



רשות ניירות ערך ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידים

יחידת הביקורת

דוח ריכוז ממצאים בחברות נדל"ן זרות

יולי 2017

הקדמה

יחידת הביקורת של מחלקת תאגידים ("סגל הרשות") ביצעה ביקורת ביחס לגילוי שנכלל בתשקיפים ובדיווחים תקופתיים בקשר לזכויות משפטיות שיעמדו לטובת מחזיקי אגרות החוב במקרה של אירוע חדלות פירעון במדגם שכלל שני תאגידים מדווחים שמאוגדים באיי הבתולה הבריטיים ופועלים בארה"ב ("חברות המדגם"). הביקורת נערכה תוך הסתייעות ממומחים מהתחום בארץ ובחו"ל.

דוח ריכוז ממצאים זה מפרט מספר סוגיות אשר עלו במסגרת הביקורת, במטרה לשקף בפני ציבור המשקיעים והתאגידים המדווחים את עמדות סגל הרשות בנוגע לסוגיות אלה.

רקע

בשנים האחרונות אנו עדים למגמה הולכת ומתגברת של גיוס אגרות חוב סחירות בבורסה לניירות ערך בתל אביב על ידי חברות נדל"ן זרות שמאוגדות לרוב באיי הבתולה הבריטיים ופועלות בתחום הנדל"ן בחו"ל, בעיקר בארה"ב, וזאת מבלי להנפיק לציבור מניות של אותם תאגידים. נהוג לכנות חברות אלה כ"חברות BVI". המודל העסקי של החברה המנפיקה כולל לרוב הקמה של חברה ייעודית לתוכה מועברות זכויות שליטה או מיעוט של בעל השליטה בנכסי נדל"ן המוחזקים על ידו במישור הפרטי באמצעות תאגידים מוחזקים, לעתים עם שותפים, כאשר זכויות הצדדים מעוגנות באמצעות הסכמי תפעול. במקרים רבים התאגידים המוחזקים נוטלים מימון נוסף מתאגידים פיננסיים. לאור הגידול העקבי בסכומי הגיוס של אגרות החוב הסחירות בתאגידים אלה, כמו גם מבנה אחזקה משפטי בנכסים דרך שרשרת של מספר חברות (במדינות שונות בדרך כלל), סגל הרשות מצא לנכון לבצע בחינה ביחס לגילוי שניתן במסגרת דיווחי התאגידים המדווחים בקשר לזכויות משפטיות שיעמדו לטובת מחזיקי אגרות החוב במקרה של אירוע חדלות פירעון.

הנושאים העיקריים שנבחנו בביקורת

סגל הרשות בחן בחברות המדגם האם בהוראות מסמכי ההתאגדות והסכמי התפעול בהתאגדויות של חברות המדגם והתאגידים המוחזקים ו/או בהסכמים מול תאגידים פיננסיים ישנן הוראות המתייחסות לזכויות המוקנות לשותפים/תאגידים פיננסיים בקרות אירוע חדלות פירעון, וכן האם יש בהוראות אלו ו/או באופן יצירת שעבודים לטובת המחזיקים (כאשר שעבוד כזה קיים) כדי לפגוע ביכולת מחזיקי אגרות החוב לממש את זכויותיהם בהתאם לשטר הנאמנות, וככל שכן - האם ניתן לכך גילוי מתאים במסגרת תשקיפי הגיוס ובדיווחים השוטפים העוקבים.

ממצאי הביקורת

ממצאי הביקורת כפי שיפורטו להלן נמסרו לחברות המדגם והצביעו על מספר נקודות שלעמדת סגל הרשות נדרשו לגביהן הבהרות או מתן גילוי נוסף במסגרת הדוחות התקופתיים של חברות המדגם בשנת 2016:

1. שעבוד זכויות חברות בנות לטובת מחזיקי אגרות החוב

בהתאם להוראות שטר הנאמנות בין החברה למחזיקי אגרות החוב, החברה התחייבה ליצור שעבוד לטובת מחזיקי אגרות החוב על זכויות בחברות בנות המחזיקות בשרשור במיזמי נדל"ן במדינת ניו יורק. בהסכם השעבוד נקבע כי לעניין הסכם זה יחול הדין הישראלי וסמכות השיפוט תהיה של מדינת ישראל. לאור זאת, עלתה השאלה האם נפל פגם ברישום השעבוד ומהו תוקף השעבוד בהתאם לדין החל במדינת ניו יורק. כמו כן עלתה השאלה האם נפל פגם בהודעות רישום השעבוד לטובת מחזיקי אגרות החוב, מאחר ובהודעות נכתב שבעלות החוב הן החברות הבנות המשועבדות, וזאת במקום לציין שבעלת החוב היא החברה עצמה.

