייבות, לרבות התקיימותן של עילות להעמדה לפירעון מידי".

שטר הנאמנות לאגרות החוב כמו גם הוראות פרק ה'1 לחוק מסדירים את התחייבויות החברה המנפיקה למחזיקי אגרות החוב שהונפקו על ידה. כאמור לעיל, בין תפקידיו העיקריים של הנאמן לנקוט בפעולות הדרושות לשם הבטחת התחייבויותיה של החברה המנפיקה למחזיקים ובכלל זה לבחון את עמידתה בהתחייבויותיה כלפי המחזיקים כאמור.

חובות אלו עוגנו בחוק ניירות ערך במסגרת תיקון מס' 50 לחוק אשר נועד לחזק את מעמדו ותפקידו של הנאמן למחזיקי אגרות חוב ולעגן מפורשות את חובתו לפקח באופן שוטף על עמידת המנפיק בהתחייבויותיו כלפיהם.¹

לעמדת סגל הרשות בתפקידו זה על הנאמן להפעיל שיקול דעת עצמאי בבחינת התנהלות החברה ופעולותיה ואופן עמידתה בהתחייבויותיה כלפי המחזיקים באגרות החוב. היקף וסוג הפעולות והבחינות שבהן נדרש הנאמן לנקוט לצורך קיום חובותיו אלו תלויים בנסיבות המקרה, ובכלל זה במהותיות הפעולה או העסקה שבנדון או במהותיות השינויים במצבה של החברה שעשויים להשפיע על מחזיקי אגרות החוב; בעוצמת ניגוד העניינים שבה מצויה החברה באישור עסקה או פעולה המבוצעת על ידה; ובהשלכות האפשריות של אלו על זכויות מחזיקי אגרות החוב.

¹ דברי הסבר להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 48) (תעודות התחייבות), התשע"ב-2011, ה"ח 628. [קישור לדברי ההסבר](#).

כל זאת, בפרט במקרים שבהם החלטה או פעולה של חברה או נסיבות שבהן היא מצויה עשויים להצריך, בהתאם להוראות החוק או שטר הנאמנות, הבאה של העניין בפני אסיפת מחזיקים, או עשויים להקים למחזיקים עילה להעמדת אגרות החוב לפירעון מיידי.

לעמדת סגל הרשות ככלל הנאמן יכול להסתמך, בין היתר, על מצגים ואישורים מטעם החברה, בסקירה של הגילוי בדיווחי החברה או גם בחוות דעת מקצועיות שהומצאו לידי החברה.

ודוק, במקרים מסוימים לא יהיה די בכך, אלא שלצורך קיום חובותיו על הנאמן לבצע פעולות אקטיביות ועצמאיות נוספות, שתהיינה בלתי תלויות במצגי החברה. פעולות נוספות כאמור יכול שייכללו, בהתאם לנסיבות העניין, קבלת השלמות מידע מהחברה או פירוט נימוקיה ביחס למצגיה ובחינה עצמאית של המצגים; בחינה עצמאית של חוות דעת מקצועיות שונות או הערכות שווי, במקרים שבהם מסתמכת החברה על כאלו (ובכלל זה בחינה עניינית של חוות הדעת, בחינת השווי והנתונים והמתודולוגיה שבבסיס הערכות השווי, בין באופן עצמאי ובין תוך התייעצות עם מומחים במידת הצורך). כמו כן, לא מן הנמנע כי יתקיימו גם מקרים חריגים שבהם, לצורך השלמת בחינתו, עשוי הנאמן להידרש בעצמו לקבלת חוות דעת מקצועיות או הערכות שווי.

לעניין זה, לעמדת סגל הרשות אין באפשרות החברות והנאמנים לפטור את הנאמנים מחובותיהם בעניינים אלו (ובכל עניין אחר) באמצעות קביעת סייגים לגביהם במסגרת שטר הנאמנות. כך למשל, אין באפשרות הצדדים לקבוע בשטר הנאמנות הוראות שלפיהן הנאמן יסתמך על מצגים ואישורים מטעם החברה בלבד ויהיה פטור מביצוע פעולות נוספות מצדו. ממילא, גם ככל שנקבעו הוראות כאמור בשטר הנאמנות, הרי שאין בהן כדי לגבור על חובות הנאמן הקוגנטיות הקבועות בחוק. על כן, אין בהוראות אלו כדי לגרוע מחובות הנאמן בהתאם להוראות הדין, לרבות בהתאם לפרשנות בעמדת סגל זו.

