



רשות ניירות ערך

הצעה להתקנת תקנות ניירות ערך (מנגנון לשינוי בטוחות שניתנו לטובת מחזיקי

תעודות התחייבות), התשע"ו-2016

עדכון הצעת חקיקה וריכוז הערות ציבור

רקע

סעיף 135 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968 ("החוק") קובע את האופן בו רשאי המנפיק לבצע שינויים בשטר הנאמנות.

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

(1) הנאמן שוכנע כי השינוי אינו פוגע במחזיקים בתעודות ההתחייבות...

(2) המחזיקים בתעודות ההתחייבות הסכימו לשינוי בהחלטה שהתקבלה באסיפת מחזיקים... ברוב של המחזיקים בשני שלישים לפחות מיתרת הערך הנקוב של תעודות ההתחייבות המיוצג בהצבעה או ברוב אחר שנקבע בשטר הנאמנות, לפי הגבוה..."

בנוסף, סעיף 135 לחוק קובע את האופן בו רשאי המנפיק לבצע שינויים בבטוחות שניתנו למחזיקי תעודות ההתחייבות.

"הונפקו תעודות התחייבות שהתחייבויות המנפיק על פיהן, כולן או חלקן, מובטחות בבטוחות¹, לא ייעשה כל שינוי בבטוחות כאמור או בתנאיהן, אלא בהתקיים האמור בפסקאות (1) או (2) של סעיף 135, או בהתאם למנגנון שנקבע בשטר הנאמנות המבטיח באופן סביר כי זכויות המחזיקים לא ייפגעו כתוצאה משינוי הבטוחות; שר האוצר, לפי הצעת הרשות או לאחר התייעצות עמה ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, רשאי לקבוע הוראות לעניין מנגנון כאמור."

ניתן לראות כי המחוקק אפשר למנפיק לערוך שינויים בבטוחות ללא קבלת אישור המחזיקים בתעודות ההתחייבות ברוב מיוחד או אישור הנאמן כי השינוי אינו פוגע במחזיקים, ובלבד ששינוי הבטוחות יעשה בהתאם למנגנון שנקבע בשטר הנאמנות המבטיח באופן סביר כי זכויות המחזיקים לא ייפגעו כתוצאה משינוי הבטוחות ("מנגנון סביר").

¹ בטוחות – שעבוד על נכסים, ערבות או התחייבות אחרת.

במסגרת סעיף 135 לחוק, הוסמך שר האוצר, לפי הצעת הרשות או לאחר התייעצות עמה, לקבוע הוראות לעניין מנגנון כאמור. בהתאם להחלטת המליאה מיום 28.2.2016, פורסם נוסח הצעת התקנות להערות הציבור למשך 45 ימים.

לאור הערות הציבור שהתקבלו, גובש נוסח מעודכן של הצעת תקנות, אשר אושר במליאת הרשות ביום 28.9.2016.

נוסח מעודכן של הצעת התקנות וכן ריכוז הערות הציבור והתייחסות סגל הרשות אליהן מצורפים לנייר זה כנספח א' וכנספח ב', בהתאמה.

עיקרי ההסדרה

להלן העקרונות אשר בהתקיימם יראו במנגנון שקבעה החברה בשטר נאמנות, כמנגנון סביר. יש לזכור כי בהסכם הלוואה סטנדרטי לא ניתן, על פי רוב, לבצע שינויים בבטוחות שניתנו ללווה ללא הסכמתו. עם זאת, לאור פיזורם הרב של המחזיקים בתעודות התחייבות, בשל החשש מסחטנות המחזיקים, ולאור הרצון לאפשר לחברה גמישות מסחרית בקשר עם הבטוחות, אפשר המחוקק לתאגיד לבצע שינוי של הבטוחות, בנסיבות מסוימות, ללא צורך בקבלת אישורים כלשהם.

בבואנו לפרש מהו מנגנון סביר, יש לעשות זאת בצמצום ובזהירות שכן מדובר בחריג. לחברה עומדת תמיד האפשרות להביא את השינוי לאישור מחזיקי תעודות ההתחייבות או לשכנע את הנאמן שייתן הסכמתו לשינוי השטר לאחר שהשתכנע, כי השינוי אינו פוגע בזכויות המחזיקים.

בשולי הדברים יצוין, כי על אף שההסמכה להתקנת התקנות ניתנה בשלהי שנת 2012, לא היה אז די ניסיון בקביעת מנגנונים כאמור והשלכותיהם האפשריות על זכויות המחזיקים והחברות. עתה, משנצבר ניסיון מספק מוצע לפעול להתקנת תקנות בעניין.

א. תיאור הבטוחות בשטר הנאמנות

חברה אינה חייבת להעניק למחזיקי תעודות ההתחייבות בטוחות להבטחת התחייבויותיה.

