



רשות ניירות ערך
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY
מחלקת תאגידיים

1.9.13

עמדה משפטית מספר 103-29 : ממצאים בקשר עם נאותות הגילוי בדבר בטוחות ו/או שעבודים שניתנו ע"י תאגידיים מדווחים להבטחת פירעון תעודות התחייבות

העמדה כוללת עדכונים מיום 24 ביולי 2017 שסומנו באפור
(המסמך עודכן בעבר גם ביום 7 באפריל 2014 וביום 31 באוקטובר 2016)

רקע

במהלך בדיקות שוטפות וייעודיות שעורך סגל רשות ניירות ערך (להלן - "סגל הרשות") מעת לעת, בעניין בחינת נאותות הגילוי של בטוחות ו/או שעבודים (להלן - "השעבוד" או "הבטוחה") אשר ניתנים להבטחת פירעון של תעודות התחייבות, נמצאו בחלק מהמקרים ליקויים וכשלים מהותיים. ליקויים אלה עלו עד כדי חשש בדבר יכולת המשקיעים להעריך את הסיכון הגלום בתעודות התחייבות ולתמחר בצורה נאותה את שווי ניירות הערך המוצעים.

לאור האמור, סגל הרשות מצא לנכון לשתף בממצאיו באמצעות פרסום נייר זה, המדגיש בפני התאגידיים המדווחים מהו הגילוי הנדרש ביחס לשעבוד הניתן להבטחת פירעון של תעודות התחייבות, הן במועד הנפקת תעודות ההתחייבות והן במסגרת דיווחי השוטפים של התאגיד המנפיק, וזאת עד למועד פירעון המלא של תעודות ההתחייבות.

הגילוי הניתן ביחס לשעבוד להבטחת פירעונם של תעודות התחייבות, צריך לספק למשקיע הסביר את מלוא המידע הנדרש לו לשם תמחור נאות של הבטוחה וקבלת החלטת השקעה מושכלת בתעודות ההתחייבות.

להלן יוצגו נושאים מהותיים מתוך ממצאי סגל הרשות

שעבוד של מניות חברה מוחזקת

במספר מקרים הובאו לפתחו של סגל הרשות שעבודים של מניות חברה מאוחדת/כלולה/נכס פיננסי (להלן - "החברה המוחזקת" ו- "המניות המשועבדות", בהתאמה) אשר ניתנו במסגרת הצעת תעודות התחייבות לציבור. בחלק מהמקרים הבחין סגל הרשות (טרם ההנפקה), כי המידע אשר ניתן ביחס למניות המשועבדות לא אפשר תמחור נאות של תעודות ההתחייבות.

כך לדוגמא, מקרה בו הגילוי כלל רק את שיעור המניות המשועבדות, סך ההון המיוחס לבעלי המניות של החברה המוחזקת והתחייבות התאגיד להעביר לנאמן לתעודות ההתחייבות דיווח בדבר שיעור החזקות התאגיד בהון המניות של החברה המוחזקת בכל תקופה.

במקרה זה ביקש סגל הרשות מהתאגיד ליתן גילוי ביחס לשעבוד באופן הבא:

1. צירוף דוחות כספיים מבוקרים/סקורים לפי העניין, כהגדרתם בתקנה 1 לתקנות ניירות ערך (דוחות כספיים שנתיים) התש"ע-2010 (להלן - "דוחות כספיים" ו- "תקנות דוחות

כספיים) של החברה המוחזקת^{1,2} מדי רבעון (לרבות דוח שנתי), וזאת עד למועד פירעון המלא של תעודות ההתחייבות.

על אף האמור, סגל הרשות לא התערב מקום בו חלף צירוף דוחות כספיים מלאים בשנתי או ברבעוני, צורפה תמצית נתונים כספיים, שבוקרו או שנסקרו³, לפי העניין, ובלבד שהתמצית כללה, לכל הפחות, דוח על המצב הכספי, דוח רווח והפסד, דוח על תזרימי מזומנים וכן ביאורים לסעיפים מהותיים (לרבות ביאור על הנחת העסק החי ונזילות ככל שנדרש להכלילם בהתאם לכללי החשבונאות המקובלים).