להלן יובאו עמדות סגל הרשות ביחס למספר סוגיות שעיקרן התעוררו במסגרת הביקורת בקשר עם אופן הפעולה הנדרש מנאמן לצורך עמידה בחובותיו כאמור בכמה מבין צמתי דרכים משמעותיים במהלך חיי אגרות החוב: (1) שינוי בבטוחות שהועמדו על ידי חברה למחזיקי אגרות החוב מבלי להביא את ההחלפה לאישור המחזיקים (בהתאם להוראות סעיף 35(ב)(3) לחוק עם סעיף 135(א) לחוק); (2) בחינת עמידתה של החברה המנפיקה באמות מידה פיננסיות שבהן התחייבה לעמוד בהתאם להוראות שטר הנאמנות (בהתאם להוראות סעיף 35(ב)(3) לחוק); (3) ביצוע פדיון מוקדם של אגרות החוב על ידי החברה (בהתאם להוראות סעיף 35(ב)(3) לחוק); ו- (4) ביצוע עסקאות של החברה עם בעלי השליטה בה מבלי להביא אותן לאישור מחזיקי אגרות החוב (בהתאם להוראות סעיף 35(ב)(3) לחוק).

יובהר כי אין באמור בעמדה זו כדי לגרוע מחובותיו ותפקידיו הנוספים של הנאמן בהתאם להוראות הדין ובכלל זה הוראות פרק ה' לחוק, לרבות בעניינים שעמדה זו אינה כוללת התייחסות מפורשת לגביהם, או משום הבעת עמדה כלשהי לגביהם.

1. חובות הנאמן בעת שינוי או שחרור של בטוחות שהועמדו למחזיקי אגרות החוב על ידי החברה

סעיף 135 לחוק ניירות ערך קובע כי לא ניתן לעשות שינוי בבטוחות או בתנאיהן אלא על ידי שינוי שטר הנאמנות כקבוע בחוק או על ידי מנגנון שנקבע בשטר נאמנות שיבטיח באופן סביר כי זכויות המחזיקים לא ייפגעו כתוצאה משינוי הבטוחות (ככל שנקבע) ("מנגנון סביר").

שינוי בבטוחות שהועמדו לטובת מחזיקי אגרות החוב הוא ככלל אירוע חשוב וקריטי עבורם, שכן במקרה זה קיים חשש לפגיעה מהותית בזכויות המחזיקים. כך במיוחד בעת שינוי הבטוחות הקיימות להם בבטוחות אחרות או בעת שחרור הבטוחות הקיימות לפי שיקול דעת החברה. על רקע מהותיות אירוע שינוי הבטוחות, המחוקק ראה לנכון לקבוע כאמור לעיל סעיף קוגנטי המסדיר כללים בעניין זה.

עם חובותיו העיקריות של הנאמן הקבועות בחוק נמנית כאמור לעיל החובה לבחון את עמידת המנפיק בהתחייבויותיו כלפי המחזיקים בתעודות ההתחייבות. קרי, במקרים של שינוי או שחרור בטוחות שלא בדרך של שינוי שטר הנאמנות כקבוע בחוק, על הנאמן לבחון כי החברה עומדת בהוראות שטר הנאמנות ובכלל זאת שהחברה פועלת לשינוי או שחרור הבטוחות בהתאם למנגנון סביר שנקבע בשטר הנאמנות.

לאור החובה לקביעת מנגנון סביר לצורך שינוי או שחרור בטוחות או בתנאיהן שלא בדרך של שינוי שטר הנאמנות חלק משמעותי משטרי הנאמנות קובע כי מנגנון סביר כאמור יבוסס על הערכת שווי נכס המוחלף ולנכס המחליף.

הסתמכות על הערכת שווי של הנכסים המשועבדים עולה גם במקום שבו קבועה בשטר הנאמנות אמת מידה פיננסית העוסקת בגובה ההלוואה שהעמידו מחזיקי אגרות החוב לחברה ביחס לשווי הבטוחות שהעמידה החברה המנפיקה לטובת מחזיקי אגרות החוב (להלן: "יחס LTV").

במקרים אלו, מקום שבו הנאמן מקבל הערכת שווי של בטוחה על מנת להעיד על התקיימות הוראות השטר ועל העמידה ביחס LTV, עליו לכל הפחות לבחון את הנתונים והמתודולוגיה שעליהם היא מבוססת. בחינה זו יכולה להיעשות באופן עצמאי או לכלול התייעצות עם מומחים במידת הצורך. בנסיבות מתאימות, על הנאמן לפנות לחברה ולקבל ממנה הסברים נוספים כדי שיוכל להניח את דעתו. כאמור לעיל, במקרים חריגים, לצורך השלמת בחינתו, עשוי הנאמן להידרש גם לקבלת חוות דעת מקצועיות או הערכות שווי עצמאיות.