לעמדת החברה, הסכמי השעבוד תקפים לפי דין מדינת ניו יורק. הסכמי השעבוד אינם עומדים לבדם ולצדם גם תוספת של שליטה בזכויות המשועבדות כדוגמת הפקדה של תעודות הזכויות של החברות המשועבדות בידי הנאמן, וכן רישום של UCC-1¹ על החברות המשועבדות, לצד רישום השעבוד שיצרה החברה במרשם השעבודים הפומבי באיי הבתולה, אשר מבטיחים את תוקפן ומעמדן של הבטוחות. לעניין תוקף רישום השעבוד, לעמדת החברה היה זה מן הראוי לרשום את השעבוד על שם החברות המשועבדות משום שהן מגלמות בפועל את הנכסים הממשיים אשר ניתנו כבטוחות במסגרת שטר הנאמנות של אגרות החוב, והן אלו שבפועל מקיימות את הפעילות העסקית בניו יורק. כפועל יוצא, זוהי גם הדרך הראויה להבטיח שכל צד שלישי אשר בא במגע עם החברות המקומיות ופעילותה העסקית של החברה, יהיה חשוף למידע אודות השעבודים לטובת מחזיקי האג"ח. עוד נטען על ידי החברה כי בהודעות ה-UCC-1 נרשם מפורשות כי השעבוד על החברות המשועבדות מהווה בטוחה להתחייבות של החברה על פי שטר הנאמנות. היות שהחברה נרשמה באופן מפורש ובולט בשמה המלא, מיד בראשית ההודעה, כל נושה מאוחר יוכל בנקל לקבל מיידית את האינפורמציה אודות קיומם של השעבודים לטובת הנאמן מטעם החברה על נכסיה השונים המגולמים במסגרת חברות הבנות המשועבדות.

¹ טופס רישום הזכות המשפטית הקיימת למלווה על זכויות הלווה, כחלק מהתקנות והחוקים תחת ה-UCC-1 Commercial Code.

יחד עם זאת, בעקבות ממצאי הביקורת החברה הוסיפה רישום לצד הרישום הקיים בניו יורק, אשר מציין באופן מפורש את החברה כמי שמשעבדת את זכויותיה בחברות המשועבדות.

2. הסכמי תפעול/מימון בתאגיד מוחזק וההשפעה האפשרית על המחזיקים באירוע חדלות

פירעון

בבחינת הסכם תפעול בחברת נכס אשר מוחזקת על ידי אחת החברות ביחד עם שותפים נוספים, עלה כי במקרה של אירוע חדלות פירעון של שותף, לרבות מינוי נאמן, כונס ו/או מפרק ו/או דרישה להעברת זכויות מכוח אירוע חדלות פירעון כאמור, השותפים האחרים רשאים לקנות את מלוא זכויות אותו שותף בחברה במחיר עלות. באותו מקרה למנהלים מטעם החברה ניתנה זכות סירוב ראשונה לביצוע רכישה כאמור לפני כל שותף אחר. לאחר התייעצות של החברה עם יועציה המשפטיים בארה"ב, נמסר לסגל הרשות כי הסעיף המקנה זכויות לשותפים מכוח אירוע חדלות פירעון הוסר מכל הסכמי התפעול בהם היה מצוי.

בחינה של הסכמי תפעול נוספים העלתה כי קיימת, בידיהם של השותפים, האפשרות להחליף את הניהול באירוע של חדלות פירעון, הפרות יסודיות מסוימות ו/או שינוי שליטה בשרשור בחברה הרלוונטית, מה שעלול להוביל לאיבוד השליטה של החברה בחלק מנכסיה.

כמו כן, מבדיקת הסכמי המימון הרלוונטיים נראה כי שינוי שליטה בשרשור בחברה הנבדקת ו/או החלפת הניהול, עלול להוות עילה לפירעון מיידי של ההלוואות ומימוש המשכנתאות.

במסגרת הביקורת הבהיר סגל הרשות לחברות הנבדקות כי ככלל על חברה לכלול גילוי ברור להוראות העולות מהסכמי התפעול של חברה במקרים של אירוע חדלות פירעון. על חברה להבהיר, בין היתר, האם בהוראות הסכמי התפעול בהתאגדויות של חברות מוחזקות ו/או בהסכמים מול תאגידי פיננסיים ישנן הוראות המתייחסות לזכויות המוקנות לשותפים או תאגידי פיננסיים בקרות אירוע חדלות פירעון (לרבות בשרשור), אשר יש בהן כדי לפגוע ביכולת מחזיקי אגרות החוב לממש את זכויותיהם בהתאם לשטר הנאמנות, כגון: מניעת העברת זכויות; זכות השותפים לרכישת זכויות החברה באירוע חדלות פירעון ובאיזה מחיר או לחייב אותה לרכוש את השותפים; החלפת ניהול, השפעה על מנגנון חלוקת הרווחים, יכולת המלווים להעמיד את ההלוואות לפירעון מיידי וכד'.

השלכות הביקורת

החברות כללו במסגרת הדוח התקופתי לשנת 2016 התייחסות לנושאים שעלו בביקורת ועמדת החברה בקשר אליהם.