עם זאת, ככל שאחד או יותר מהנתונים הבאים יתקיים ביחס לתאגיד המנפיק, טרם פירעון מלא של תעודות ההתחייבות, נדרש התאגיד המנפיק לצרף דוחות כספיים מלאים (הן בדוח השנתי והן בדוח הרבעוני):

- (א) התקיים ביחס לתאגיד אחד מסימני האזהרה הקבועים בתקנה 10(ב)(14)(א) לתקנות דוחות תקופתיים ומיידים, התש"ל-1970;
- (ב) דירוג הסדרה ו/או המנפיק מדורג/ירד מתחת לדירוג השקעה;
- (ג) אי תשלום קרן ו/או ריבית למחזיקי תעודות התחייבות.

במקרה האמור, התאגיד הודיע כי קיבל הסכמה בלתי מותנית של החברה המוחזקת לספק לו את כל המידע הנדרש לצורך פרסום דוחותיה של החברה המוחזקת וכן כלל התחייבות לספק מידע כאמור במסגרת שטר הנאמנות, והתחייבות תשקיפית לקבלת מידע ככל וישעבד לטובת המחזיקים מניות של חברות מוחזקות אחרות לאורך חיי תעודות ההתחייבות.

2. גילוי בנוגע לפעילות החברה המוחזקת בהתאם לסעיף 25 לתוספת הראשונה לתקנות פרטי תשקיף. במקרים בהם תחום הפעילות של החברה המוחזקת הוסדר באמצעות גילוי ענפי ייעודי (לדוגמא נדל"ן להשקעה/יזומי) התבקש התאגיד לכלול גילוי (עדכני) של תחום הפעילות בהתאם להוראות הגילוי הרלוונטיות, בכפוף לאמור בסעיף 25 לתוספת הראשונה⁴.

התאגיד נדרש לתת גילוי כאמור בכל דוח תקופתי. ביחס לדוחות רבעוניים ושוטפים של התאגיד, התאגיד נדרש לתת גילוי לשינויים מהותיים שחלו, וזאת עד למועד פירעון המלא של תעודות ההתחייבות.

3. בנוסף על האמור לעיל, התבקש התאגיד ליתן גילוי לגבי תניות פיננסיות/מגבלות החלות על החברה המוחזקת⁵ לצורך הבטחת שווי הבטוחה וזכויות המחזיקים לפעול למימוש השעבוד שניתן לטובתם, לרבות ביחס לעניינים הבאים:

- אפשרות שינוי תחום פעילות החברה המוחזקת, לרבות מכירת נכסים;
- דילול אפשרי של שיעור המניות המשוועדות;
- ביצוע עסקאות בחברה המוחזקת עם בעלי עניין/שליטה;

¹ צירוף הדוחות הכספיים הנו בהתאם לקבוע בתקנה 23(ד)-(ט) לתקנות דוחות כספיים וכן בהתאם לתקנה 56 לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט-1969 (להלן – "תקנות פרטי תשקיף").

² יצוין כי סגל הרשות לא התערב מקום בו לא צורפו דוחות כספיים של חברה מוחזקת שסווגה בדוחות התאגיד המדווח כנכס פיננסי, וחלף זאת ניתנה הפניה לדיווחיה של החברה המוחזקת. בנוסף, ככל שבוצעה על ידי התאגיד הערכת שווי של הנכס הפיננסי ששימשה לצורך ביסוס ערכם של נתונים בדוחותיו הכספיים, התאגיד התבקש לצרפה.

³ יצוין כי סגל הרשות לא התערב מקום בו חלף צירוף דוח הביקורת או הסקירה של רואה החשבון המבקר, לפי העניין, ניתנה הצהרת התאגיד לפיה הנתונים תואמים/נלקחו מתוך הדוחות הכספיים שבוקרו או נסקרו, לפי העניין, על ידי רואה החשבון המבקר. עם זאת, מקום בו דוח הביקורת או הסקירה כלל פסקת הדגש למצב הפיננסי של החברה המוחזקת, נדרש התאגיד לצרף את דוח הביקורת/הסקירה.

⁵ זאת בנוסף לדרישה הכללית של תיאור מגבלות/תניות פיננסיות/התחייבויות של התאגיד.

▪ מגבלות (היעדר מגבלות) לחלוקת דיבידנדים.

יצוין, כי במקרה שהמניות המשועבדות הנן מניות של תאגיד מדווח, יכול התאגיד לכלול על דרך של הפניה את המידע הנדרש אודות החברה המוחזקת, ובכלל זה את הדוחות הכספיים של החברה המוחזקת⁶.