מידת המעורבות של הנאמן בבחינת התקיימותם של התנאים הקבועים בשטר לצורך ביצוע ההחלפה וכן ביחס להערכת השווי הינה פועל יוצא של הסממנים המעלים סימן שאלה ביחס לביצוע ההחלפה על בסיס המנגנון הקבוע בשטר. כך לדוגמא:

חברה שיעבדה לטובת המחזיקים נכס נדל"ן מניב לצורך הבטחת אגרות החוב. בהתאם להוראות שטר הנאמנות החברה תוכל להחליף את הנכס המשועבד **בנכס מקרקעין אחר** ללא הסכמת מחזיקי אגרות החוב, ובלבד שהשווי הבטוחתי של נכס המקרקעין המחליף אינו נמוך מהשווי ההוגן של הנכס המוחלף וכי **רמת הסיכון ומאפייני נכס המקרקעין** המחליף דומים או מיטיבים ביחס לנכס המוחלף וזאת בהתאם לאישור דירקטוריון החברה. בנוסף, כדי להחליף את הבטוחה, על החברה לעמוד ביחס חוב לבטוחה (LTV) שנקבע בשטר (להלן: "מנגנון ההחלפה").

החברה בחרה להחליף את הנכס המשוועבד, שבעת ההחלפה היה נכס מניב (להלן: "הנכס המקורי"), בנכס נדל"ן אחר שבמועד ההחלפה היה בשלבי הקמה וצפוי היה להתחיל להניב רק לאחר חלוף שנה מההחלפה (להלן: "הנכס המחליף"). בנוסף בעוד הנכס המקורי מושכר לצורכי מגורים, הנכס המחליף מערב שימושים כאשר חלק מהותי הינו למסחר. ההחלפה מתבססת על הערכות שווי שנערכו לנכס המקורי ולנכס המחליף.

בנוסף לאחר החלפת הבטוחה כאמור, צפויה החברה לעמוד באמת המידה הקבועה בשר (יחס LTV), אולם היא תימצא בקרבה משמעותית לרף המקסימלי, שחצייתו אגב שינוי בטוחות מהווה הפרה של התחייבויות החברה למחזיקי אגרות החוב.

לעמדת סגל הרשות בנסיבות שכאלו, קיימים מספר סממנים משמעותיים המעלים ספק לגבי האפשרות לבצע את החלפת הבטוחות באמצעות מנגנון ההחלפה שנקבע בשר ללא אישור המחזיקים. סממנים אלו כוללים את העובדה שהנכס אינו נכס מניב מיומו הראשון, שימושו מעורבים וההחלפה מקרבת משמעותית את החברה להפרת אמת המידה.

במקרה כזה, תפקידו של הנאמן בעת בחינת התנאים הנדרשים על פי השר לביצוע החלפת נכסים משועבדים אינו יכול שיתמצא בקבלת הצהרה מהחברה כי תנאי שטר הנאמנות התקיימו אלא, עליו לקבל מהחברה פירוט בדבר הנימוקים וההסברים העומדים ביסוד עמדתה שלפיה החלפת הבטוחה עולה בקנה אחד עם הוראות השר ולבחון את סבירותם.

זאת ועוד, בשים לב לכך שהחלטת החברה להחלפת הבטוחה מבוססת על הערכת שווי ולאור הקרבה המשמעותית להפרת אמת המידה של יחס LTV, על הנאמן לנקוט משנה זהירות וכאמור לבחון את הערכות השווי ובפרט של הנכס המחליף באופן מעמיק.

2. חובות הנאמן לבחינת עמידת החברה באמות מידה פיננסיות שאליהן התחייבה כלפי המחזיקים בשר הנאמנות

בשרי נאמנות רבים נקבעות אמות מידה פיננסיות שבהן נדרשת החברה לעמוד. בחלק מאמות המידה נדרשת החברה לעמוד בכל תקופת דיווח, ואי עמידה בהן עשויה להקים למחזיקים סעדים שונים כדוגמת תוספת ריבית או עילת העמדה לפירעון מיידי. בחלקן האחר נדרשת החברה לעמוד בעת אירועים מיוחדים כדוגמת בעת הרחבת סדרה, שחרור בטוחות וכיוצא באלו.