עם זאת, כאשר שועבדו למחזיקים נכסים במסגרת ההנפקה, יש לראות בהם חלק מזכויות המחזיקים בהתאם לשטר הנאמנות ועל החברה לתארם הן בתשקיף והן בדיווח השוטף. תיאור הבטוחות נדרש על מנת שהמחזיקים יוכלו לתמחר את שווי הבטוחה המשפיע על הסיכון הגלום בתעודת ההתחייבות ומשכך על מחירה.

לעניין זה יודגש, כי גם אם החברה תיארה בתשקיף החלפה של שעבוד בשעבוד אחר, ונתנה לגביהם את הגילוי המלא, שינוי השעבודים, הגם שנעשה בהתאם למתואר בתשקיף, יצטרך להיעשות בהתאם למנגנון המבטיח באופן סביר כי זכויות המחזיקים לא ייפגעו כתוצאה מהשינוי, שכן השעבוד שניתן בפועל הינו חלק מזכויות המחזיקים כמוסבר לעיל.

עקרון זה אף עולה באופן מפורש מדברי ההסבר לחוק:

“כיום, הליך שחרור והחלפה של בטוחות שהעמיד המנפיק לזכות המחזיקים בתעודות ההתחייבות אינו מוסדר בחקיקה ונתון לשיקול דעתו של המנפיק, כל עוד ניתן תיאור בשטר הנאמנות לדרכים לשחרור או להחלפה של בטוחות. כתוצאה מכך, עשוי להיווצר מצב שבו המנפיק מציע לציבור תעודות התחייבות עם שעבוד המקנה

הגנה מסוימת למחזיקים, ובמהלך התקופה הוא רשאי להחליף את השעבוד בכל שעבוד אחר על פי שיקול דעתו. בשל הקושי לתמחר שינויים אלה כך שישתקללו במחיר נייר הערך, יש להקנות למחזיקים את אותה הגנה שניתנה בהתאם להוראות שטר הנאמנות במועד הנפקת תעודות ההתחייבות, כך שתחול במהלך כל חיי תעודות ההתחייבות. משכך, מוצע לקבוע הגבלה מפורשת על שינוי הבטוחות, כך ששינוי כאמור יתאפשר רק בהתקיים אחד מאלה...²

ב. עיקרי השינויים בנוסח התקנות לאור הערות הציבור

להלן השינויים העיקריים שנעשו בנוסח התקנות לאור הערות הציבור שהתקבלו:

1. **יחס החוב לבטוחה החדשה לא יעלה על יחס חוב לבטוחה מקסימלי שנקבע בשטר הנאמנות** – ככלל, מנגנון סביר יכלול הוראה לפיה במועד שינוי הבטוחה השווי ההוגן של הבטוחה החדשה אינו נמוך מהשווי ההוגן של הבטוחה הקיימת. עם זאת, סגל הרשות קיבל את הערת הציבור לפיה במקרים בהם התחייבה חברה במסגרת שטר הנאמנות לעמוד ביחס חוב לבטוחה מקסימלי, יש לאפשר שינוי בבטוחה הקיימת כל עוד השווי ההוגן של הבטוחה החדשה עומד ביחס חוב לבטוחה המירבי שנקבע בשטר הנאמנות. האמור כפוף לשני תנאים: האחד, נקבעה בשטר זכות של החברה לשחרר בטוחות עד ליחס חוב לבטוחה מקסימלי כאמור; השני, ניתן גילוי במסגרת השטר בדבר זכות החברה לשחרר בטוחות כאמור גם בדרך של שינוי הבטוחה הקיימת. סגל הרשות סבור, כי במקרים אלה, המחזיקים הסכימו מראש לשעבוד בשווי מינימלי התואם את יחס חוב לבטוחה המרבי שנקבע ולכן שינוי בטוחה בנסיבות אלו, ובכפוף ליתר התנאים הכלולים בתקנות, מבטיח באופן סביר שזכויות המחזיקים לא יפגעו כתוצאה מההחלפה.