יובהר כי מקום בו ניתנת ערבות על ידי תאגיד שאינו המנפיק להבטחת פירעון תעודות ההתחייבות (להלן – "התאגיד הערב"), נדרש התאגיד המנפיק ליתן את המידע האמור בסעיפים 1-3 גם ביחס לתאגיד הערב.

שעבוד חשבון עודפים

במקרים בהם שועבד לטובת מחזיקי תעודות ההתחייבות חשבון עודפים בפרויקט בניה של התאגיד (לרוב בפרויקטי יזמות) הממומן על ידי בנק מלווה (או גורם מממן אחר) במימון "סגור", הבחין סגל הרשות כי לא ניתן מידע ביחס להערכות באשר למועדי תחילת וסיום הפרויקט, להכנסות ורווחיות צפויים מן הפרויקט, למועדי התזרימים אל חשבון העודפים והחוצה ממנו ועוד.

לעיתים נטען על ידי התאגיד כי גילוי זה לא ניתן לאור העובדה שהפרויקט בראיתו אינו מהותי. עם זאת, ברור כי ביחס למחזיקים הפרויקט הנו מהותי או מהותי מאוד, לפי העניין.

במקרים כאמור, ביקש סגל הרשות מהתאגיד לכלול גילוי טבלאי (כמותי ואיכותי) ביחס לפרויקט בגינו שועבד חשבון העודפים ובראיית הנכס כמהותי מאוד, וזאת עד למועד פירעון המלא של תעודות ההתחייבות.

בין היתר, הגילוי שנדרש מהתאגיד, כלל:

- העודפים הצפויים בפרויקט בהתאם לדוח אפס עדכני;
- מועדי תחילה וסיום של הפרויקט;
- סה"כ יחידות בפרויקט וכן כמות היחידות שנמכרו (בפילוח רבעוני);
- עלויות והכנסות שהתהוו;
- עלויות והכנסות צפויות;
- שיעורי רווחיות של הפרויקט;
- המועדים הצפויים לקבלת תשלומים מהפרויקט, מחשבון העודפים ומקדמות שהתקבלו;
- מועדי תשלום קרן וריבית של תעודות ההתחייבות;
- יכולת התאגיד לשחרר כספים מחשבון העודפים ועודפים מחשבון הליווי, שלא לטובת המחזיקים;
- אפשרות השתת עלויות נוספות על הפרויקט בידי התאגיד, בעל השליטה או מי שיש להם עניין אישי בו לאחר מועד ההנפקה (לדוג' - דמי ניהול המשולמים לתאגיד מהפרויקט);
- פירוט התנאים המהותיים של הסכם המימון של הפרויקט, ובכלל זה תיאור הזכויות של הבנק המלווה (או גורם מממן אחר) לשחרר, לקזז או לעכב כספים מתוך חשבון הליווי, מתוך חשבון העודפים ומתוך חשבונות אחרים של התאגיד הקשורים להנפקת תעודות ההתחייבות ומנוהלים בבנק המלווה. ככל שמוקנית לבנק המלווה זכות כזו למי מהחשבונות כאמור, יינתן גם היקף החובות כלפי הבנק המלווה סמוך למועד ההנפקה ובכל דוח תקופתי, וקיומן או היעדרן של מגבלות על היקף החובות שרשאי התאגיד ליטול מן הבנק המלווה;

⁶ יובהר, כי מקום בו החברה המוחזקת חדלה להיות "תאגיד מדווח", נדרש התאגיד ליתן את כל המידע הנדרש, ובכלל זה לפרסם את הנתונים הכספיים (תמצית דוחות/דוחות כספיים, לפי העניין) של החברה המוחזקת, עד למועד פירעון המלא של תעודות ההתחייבות.

■ יתרת הכספים המשועבדים לטובת מחזיקי תעודות ההתחייבות בחשבון העודפים (לאחר ההנפקה).

התאגיד נדרש לתת גילוי כאמור בכל דוח תקופתי. ביחס לדוחות רבעוניים ושוטפים של התאגיד, התאגיד נדרש לתת גילוי לשינויים מהותיים שחלו, וזאת עד למועד פירעון המלא של תעודות ההתחייבות.