לבחינה של הנאמן את עמידת החברה המנפיקה בהתחייבויותיה כלפי מחזיקי אגרות החוב בכל הנוגע לעמידתה באמות המידה הפיננסיות ישנן השלכות משמעותיות, שכן אי עמידה באמות המידה הפיננסיות לרוב תקנה למחזיקים זכויות שונות ובפרט העמדת אגרות החוב לפירעון מיידי ותוספת ריבית.

בעניין זה, לעמדת סגל הרשות, ככלל בכל מועד הקבוע בשר כמועד שבו נדרשת עמידת החברה באמות המידה הפיננסית, על הנאמן לבצע בחינה של עמידת החברה בהן ובכלל זה לוודא כי חישוב אמות המידה על ידי החברה מבוצע בהתאם להוראות שטר הנאמנות ובהתאם להגדרת אמות המידה הפיננסיות במסגרתו.

ככל שקיים חשש כי חישוב החברה מוטעה או שאינו עולה בקנה אחד עם אופן חישוב אמת המידה כפי שנקבע בשר, על הנאמן לדרוש מהחברה להעביר לידיו את חישוביה וכן את נימוקיה לאופן

החישוב, ובמידת הצורך לדרוש מהחברה לתקן את החישוב. מעורבותו של הנאמן נדרשת גם מקום שאמת המידה אינה מנוסחת ברור ובאופן חד משמעי ונדרשת פרשנות לשם ביצועה ובפרט מקום שהחברה מבקשת לשנות פרשנות זו כדי להימנע מהפרה של אמת המידה.

כך לדוגמא במקרים הבאים :

1. חברה שיעבדה לטובת המחזיקים חלק מהלוואות בעלים שהעמידה לחברות בנות. בשטר הנאמנות נקבע כי החברה נדרשת לעמוד בתניית יחס הלוואה לבטוחה ("יחס הלוואה לבטוחה" או "יחס LTV"), כאשר שווי הבטוחה יהא שווה ליתרת הקרן הבלתי מסולקת של הלוואות הבעלים **המשועבדות**, בתוספת הריבית והפרשי ההצמדה שהצטברו בגין ("השווי הבטוחתי"), כפי שיצינו בדוחות הכספיים האחרונים של החברה שפורסמו קודם למועד הבדיקה.

בשלב מסוים לאורך חיי אגרות החוב, התגלה לנאמן כי החברה שגתה לאורך התקופה בחישובי יחס החוב לבטוחה, כך שלצורך חישוב השווי הבטוחתי כללה החברה גם הלוואות בעלים שאינן משועבדות לטובת המחזיקים, על אף לשונו הברורה של שטר הנאמנות הקובע כי יילקחו בחשבון הלוואות בעלים המשועבדות לטובת המחזיקים בלבד.

לעמדת סגל הרשות, בשים לב לחובת הנאמן לבחון את עמידת החברה בהתחייבויותיה לפי שטר הנאמנות, על הנאמן לבחון במועד בדיקת אמת המידה על פי השטר את חישובה בהתאם לשטר וככל הנדרש גם לבצע חישוב עצמאי שלה בהסתמך על המידע הקיים ומידע נוסף מהחברה ככל שהדבר נדרש.

למותר לציין כי ככל ולנאמן דרוש מידע נוסף לצורך ביצוע החישוב עליו לפנות לחברה ולקבלו בהתאם להוראות סעיף 35(ב) לחוק הקובע כי המנפיק יעביר לנאמן מידע לפי דרישה סבירה של הנאמן.

בנסיבות המקרה המתואר, חישוב כאמור על ידי הנאמן במועד הקבוע בשטר לבחינת עמידת החברה באמת המידה הפיננסית של יחס LTV יכול היה להביא לזיהוי החישוב השגוי מצד החברה מבעוד מועד כבר עם ביצועה לראשונה.

זאת ועוד, משנתגלתה שגיאה באופן שבו חישה החברה בעבר את אמת המידה על הנאמן לבחון את השלכת הטעות על חישוב יחס LTV בתקופות החתך הקודמות והאם כתוצאה משגיאות אלו הפרה החברה את אמת המידה ולאור זאת קמו למחזיקים סעדים שונים לפי שטר הנאמנות.

2. הוראות שטר נאמנות קבעו אמת מידה פיננסית של יחס חוב פיננסי נטו ל-EBITDA. בחישוב ה-EBITDA לאורך תקופת חיי אגרות החוב נהגה החברה לנטרל מהחישוב את רווחי הון שנרשמו בתקופה הנבחנת. בשלב מסוים, החברה שינתה את אופן החישוב והחלה לכלול ב-EBITDA גם רווחי הון שנרשמו בתקופה הנבחנת. בהקשר זה יצוין כי אלמלא כללה החברה את רווחי ההון כאמור, הדבר היה מוביל להפרת אמת המידה.