2. **הסרת התנאי לפיו מאפייני הבטוחה החדשה זהים או טובים ביחס למאפייני הבטוחה הקיימת** – בהתאם להערות ציבור, קיים קושי בביסוס תנאי זה, שכן הוא נתון לפרשנות ועל כן מוביל לחוסר ודאות אצל החברה במועד שינוי הבטוחה, ופותר פתח לסחטנות אפשרית של מחזיקים. סגל הרשות קיבל הערות אלו באופן חלקי. סגל הרשות סבור כי תנאי זה הינו בעייתי ליישום באופן עצמאי שכן אף נכס אינו זהה במאפייניו לנכס אחר וקיים קושי לקבוע מהם מאפיינים טובים יותר או טובים פחות בין שני נכסים שונים. בנוסף, סגל הרשות סבור כי אין הצדקה להצרת צעדי החברה בשינוי בטוחות באופן שבו תוכל להחליף שעבוד על נכס רק בנכס הדומה לו במאפיינים. סגל הרשות סבור, שלצורך בחינה האם זכויות המחזיקים נפגעות כתוצאה משינוי הבטוחות, יש להבטיח כי רמת הסיכון של הבטוחה החדשה אינה גבוהה באופן מהותי מרמת הסיכון של הבטוחה הקיימת נכון למועד השינוי (בשילוב עם יתר התנאים הכלולים בתקנות). בבחינת רמת הסיכון של הבטוחה יילקחו בחשבון מכלול המדדים אשר משפיעים על סיכון הנכס.

ג. עקרונות ההצעה

² הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 48) (תעודות התחייבות), התשע"ב - 2011, עמ' 103

מוצע לפעול להתקנת תקנות שיקבעו כי מנגנון שינוי בטוחות יחשב כמנגנון המבטיח באופן סביר שזכויות המחזיקים לא יפגעו, אם כלל לכל הפחות את כל אלה:

1. **הוראה לפיה מתקיים לפחות אחד מאלה: (א) שווי הבטוחה החדשה אינו נמוך משווי הבטוחה הקיימת במועד השינוי - היות והבטוחות המסוימות שניתנו בשטר הנאמנות מהוות חלק מזכויות המחזיקים; (ב) שווי הבטוחה החדשה עומד ביחס חוב לבטוחה מירבי שנקבע בשטר הנאמנות - על פי רוב, כולל שטר הנאמנות התחייבות של החברה לפיה יחס החוב לבטוחה (LTV) לא יעלה על שיעור מסוים, וכך זכות לחברה לשחרר בטוחות עד ליחס זה, בין היתר בדרך של שינוי הבטוחות. במקרים אלו, המנגנון הסביר מאפשר כחלופה לכלול הוראה אשר תבטיח כי יחס החוב לבטוחה החדשה לא יעלה על היחס המרבי שנקבע בשטר הנאמנות.**

2. **הוראה לפיה רמת סיכון של הבטוחה החדשה אינה גבוהה באופן מהותי מרמת הסיכון של הבטוחה הקיימת במועד השינוי – היות ושווי הבטוחה אינו משקף את מכלול מאפייני הסיכון של הנכס, נדרשת הוראה ספציפית בקשר עם רמת הסיכון.**

לצורך המחשה, ככלל, לא יהיה ניתן להחליף שעבוד על מניות חברה הפועלת בתחום הנדליין המניב בישראל במניות חברה הפועלת בתחום מדעי החיים בשלביה הראשוניים, אלא באמצעות החלופות האחרות הקיימות בחוק (אישור המחזיקים או אישור הנאמן), שכן ככלל, רמת הסיכון הטמונה בבטוחה החדשה גבוהה באופן מהותי מרמת הסיכון הטמונה בבטוחה הקיימת.

3. **הליך שינוי הבטוחות – על המנגנון לכלול הוראות הנוגעות להליך השינוי, החל מאופן קבלת ההחלטה על השינוי ועד להשלמת השינוי, כמפורט להלן:**

א. **אישור האורגנים של החברה - היות ושינוי הבטוחות הינו אירוע מהותי עבור מחזיקי תעודות ההתחייבות של החברה, מן הראוי שההחלטה בדבר שינוי הבטוחה תובא לדין וקבלת החלטה בדירקטוריון החברה וזאת גם אם הבטוחה שניתנה למחזיקים אינה בהכרח נכס מהותי של החברה. תפיסה דומה לפיה יש לבחון את מהותיות האירוע ביחס למחזיקי תעודות ההתחייבות הוחלה גם בכל הנוגע לחובות דיווח אודות אירוע או עניין אשר עשויה להיות להם השפעה מהותית על ערכן של בטוחות (תקנה 35א לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל – 1970, להלן – **תקנות הדוחות**).**

ב. **מתן הודעה מוקדמת על שינוי - לאור מהותיות המהלך למחזיקי תעודות ההתחייבות ולהשפעתו הפוטנציאלית על מחירן, נדרש לקבוע הוראות שיאפשרו ביצוע בקרה בזמן אמת, על ידי המחזיקים והנאמן, על מנת שבמקרים המתאימים יוכלו המחזיקים לשקול צעדיהם ובמידת הצורך לפעול לשינוי המצב עוד קודם להשלמת המהלך על ידי החברה. מטרת ההודעה המוקדמת היא לאפשר למחזיקים ולנאמן לבחון את הליך השינוי הבטוחה והאם הוא מבטיח באופן סביר שזכויות המחזיקים לא ייפגעו כתוצאה מהשינוי. לצורך כך על החברה להודיע לציבור המחזיקים על כוונתה לשנות את**

הבטוחה לכל הפחות 30 יום עובר לביצוע השינוי. כמו כן, על הדיווח לכלול את כל המידע הנדרש למחזיקים ולנאמן לבחון את עמידת החברה במנגנון סביר כאמור.

