



**רשות ניירות ערך**  
**ISRAEL SECURITIES AUTHORITY**  
מחלקת תאגידים [www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)

### עמדת סגל

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

י"ט אב תש"ף  
09 אוגוסט 2020

### **עמדת סגל משפטית 103-41: גילוי מרוכז של מנגנוני ההגנה בשטרי נאמנות**

על מנת לשפר את יכולת הערכת איכות החוב הציבורי המונפק בשוק ההון בישראל, מבצעת הרשות שורה של צעדים, אשר ביניהם ניתן למנות את עמדת הסגל בקשר למידע שיש לספק למחזיקי אגרות החוב על בטוחות ושעבודים שניתנים במועד הנפקת אגרות חוב ותמריצים שניתנו לתאגידים ומנהלי קרנות במטרה לעודד שימוש בדירוג כפול. בהמשך למגמה זו, סגל הרשות מפרסם עמדה זו, במטרה לייעל ולייצר בהירות גדולה יותר עבור ציבור המשקיעים באשר לאיכות מנגנוני ההגנה הקבועים בשטרי הנאמנות, באופן שיפשט את יכולת הערכה זו מתוך כלל המידע המוצג על ידי התאגידים במסמך ההצעה לציבור.

חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן - "החוק") קובע כי אין להציע לציבור תעודות התחייבות אלא אם נערך שטר נאמנות בין המנפיק לבין הנאמן. שטרי הנאמנות נועדו להסדיר את מערכת היחסים החוזית בין התאגיד המנפיק לבין מחזיקי תעודות ההתחייבות והנאמן. שטרות אלה, הנחתמים עובר למועד ההנפקה של תעודות ההתחייבות, מגדירים את ההסכמות החוזיות בין הצדדים וכוללים, בין היתר, תניות חוזיות ומנגנוני הגנה לטובת מחזיקי תעודות ההתחייבות, לרבות בטוחות ושעבודים, אמות מידה פיננסיות בהן מחויב התאגיד המנפיק לעמוד, עילות לתוספת ריבית במצבים מסוימים, עילות להעמדה לפירעון מיידי של תעודות ההתחייבות וכדומה.

לאור זאת, קיימת חשיבות רבה לניהול משא ומתן בין הצדדים אודות תנאי השטר, ובפרט בכל הנוגע להגדרת כללים ברורים שנועדו להגן על האינטרסים של מחזיקי תעודות ההתחייבות.

בדיקת סגל הרשות העלתה, כי על אף השימוש במנגנוני הגנה לטובת מחזיקי תעודות ההתחייבות נעשה נפוץ יותר בהשוואה למצב שהיה קיים בשנים עברו, עדיין קיים חוסר אחידות נרחב בין שטרי הנאמנות של אגרות החוב הנסחרות בשוק. בחלק משטרי הנאמנות אין מנגנוני הגנה מעבר למתחייב על פי חוק, במיוחד בנסיבות שבהן חלה הדרדרות במצבו הפיננסי של התאגיד. בנוסף לכך לעיתים

מנגנוני ההגנה אינם מנוסחים בצורה ברורה וחדה לטובת המחזיקים, באופן שעשוי להקשות על הפעלת המנגנונים ועל תמחור נאות של תעודות ההתחייבות.<sup>1</sup>

לעמדת סגל הרשות, בשים לב לכך ששטרי הנאמנות הם מסמכים ארוכים המסדירים נושאים רבים, השונים זה מזה לעתים בחשיבותם, יש חשיבות בריכוז תמציתי של המידע הנוגע למנגנוני ההגנה הקיימים בשטר לטובת מחזיקי תעודות ההתחייבות באופן שיאפשר להם להתמקד במנגנוני ההגנה המרכזיים בשטר, לשפר את יכולת ההשוואה בין תעודות התחייבות שונות, לאפיין נכון את הסיכונים הגלומים בהשקעה בתעודות ההתחייבות, ולתמחרן כראוי.