לעמדת סגל הרשות, בנסיבות מסוג זה, שבהן מבקשת החברה לשנות את אופן חישוב אמת המידה, על הנאמן לבחון את השינוי שבוצע, לקבל לידי הסברים מהחברה לסיבות לביצוע השינוי ועמידתו של השינוי בהגדרת אמת המידה בשטר הנאמנות. בהתאם להסברים כאמור

על הנאמן לבחון את סבירות הפרשנות המוצעת של הגדרת אמת המידה בשטר על ידי החברה, ובמידת הצורך, להתייעץ עם מומחים מטעמו בדבר סבירותה של הפרשנות כאמור. תפקידו זה של הנאמן מקבל משנה תוקף בנסיבות בהן אלמלא השינוי באופן חישוב אמת המידה, זו לא הייתה עומדת בהוראות השטר.

א3. חובות הנאמן לבחינת נאותות חישוב סכום פדיון מוקדם שמבצעת חברה למחזיקים

במרבית שטרי הנאמנות של חברות מנפיקות 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 בכל שטר נאמנות קונקרטי).

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.

במסגרת זו, ככלל, 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.

כך לדוגמא במקרים הבאים:

1. חברה ביקשה לבצע פדיון מוקדם של אגרות החוב, כאשר הוראות שטר הנאמנות קובעות כי חלופת היוון תזרימי המזומנים תחושב בהתאם ללוח הסילוקין של אגרות החוב מהוון ליום התשלום בפועל. עם זאת, במסגרת חישוב החלופה החברה היוונה את תזרים המזומנים למועד ההודעה על הפדיון המוקדם ולא ליום התשלום בפועל.
2. חברה ביקשה לבצע פדיון מוקדם של אגרות החוב, כאשר הוראות שטר הנאמנות קובעות כי בחלופת חישוב הערך ההתחייבותי יש לקחת בחשבון תוספת ריבית והצמדה שטרם שולמו. עם זאת, במסגרת חישוב החלופה, החברה לא לקחה בחשבון את הריבית שנצברה.
3. חברה ביקשה לבצע פדיון מוקדם של אגרות החוב, כאשר הוראות שטר הנאמנות קובעות כי חלופת שווי השוק תחושב בהתאם למחיר הסגירה הממוצע של אגרות החוב ב-30 ימי המסחר שקדמו להחלטת הדירקטוריון על ביצוע הפדיון המוקדם. עם זאת, במסגרת חישוב החלופה החברה לקחה בחשבון בחישוב הממוצע גם את מחיר המניה ביום קבלת החלטת הדירקטוריון.

כאמור לעיל, לעמדת סגל הרשות במקרה של פדיון מוקדם כאמור, על הנאמן לבצע חישוב עצמאי של סכום הפדיון ולבחון האם קיים פער בין תחשיבו לבין תחשיב החברה. ככל שיש פער, כדוגמת המקרים המנויים לעיל, על הנאמן לפנות לחברה ולוודא כי מלוא הסכום שלו זכאים המחזיקים ישולם להם.

4. חובות הנאמן ביחס להתחייבויות הקשורות בהליכי אישור עסקאות עם בעלי שליטה על ידי מחזיקי אגרות החוב

הנפקת אגרות חוב לציבור מבוצעת לא אחת על ידי חברות אגרות חוב, כהגדרת המונח בחוק החברות, התשנ"ט-1999 ("חוק החברות"). קרי, חברות שהנפיקו אגרות חוב לציבור, מבלי שהנפיקו מניות לציבור ומשכך אינן חברות ציבוריות.

בשטרי הנאמנות להנפקת אגרות חוב על ידי חברות אגרות חוב מעוגנים לא אחת סעיפים המחייבים את החברה בקבלת אישור המחזיקים לצורך ביצוע עסקאות מסוימות עם בעל השליטה בחברה. לרוב, מדובר בחובה 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.

כאמור לעיל, כחלק מחובותיו, על הנאמן לבחון את עמידת המנפיק בהתחייבויותיו כלפי המחזיקים. על כן, במקום שבו חברה מתחייבת בשטר הנאמנות להביא עסקאות שכאלה לאישור אסיפת מחזיקי אגרות החוב מוטלת על הנאמן חובה לבחון האם העסקאות הללו אכן מובאות למחזיקים בהתאם לאמור בשטר הנאמנות.

