

עמדת סגל משפטית 108-5: תפקידי נאמן למחזיקים בתעודות התחייבות שהונפקו לציבור

עדכוני לקוחות

ביום 24 בספטמבר 2024 פרסם סגל רשות ניירות ערך עמדה משפטית הנוגעת למתכונת פעילות נאמן לאגרות חוב בהתאם להוראות סעיף 35ב(א) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 ("החוק").

עמדת סגל זו, אשר עיקריה תוצגנה להלן על דרך התמצית, משקפת את עמדות סגל הרשות בנושא פעילות הנאמנים לאגרות החוב, כפי שהתגבשו לאורך השנים וברקע ביקורת מקיפה שערכה מחלקת ביקורת ואכיפה ברשות בעניין. העמדה מצביעה גם על חובות החלות על תאגידיים שהנפיקו אגרות חוב לציבור ובכלל זה חובות התאגידיים כלפי מחזיקי אגרות החוב וכלפי הנאמן.

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

בהתאם לחוק, הנאמן ינקוט בכל הפעולות הדרושות לשם הבטחת התחייבויותיו של הנפיק כלפי המחזיקים באגרות החוב, ובכלל זה לבחון את עמידת החברה בהתחייבויותיה כלפי המחזיקים (ראו סעיף 35ב(ב) לחוק). לעמדת סגל הרשות, **בתפקידו זה, על הנאמן להפעיל שיקול דעת עצמאי בבחינת התנהלות החברה, פעולותיה ואופן עמידתה בהתחייבויותיה כלפי מחזיקי אגרות החוב**, כאשר 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. 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 לידיו על ידי החברה, אולם במקרים מסוימים לא יהיה די בכך, לצורך 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 ז.

בהקשרים אלו, התייחס סגל הרשות למספר סוגיות שעיקרן התעוררו במסגרת הביקורת שבוצעה על ידו בקשר עם אופן הפעולה הנדרש מנאמן לצורך עמידה בחובותיו כאמור בכמה מבין צמתי דרכים משמעותיים במהלך חיי אגרות החוב:

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

בהתאם לחוק, לא ניתן לעשות שינוי בבטוחות או בתנאיהן, אלא על ידי שינוי שטר הנאמנות כקבוע בחוק או על ידי מנגנון שנקבע בשטר שיבטיח באופן סביר כי זכויות המחזיקים לא ייפגעו כתוצאה משינוי הבטוחות (ראו סעיף 1ז35 לחוק). כך שבמקרים 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 הסביר שנקבע בשטר הנאמנות. חלק משמעותי משטרי הנאמנות קובע כי מנגנון סביר כאמור יבוסס על הערכת שווי לנכס המוחלף ולנכס המחליף. הסתמכות על הערכת שווי של הנכסים המשועבדים עולה גם במקום שבו קבועה בשטר הנאמנות אמת מידה פיננסית של יחס LTV (שעוסקת בגובה ההלוואה שהעמידו מחזיקי אגרות החוב לחברה ביחס לשווי הבטוחות שהעמידה החברה המנפיקה לטובת מחזיקי אגרות החוב).

סגל הרשות מציין כי במקרים אלו, **מקום שבו הנאמן מקבל הערכת שווי של בטוחה, 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. במקרים חריגים, לצורך השלמת בחינתו, עשוי הנאמן להידרש גם לקבלת חוות דעת מקצועיות או הערכות שווי עצמאיות.

סגל הרשות מדגיש כי **מידת המעורבות של הנאמן בבחינת התקיימותם של התנאים הקבועים בשטר לצורך ביצוע החלפת הבטוחות וכן ביחס להערכת השווי הינה פועל יוצא של הסממנים המעלים סימן שאלה ביחס לביצוע ההחלפה על בסיס המנגנון הקבוע בשטר הנאמנות.** סגל הרשות מונה לעניין זה דוגמא של חברה אשר שיעבדה לטובת המחזיקים נכס נדל"ן מניב, ובחרה להחליף את הנכס המשועבד בנכס נדל"ן אחר שבמועד ההחלפה היה בשלבי הקמה וצפוי היה להתחיל להניב רק לאחר חלוף שנה מההחלפה. בנוסף, בעוד הנכס המקורי מושכר לצורכי מגורים, הנכס המחליף מערב שימושים כאשר חלק מהותי הינו למסחר. ההחלפה מתבססת על הערכות שווי שגורכי לשני הנכסים, ולאחר החלפת הבטוחה כאמור, צפויה החברה לעמוד באמת המידה הקבועה בשטר 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 בשטר ללא אישור המחזיקים.** במקרה כזה, תפקידו של הנאמן בעת בחינת התנאים הנדרשים על פי השטר 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 השטר ולבחון את סבירותם. בשים לב לכך שהחלטת החברה להחלפת הבטוחה מבוססת על הערכת שווי ולאור הקרבה המשמעותית להפרת אמת המידה, על הנאמן לנקוט משנה זהירות וכאמור לבחון את הערכות השווי ובפרט של הנכס המחליף באופן מעמיק.

חובות הנאמן לבחינת עמידת החברה באמות מידה פיננסיות שאליהן התחייבה כלפי המחזיקים בשטר הנאמנות

סגל הרשות מצוין כי 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. לעמדת סגל הרשות, **בכל מועד הקבוע בשטר 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 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 ביצועה ובפרט מקום שהחברה מבקשת לשנות פרשנות זו כדי להימנע מהפרה של אמת המידה.

חובות הנאמן לבחינת נאותות חישוב 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 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.** 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.

חובות הנאמן ביחס להתחייבויות הקשורות בהליכי 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.

סגל הרשות מבהיר כי 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. 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.

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

לעמדת סגל הרשות, כאשר חברה מבקשת לבצע שינוי בשטר הנאמנות, על הנאמן לבחון, בין היתר, האם השינוי האמור עולה כדי "הסדר חוב מהותי" לפי חוק 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.

סגל הרשות מוסיף ומציין 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 של החברה המנפיקה לנאמן

המחוקק הסדיר את חובות הדיווח והעברת המידע מהחברה המנפיקה לנאמן (ראו סעיף 35 לחוק), לרבות לסמכות הנאמן לדרוש מהחברה המנפיקה להעביר לידיו גם מידע נוסף הנדרש לו לצורך עמידה בחובותיו. נוסף על האמור, סגל הרשות מדגיש כי קיימת חשיבות כי בעת ההתקשרות בשטר הנאמנות יוסדרו בשטר גם מנגנונים מותאמים, 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

בהתאם לחוק, הנאמן נדרש לכנס אסיפת מחזיקי אגרות חוב אם ראה צורך לכך או לדרישת מחזיק 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 ההנפקה 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, והכללת 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.

לעמדה המשפטית לחץ [כאן](#).

עדכון זה נועד לספק מידע כללי ותמציתי בלבד. הוא אינו מהווה ניתוח מלא או שלם של הסוגיות הנידונות, אינו מהווה חוות דעת משפטית או ייעוץ משפטי ואין להסתמך עליו.

אנשי קשר



יאיר שילוני
שותף



שרון ורקר שגיא
שותפה