לנוכח האמור, עמדה זו באה להבהיר כי על תאגיד המנפיק תעודות התחייבות לתאר בתשקיף או בדוח הצעת המדף (לפי העניין) באופן מרוכז וברור את מנגנוני ההגנה הקבועים בשטר הנאמנות לטובת המחזיקים, כחלק מתיאור התנאים המהותיים של שטר הנאמנות.<sup>2</sup> לעניין זה, "מנגנוני הגנה" - לרבות תניות חוזיות ובטחונות לטובת המחזיקים; עילות להעמדה לפירעון מיידי; אמות מידה פיננסיות; עילות לפיצוי בריבית נוספת וכיוב'.

על הגילוי להינתן בצורה טבלאית בהתאם לטבלה המצורפת **בנספח א'** לעמדת סגל זו.

יודגש, כי אין בפרטים הכלולים בטבלאות המובאות בנספח א' משום הבעת עמדה של סגל הרשות בנוגע לסוגי אמות המידה או עילות להעמדה לפירעון מיידי שראוי לכלול בשטרי נאמנות. התנאים בשטר הנאמנות יקבעו בין הצדדים לשטר כמתואר לעיל ובהתאם לנסיבות עניינה של החברה. הגילוי המרוכז בטבלאות המובאות **בנספח א'** להלן יינתן בקשר עם התניות החוזיות, אמות המידה הפיננסיות ועילות להעמדה לפירעון מיידי כפי שנכללו בשטר בפועל ביחס לסעיפים הכלולים בטבלאות. יובהר כי הטבלה המובאת ביחס לדרישות עמידה באמות מידה פיננסיות כוללת דוגמאות להמחשה בלבד.

---

<sup>1</sup> בין היתר מדובר בניסוח לא בהיר של אמות המידה הפיננסיות, שהוביל לפרשנויות שגויות הסותרות את תכליתן. להרחבה ראו: דוח ריכוז ממצאים בנושא התחייבות לעמידה באמות מידה פיננסיות כלפי מחזיקי אגרות חוב סחירות, שפורסם באתר הרשות בספטמבר 2019.

<sup>2</sup> הנדרש על פי תקנה 32 לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט-1969, בנוסף להכללת שטר הנאמנות.

**נספח א' – טבלאות ריכוז מידע רלוונטי בשטר הנאמנות**

**1. תניות חוזיות ובטחונות:**

האם הפרה מהווה עילה לפירעון מיידי	תיאור תמציתי	קיים (סעיף בשטר) / לא קיים	
			תעודות ההתחייבות מובטחות בביטחונות או בשעבודים קבועים אחרים  [בתיאור יש להתייחס לסוג הנכס המשועבד (כדוגמת: מניות בחברה, חשבון עודפים, נכס ספציפי וכדומה), וכן לדרגת השעבוד]
			תעודות ההתחייבות מובטחות בשעבוד צף ו/או שוטף
			התחייבות לאי יצירת שעבודים (שעבוד שלילי)
	ראו פירוט להלן		התחייבות לעמידה באמות מידה פיננסיות
			התחייבות לדירוג אגרות החוב במועד ההנפקה; שמירה על דירוג במשך כל חיי תעודת ההתחייבות
			התחייבות לדירוג כפול לתעודות ההתחייבות
			התחייבות שלא להחליף את החברה המדרגת לאורך כל חיי תעודת ההתחייבות
			מגבלות על יצירת חוב פיננסי נוסף
			מגבלה על חלוקת דיבידנדים
			מגבלות על עסקאות עם בעלי השליטה בחברה
			מגבלות על שינוי שליטה
			מנגנון להתאמת ריבית במקרים מסוימים

2. עילות לפירעון מיידי:

העילות/הסבר	קיים (מס' סעיף בשטר) / לא קיים	העילה
		חלה הרעה מהותית בעסקי המנפיק/חברות מוחזקות, וקיים חשש שהמנפיק לא יוכל לפרוע את תעודות ההתחייבות במועדן.
		הכללת הערת "עסק חיי" בחוות הדעת/בדוח הסקירה של רואה החשבון המבקר, המצורפים לדו"חות הכספיים של החברה
		תעודות ההתחייבות לא נפרעו במועדן.
יש לציין בהערות אם העילה מתייחסת לכל חוב של המנפיק או רק לחוב מהותי שלו.		חוב של המנפיק הועמד לפירעון מיידי
		Cross Default/Cross Acceleration : (הפרה צולבת, במקרה של אי תשלום חובות אחרים או העמדה לפירעון מיידי)
		ירידת דירוג האג"ח מתחת לדירוג מינימאלי שנקבע
		המנפיק הפסיק או הודיע על הפסקת תשלומיו
		מימוש שיעבוד על נכס מהותי או מכירת נכס בסיסי
		אי פרסום דו"חות כספיים במועד הרלוונטי
		הפרה יסודית של תנאי אג"ח
		הפרת התחייבויות מהותיות או ביצוע פעולה העשויה לפגוע מהותית בזכויות המחזיקים
		הפרת התחייבות בנוגע לשינויים מבניים, מיזוגים ורכישות, ללא אישור מחזיקי האג"ח
		מכירת רוב נכסי המנפיק
		התבצע שינוי בעיקר תחום פעילות המנפיק
		מתן צו פירוק קבוע / מתן צו פירוק זמני שלא בוטל תוך תקופה X
		הטלת עיקול על נכסי המנפיק או ביצוע פעולת הוצלי"פ
		מינוי כונס נכסים קבוע או זמני (ובלבד שהמינוי לא בוטל במועד סביר)

העילות	קיים (מס' סעיף בשטר) / לא קיים	הערות/הסבר
המנפיק הודיע על כוונתו לחדול מלהמשיך בעיסוקו ו/או לנהל את עסקיו		
החברה חדלה מלהיות תאגיד מדווח ע"פ חוק ני"ע		
מחיקה ממרשם החברות, למעט מיזוג		
בקשה/מתן צו להקפאת הליכים		
הוגשה בקשה לצו לפתיחת הליכים לפי חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ח-2018		
הוגשה בקשה לאישור הסדר חוב שלא במסגרת צו לפתיחת הליכים לפי חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ח-2018		
הבורסה השעתה/מחקה את המסחר באג"ח		
הפרת מגבלות על גיוס חוב נוסף, כולל הרחבת סדרה		
אי עמידה בהתחייבות למנגנון התאמה לשיעור הריבית, כתוצאה מאי הסרת שיעבוד צף		
נטילת חוב פיננסי או אשראי בניגוד להתחייבות לאי יצירת שיעבוד שוטף		
הפרת התחייבות להפקיד כספי כרית הוצאות וכרית ריבית או הפקדת כספים בפקדון להוצאות מיוחדות		
מתן צו נאמן זמני או מינוי נאמן זמני		
עילות נוספות [תפורט כל אחת בנפרד]		

3. דרישות עמידה באמות מידה פיננסיות:

פירוט אמת המידה	קיים / לא קיים	<u>דוגמאות להמחשה בלבד</u>	אמת מידה <sup>3</sup>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• יחס חובות לא מובטחים לנכסים לא משועבדים</li> <li>• קביעת שיעור ההון עצמי מסך המאזן (לדוגמא, שלא ייפח מ-20%).</li> <li>• קביעת סכום מינימום של הון עצמי (מוחשי).</li> <li>• יחס חוב להון עצמי (מוחשי).</li> <li>• יחס חוב פיננסי ברוטו ל-CAP (חוב פיננסי בתוספת הון עצמי)</li> <li>• יחסי חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו.</li> <li>• קביעת שיעור יחס הלוואה לבטוחה.</li> </ul>	מינוף פיננסי
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• שיעור EBITDA מסך המכירות.</li> <li>• יחס חוב פיננסי ל-FFO.</li> <li>• יחס FFO להוצאות מימון.</li> </ul>	יחסי רווחיות
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• יחס שוטף מינימאלי</li> <li>• יחס מהיר מינימאלי</li> <li>• סכום מינימום של הון חוזר (ההפרש בין סכום הרכוש השוטף לסכומן של ההתחייבויות השוטפות).</li> </ul>	יחסי נזילות
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• יחס חוב (נטו) ל-EBITDA.</li> <li>• יחס חוב פיננסי ל-FFO.</li> <li>• יחס NOI לשירות חוב.</li> </ul>	יחסי יעילות תפעולית
		פירוט אמות מידה פיננסיות נוספות	אחר

**אנשי קשר: עו"ד אסף נוימן, עו"ד ורד פיליכובסקי סיסיק**

**טל': 02-6556444, פקס: 02-6513160**

<sup>3</sup> על התאגיד לפרט בטבלה רק את אמות המידה שנקבעו בשטר הנאמנות.