לעמדת סגל הרשות, בעת בחינת עמידת חברה בהתחייבות בשטר הנאמנות מהסוג שבענייננו, נדרש הנאמן לנקוט משנה זהירות. בפרט במקום שבו החברה בוחנת שלא להביא עסקה לאישור המחזיקים בטענה כי מדובר בעסקה שאינה חריגה או שעונה לחריג אחר הקבוע בשטר הנאמנות.

אם כן, במצבים שכאלה על הנאמן להיות אקטיבי ולבחון את פעולות החברה ועמידתה בהוראות השטר. במידת הצורך, על הנאמן יהיה לבצע 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 מי מהחריגים הקבועים לעניין זה בשטר הנאמנות. במקרים שלא נחה דעתו עליו לפעול מול החברה כדי להבטיח שהיא תקיים את הוראות השטר.

כך לדוגמא במקרים הבאים :

1. חברה העמידה הלוואות בכירות לנכסים בבעלות בעל השליטה בתנאי ריבית מסוימים ודיווחה בדיווחיה במערכת המגנ"א שעסקה זו אושרה כעסקה לא חריגה עם בעל השליטה ומשכך ככזו שאינה מצריכה את קבלת אישור המחזיקים. היקפה של אחת מההלוואות עלה על 5% מסך ההתחייבויות של החברה ומהונה העצמי.

מדיווחים פומביים אחרים של החברה מאותה העת עלה כי באותה התקופה רכשה החברה תמהיל הלוואות מצד ג' שהעמיד את ההלוואות הללו במקור לבעל השליטה בחברה **בריבית כפולה** מזו שנקבעה בעסקה שבה נקשרה החברה מול בעל השליטה. לעמדת סגל הרשות בנסיבות אלו, עולה ספק ביחס לסיווגה של העסקה כעסקה המבוצעת "בתנאי שוק" וכן כעסקה שאינה מהותית לעסקי החברה.

לעמדת סגל הרשות, במקרה שכזה ועל אף עמדת החברה כי מדובר בעסקה שאינה חריגה על הנאמן לבחון באופן עצמאי את עובדות המקרה, ולבקש נימוקים נוספים מהחברה כדי להבין כיצד ביססה את עמדתה שהעסקה אינה מהותית ובתנאי שוק בשים לב למתואר לעיל.

2. במהלך מגפת הקורונה מכרה חברה לבעל השליטה בה נכס בסכום משמעותי, תוך מתן אופציה לחברה לרכוש חזרה את הנכס במחיר המכירה. לצורך ההתקשרות בעסקה זו, החברה הזמינה הערכת שווי ממעריך שווי חיצוני ובלתי תלוי, שקבעה שווי לנכס הגבוה בכ-20% מסכום המכירה בפועל. החברה אישרה עסקה זו כעסקה שאינה חריגה, זאת בהסתמך על הערכת השווי החיצונית ובהסתמך על עסקאות דומות בשוק שנערכו לעמדתה לפני תקופת הקורונה, תוך ביצוע התאמות. הנאמן ביצע באותו עניין בחינה עצמאית בנדון ולא מצא עסקאות השוואה לעסקאות דומות.

לעמדת סגל הרשות במקרה מסוג זה עולה ספק ביחס לסיווגה של העסקה כעסקה המתבצעת "בתנאי שוק" ומשכך אינה עסקה חריגה. בפרט בשים לב גם להחלטת מליאת הרשות משנת 2002², שלפיה שווי שנקבע בהערכת שווי כלכלית בעסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה אינו נכלל במונח "תנאי שוק".

לאור האמור, לעמדת סגל הרשות, במקרה מסוג זה, בעת הבחינה האם החברה מקיימת את הוראות השטר בכל הנוגע לחובה להביא לאישור מחזיקי אגרות החוב עסקאות חריגות של החברה עם בעלי השליטה בה, הנאמן לא יוכל להסתפק בעמדת החברה ועליו, לכל הפחות, לקבל מהחברה נימוקים נוספים לעניין ביסוס "תנאי שוק" בשים לב לפער בין השווי שנקבע בהערכת השווי לסכום המכירה בפועל ולהחלטת מליאת הרשות כאמור.