יצוין כי באותם מקרים בהם היו לתאגיד הערכת שווי של הפרויקט אשר ממנה ניתן ללמוד על העודפים שיווצרו בפרויקט, נדרש התאגיד לצרפה, בנסיבות בהן היה בכך תרומה משמעותית לתמחור השעבוד.

בנוסף, אם "השעבוד" הוא בגדר התחייבות בלבד להעביר זכויות לקבלת עודפים מפרויקט עתידי לחשבון בנק שישועבד לטובת הנאמן, הרי שאין מדובר בשעבוד. במספר מקרים שעלו, במסגרתם לא הייתה לתאגיד המנפיק אפשרות ליצור שעבוד על חשבון עודפים במועד ההנפקה (כך לדוגמה, מקום בו טרם נחתם הסכם ליווי בנקאי ו/או טרם ניתן היתר בנייה לפרויקט) התאגיד נדרש, בנוסף למתן גילוי הטבלאי אודות הפרויקט כנדרש לעיל, גם לתאר את מעמד המשפטי של המחזיקים לאשורו, ובכלל זה לציין כי מעמדם של מחזיקי תעודות ההתחייבות הוא כמעמד של נושים בלתי מובטחים.

שעבוד על נכס

דוגמה נוספת היא בשעבוד על נכס ספציפי שניתן על ידי התאגיד (לרבות תאגיד אחר המשעבד את הנכס להבטחת חיובי התאגיד המנפיק כלפי מחזיקי תעודות ההתחייבות).

סגל הרשות זיהה מספר מקרים בהם התאגיד לא צירף הערכת שווי ו/או עדכון של הערכת שווי וזאת על אף שהייתה קיימת חובת צירוף/עדכון כאמור בהתאם להוראות תקנה 8(ב)1 לתקנות דוחות תקופתיים ומיידיים⁷. למותר לציין כי הערכת השווי צריכה להיות ערוכה בהתאם לנדרש בהוראות הדין.

יצוין כי סגל הרשות לא התערב מקום בו התאגיד שיעבד מספר נכסים, ואולם התאגיד צירף רק הערכות שווי מהותיות מאד ביחס לנכסים אלו⁸, כאשר לגבי יתרת הנכסים המשועבדים שלא צורפה הערכת שווי בגינם, ניתן גילוי כהערכות שווי מהותיות בהתאם לתקנה 8(ט) לתקנות דוחות תקופתיים ומיידיים⁹.

בנוסף, התאגיד נדרש לכלול גילוי טבלאי ביחס לנכס המשועבד כפי שנדרש ביחס לנכס מהותי מאוד (לדוגמה בהנחיית גילוי נדל"ן להשקעה), וזאת עד למועד פירעון המלא של תעודות ההתחייבות.

⁷ חובת צירוף הערכת שווי חלה בכל אחד מהמקרים הבאים: (1) הערכת שווי מהותית מאוד המשמשת בסיס לקביעת ערכם של נתונים בדוחות התקופתי; (2) פרסם התאגיד ביוזמתו הערכת שווי של נכס משועבד (לרבות נכס שבכוונת התאגיד לשעבד לטובת מחזיקי תעודות ההתחייבות אגב פרסום מסמך ההצעה), תצורף הערכת שווי מעודכנת בכל דוח תקופתי, עד למועד פרעון תעודות ההתחייבות גם אם אין היא הערכת שווי מהותית מאוד; (3) הערכת שווי של נכס משועבד (לרבות נכס שבכוונת התאגיד לשעבד לטובת מחזיקי תעודות ההתחייבות אגב פרסום מסמך ההצעה) המשמשת בסיס לקביעת נתונים בדוחות, תצורף הערכת השווי גם אם אין היא הערכת שווי מהותית מאוד.

⁸ הערכת שווי תיחשב כמהותית מאד ביחס לסדרת תעודות ההתחייבות, אם מתקיימים לגביה שני התנאים הבאים, במצטבר: (1) שווי הנכס המשועבד עומדת על 10% או יותר מיתרת הערך הנקוב של סדרת תעודות ההתחייבות, למועד הדיווח; (2) שווי הנכס המשועבד עומד על 10% או יותר מסך השווי של כלל הנכסים המשועבדים לסדרת תעודות ההתחייבות, למועד הדיווח.