ב. בחינת הנאמן האם שינוי שטר נאמנות מהווה "הסדר חוב מהותי" בהתאם לחוק חדלות פירעון

במקרים מסוימים חברות מבקשות לבצע שינויים בשטר הנאמנות. שינוי בשטר הנאמנות כפוף בראש ובראשונה להוראות סעיף 35 לחוק ניירות ערך שקובע כי:

"שינוי בשטר הנאמנות לא ייעשה אלא אם נתקיים אחד מאלה:

- (1) הנאמן שוכנע כי השינוי אינו פוגע במחזיקים בתעודות ההתחייבויות; הוראות פסקה זו לא יחולו לענין שינוי של זהות הנאמן או שכרו בשטר הנאמנות לשם מינוי נאמן במקומו של נאמן שכהונתו הסתיימה.
- (2) המחזיקים בתעודות ההתחייבויות הסכימו בהחלטה שהתקבלה באסיפת מחזיקים שנכחו בה מחזיקים בחמישים אחוזים לפחות מיתרת הערך הנקוב של תעודות ההתחייבויות מאותה סדרה המחזיקים ברוב של המחזיקים בשני שליש לפחות מיתרת הערך הנקוב של תעודות ההתחייבויות המיוצג בהצבעה או ברוב אחר שנקבע בשטר הנאמנות לפי הגבוה, או ברוב כאמור באסיפת מחזיקים נדחית שנכחו בה מחזיקים בעשרים אחוזים לפחות מהיתרה כאמור".

במקביל לכך, חלק ג' לפרק י' לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ח-2018 ("חוק חדלות פירעון") מסדיר את המסגרת החוקית לאישור "הסדר חוב מהותי" בין חברה לבין מחזיקי אגרות חוב. מנגנון ההסדרה המיוחד ביחס ל"הסדר חוב מהותי" כולל חובה לפנות לבית משפט עוד בשלב

² קישור להחלטת מליאת הרשות.

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. בכלל זה קבועות בעניינו חובות פרטניות של הנאמן, ובפרט החובה כי עת מתקיים משא ומתן בין החברה לבין מחזיקי אגרות החוב לשם גיבוש הסדר חוב מהותי, על הנאמן לפנות לבית המשפט במהלך המשא ומתן בבקשה למינוי מומחה מטעם בית המשפט.

"הסדר חוב מהותי" מוגדר בסעיף 328 לחוק חדלות פירעון כדלקמן:

"הסדר חוב מהותי" – הסדר חוב בחברת איגרות חוב, שעניינו שינוי מהותי_בתנאי הפירעון של סדרת איגרות חוב הכוללת הפחתת חוב או דחיית מועד הפירעון, לרבות הסדר שלפיו ייפרעו איגרות החוב, כולן או חלקן, בדרך של הקצאת ניירות ערך אחרים לבעלי איגרות החוב;"

כעולה מהגדרה זו ומדברי ההסבר לתיקון החוק שבו הוספה ההגדרה – המבחן לסיווג השינוי כשינוי מהותי או שאינו מהותי הוא האם השינוי עלול לפגוע פגיעה מהותית במחזיקי אגרות החוב.³

לפיכך, כאשר מבוצע שינוי בשטר הנאמנות שעולה כדי הסדר חוב מהותי, ביצועו מחייב גם עמידה בהוראות פרק ג' לחלק י' לחוק חדלות פירעון.

להיותו של שינוי בשטר הנאמנות משום הסדר חוב מהותי ישנן אם כן השלכות מהותיות, ובכלל זה בהליכים הנדרשים לצורך אישורו ובתפקידיו של הנאמן בקשר אליו.

לאור האמור, לעמדת סגל הרשות, כאשר חברה מבקשת לבצע שינוי בשטר הנאמנות, על הנאמן לבחון, בין היתר, האם השינוי כאמור מהווה הסדר חוב מהותי.

ככל שמדובר בהסדר חוב מהותי כאמור על הנאמן לפעול לכך שיבוצע בהתאם להוראות פרק ג' לחלק י' לחוק חדלות פירעון.

על הנאמן לבצע בחינה כאמור באופן עצמאי, בכלל זה 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 של החברה המנפיקה לנאמן

האמור לעיל ממחיש, בין היתר, את החשיבות הקיימת ביכולת הנאמן לקבל לידי מידע ומסמכים מהחברה המנפיקה שיאפשרו לו לבצע את תפקידיו ולעמוד בחובותיו למחזיקי אגרות החוב.

המחוקק נתן דעתו לכך, והסדיר בסעיף 35 לחוק בין היתר את חובות הדיווח והעברת המידע מהחברה המנפיקה לנאמן. בין היתר קובע סעיף 35(ב) לחוק כי:

"המנפיק יעביר לנאמן, נוסף על דוחות או הודעות לפי סעיף קטן (א), גם מידע אחר, לפי דרישה סבירה של הנאמן."

³ בדברי ההסבר שנלוו לתיקון מס' 18 לחוק החברות במסגרתו הוסף סעיף 350 לחוק החברות וההגדרה ל"הסדר חוב מהותי" (שלימים הועתק לחוק חדלות פירעון) צוין ביחס אליה כי הסדר חוב מהותי הוא "הסדר שעניינו שינוי בתנאי הפירעון של סדרת איגרות חוב, **העלול להביא לפגיעה מהותית בבעלי איגרות החוב**, ולרבות הסדר או פשרה שלפיהם ייפרעו איגרות החוב, כולן או חלקן, כנגד הקצאת ניירות ערך אחרים". ראו דברי הסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס' 19) (מינוי מומחה לבחינת הסדר חוב בחברת איגרות חוב), התשע"ב-2012, ה"ח 676. [קישור לדברי ההסבר](#).

משכך בהתאם להוראות החוק בסמכות הנאמן לדרוש מהחברה המנפיקה להעביר לידי מידע נוסף הנדרש לו לצורך עמידה בחובותיו כמפורט לעיל.

נוסף על האמור, לעמדת סגל הרשות קיימת חשיבות כי בעת ההתקשרות בשטרי הנאמנות וקביעת הוראותיהם יוסדרו במסגרתם גם מנגנונים מותאמים שמטרתם להבטיח את האמור, כך שהחברה 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 מחזיקי אגרות חוב על ידי הנאמן והקדמתם על ידי הנאמן

כינוס אסיפת מחזיקי אגרות החוב הינו תפקיד נוסף של הנאמן לאגרות החוב.

סעיף 35יב(א) לחוק קובע כי :

"הנאמן יכנס אסיפת מחזיקים, אם ראה צורך בכך או לדרישת מחזיק בתעודות התחייבות מסדרה מסוימת, אחד או יותר, שלו חמישה אחוזים לפחות מיתרת הערך הנקוב של תעודות ההתחייבות מאותה סדרה".

כמו כן הנאמן נדרש לכנס אסיפת מחזיקים לצורך קבלת החלטות שבעניין נקבע בשטר הנאמנות כי הן תתקבלנה באסיפת מחזיקי אגרות החוב.

סעיף 35יב(ב) לחוק קובע כי :

"נאמן שנדרש לכנס אסיפת מחזיקים לפי הוראות סעיף קטן (א), יזמנה בתוך 21 ימים מיום שהוגשה לו הדרישה, למועד שיקבע בהזמנה, ובלבד שמועד הכינוס לא יהיה מוקדם משבעה ימים ולא מאוחר מ-21 ימים ממועד הזימון ; ואולם הנאמן רשאי להקדים את כינוס האסיפה, ליום אחד לפחות לאחר מועד הזימון, אם סבר כי הדבר דרוש לשם הגנה על זכויות המחזיקים ובכפוף להוראות סעיף 35יב24 ; עשה כן, ינמק הנאמן בדוח בדבר זימון האסיפה את הסיבות להקדמת מועד הכינוס".

המחוקק קבע כי משך הזמן בין מועד זימון האסיפה לבין מועד כינוסה יעמוד לכל הפחות על 7 ימים. בבסיס קביעה זו עומדת התפיסה שלפיה יש ליתן למחזיקים פרק זמן מספק לבחון את הנדרש בהצבעה ולקבל החלטה מושכלת.

עם זאת, בקשר עם מחזיקי אגרות החוב כנושים של החברה, הכיר המחוקק בכך כי תתקיימה נסיבות שבהן הנאמן יידרש לכינוס אסיפת המחזיקים בסד זמנים קצר, ככורח עקב נסיבות עניינה של החברה ומצבה הפיננסי ומתוך החשש כי בהתמשכות הזמנים עד לקבלת החלטה על ידי המחזיקים יהיה כדי לפגוע במחזיקים.

לאור האמור, החוק הקנה מפורשות סמכות לנאמן לקצר את לוח הזמנים האמור ככל שסבר כי הדבר דרוש לשם הגנה על זכויות המחזיקים, ותוך הטלת חובה עליו לנמק במסגרת זימון האסיפה את הסיבות להקדמת מועד הכינוס.

הדרישה בסעיף 35יב(ב) לחוק, שלפיה על הנאמן לנמק את החלטתו בדוח זימון האסיפה, מיועדת, אפוא, לאפשר למחזיקים להעריך את החלטתו זו והיותה לטובת המחזיקים, וזאת חרף הפגיעה בהם שבקיצור סד הזמנים.

על כן, לעמדת סגל הרשות, על הנאמנים להקפיד לכלול הנמקה מפורטת. לעניין זה, לעמדת סגל הרשות, הכללת אמירה בזימון האסיפה כי 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.

אנשי קשר: עו"ד נועם רותם, עו"ד עדן פרג'ון

טלפון: 02-6556444, פקס: 02-6513160