⁹ עמדה זו באה לידי ביטוי ב"הבהרה לעמדה משפטית מספר 105-23 בדבר פרמטרים לבחינת מהותיות הערכות שווי: שאלות ותשובות" מחדש דצמבר 2016

http://www.isa.gov.il/%D7%A4%D7%99%D7%9D%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/SLB_Decision/Reports/Documents/12122016_1.pdf

התאגיד נדרש לתת גילוי כאמור בכל דוח תקופתי. ביחס לדוחות רבעוניים ושוטפים של התאגיד, התאגיד נדרש לתת גילוי לשינויים מהותיים שחלו, וזאת עד למועד פירעון המלא של תעודות ההתחייבות.

יודגש כי במקרה שהנכס המשועבד הינו בבעלות תאגיד שאינו המנפיק ונכס זה משועבד לטובת מחזיקי תעודות ההתחייבות בשעבוד שאינו שעבוד ראשון, ומהווה את עיקר פעילותו של התאגיד שאינו המנפיק, נדרש התאגיד המנפיק לצרף גם תמצית דוחות כספיים של התאגיד האחר (המשעבד), כאילו היה מדובר בשעבוד של מניות חברה מוחזקת כמתואר לעיל.

סגל הרשות מבקש להבהיר כי הגילוי ביחס לשעבוד של נכס שאינו נמצא בבעלות/בשליטת התאגיד המנפיק (כגון נכס משועבד המצוי בבעלות בעל השליטה במנפיק) צריך להיות זהה במהותו לנכס משועבד בבעלות התאגיד, שכן אין הבדל במידע הנדרש לטובת המחזיקים בתעודות ההתחייבות.

דגשים נוספים - כללי

סגל הרשות מבקש להבהיר בנוסף כי –

- (א) במקרים בהם משועבדים מספר נכסים, אזי היקף הגילוי הטבלאי הנדרש ביחס לכל אחד מהם יעשה בהתאם למהותיות של שווי הנכס המשועבד ביחס לסך יתרת תעודות ההתחייבות או לסך שווי הנכסים המשועבדים, לפי הנמוך ביניהם. גילוי כנכס מהותי מאוד יינתן כאשר הנכס מהווה 20% ומעלה. לגבי יתרת הנכסים - יינתן גילוי כנכסים מהותיים¹⁰, לפי הוראות הדין השונות (לרבות הנחיות גילוי ייעודיות). לעניין זה – "יתרת תעודות ההתחייבות" – פארי או שווי בורסאי, לפי הנמוך מביניהם.
- (ב) אין בכל האמור לעיל כדי לגרוע מהחובה הקבועה בתקנה 35א(2) לתקנות דוחות תקופתיים ומידיים, לעניין חובת דיווח מידי בדבר מידע שיש בו כדי להשפיע באופן מהותי על ערכו של הנכס המשועבד, וכן האמור בתוספת השמינית לתקנות אלו.
- (ג) על התאגיד ליתן גילוי גם אודות היבטים משפטיים וכלכליים (ייחודיים) לצורך הבנת השעבוד לאשורו ושוויו, ובפרט לגבי סדרי נשייה (שעבוד ראשון/שני/שעבוד צף וכיו"ב), מגבלות על יכולת החברה המוחזקת לבצע דיספוזיציה בנכסיה (לרבות הגבלות קיימות לטובת מחזיקים נוספים בנכס), הפחתות שונות (היטלים/מיסים/אגרות) וכיו"ב.
- (ד) האמור לעיל חל על כל הנפקה של תעודות התחייבות לציבור, לרבות בהרחבת סדרה קיימת ו/או כל שינוי/הוספה של בטוחה בדרך אחרת.
- (ה) אין באמור בעמדה זו כדי לגרוע מהוראות הדין האחרות.

אנשי קשר: רו"ח אילן ציוני, עו"ד ליאור צוברי, עו"ד סיון חן
טלפון: 02-6556444, פקס: 02-6513160

¹⁰ סגל הרשות לא התערב מקום בו שועבדו נכסים בתחום הנדל"ן להשקעה כאשר לגבי נכסים שהיוו פחות מ-10% (מסך יתרת תעודות ההתחייבות או סך הנכסים המשועבדים לפי הנמוך מביניהם), ניתן גילוי מצרפי (חלף גילוי כנכסים מהותיים) בהתאם להנחיית הגילוי הייעודית.