ג. **הערכת שווי לבטוחות** - על מנת לאפשר למחזיקים לפקח על עמידת החברה בתנאי הוראה 1 לעיל, על המנגנון לכלול התחייבות לפיה במועד ההודעה על שינוי הבטוחות החברה תפרסם הערכות שווי, הן לבטוחה הקיימת והן לבטוחה החדשה. יובהר, כי ככל שהמנגנון קובע הוראה לפיה יחס חוב לבטוחה החדשה לא יעלה על יחס חוב לבטוחה מרבי שנקבע בשטר הנאמנות, חלף הוראה המתייחסת לשווי הבטוחות, תידרש החברה לפרסם הערכת שווי רק לבטוחה החדשה. כמו כן, תידרש החברה להסביר מדוע לדעתה רמת הסיכון של הבטוחה החדשה אינו גבוהה באופן מהותי מרמת הסיכון של הבטוחה הקיימת.

לפי המוצע, התקנות יחולו על סדרות שיונפקו לאחר כניסת התקנות לתוקף (התקנות לא יחולו על הרחבת סדרה שבוצעה לאחר כניסתן לתוקף, ככל שהסדרה עצמה הונפקה קודם לכניסתן לתוקף).

**תקנות ניירות ערך (מנגנון לשינוי בטוחות שניתנו לטובת מחזיקי
תעודות התחייבות), התשע"ו - 2016**

בתוקף סמכותי לפי סעיפים 1135 ו- 56 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן – החוק), לפי הצעת הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, אני מתקין תקנות אלה:

1. מנגנון לשינוי בטוחות שנקבע בשטר הנאמנות וכלולות בו הוראות תקנות אלה, יחשב למנגנון המבטיח באופן סביר כי זכויות המחזיקים לא ייפגעו כתוצאה משינוי הבטוחות.

2. (א) בחינת הבטוחה החדשה תעלה כי במועד השינוי -

(1) מתקיים אחד מאלה:

(א) השווי ההוגן של הבטוחה החדשה אינו נמוך מהשווי ההוגן של הבטוחה הקיימת; בתקנה זו, "שווי הוגן" - כהגדרתו בכללי חשבונאות מקובלים;

(ב) אם נכללה בשטר הנאמנות התחייבות של החברה לעמידה ביחס חוב לבטוחה - יחס החוב לבטוחה החדשה אינו עולה על היחס שנקבע, ובלבד שבשטר הנאמנות נקבעה זכות החברה לשחרר בטוחות עד לעמידה ביחס האמור, בין היתר בדרך של שינוי בטוחות;

(2) רמת הסיכון של הבטוחה החדשה אינה גבוהה באופן מהותי מזו של הבטוחה הקיימת;

(ב) הליך שינוי הבטוחות כולל את אלה:

(3) שינוי הבטוחות מאושר בידי דירקטוריון המנפיק;

(4) המנפיק יגיש דוח מידי לפי תקנה 35א(2) לתקנות דוחות תקופתיים ומידיים, שלושים יום לפחות לפני השינוי.

3. תחילתן של תקנות אלה 30 ימים מיום פרסומן (להלן - יום התחילה) והן יחולו על סדרות שהונפקו אחרי יום התחילה.

שר האוצר

תיקון תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970

35א. היו תעודות התחייבות שהנפיק התאגיד מוחזקות בידי הציבור יגיש התאגיד דוח מידי בדבר כל אחד מאלה:

(1) אירוע או עניין אשר יש להם או עשויה להיות להם השפעה מהותית על ערכה של כל נכס, בטוחה כמשמעותה בסעיף 135(א)(1) לחוק, ערבות או התחייבות אחרת שניתנה-שניתנה להבטחת התחייבויות התאגיד כלפי מחזיקי תעודות ההתחייבות על פי שטר הנאמנות;

(2) מידע שיש בו כדי להשפיע באופן מהותי על ערכו של הנכס המשועבד כפי שנקבע בהערכת השווי שפורסמה בהתאם לתקנה 8(א)(1);

(א2) כוונת המנפיק לערוך שינוי בבטוחות בהתאם למנגנון שנקבע בשטר הנאמנות; בדוח כאמור יובאו פרטים אלה:

(1) מועד שינוי הבטוחות;

(2) הערכת שווי לקביעת ערכה של הבטוחה הקיימת ושל הבטוחה החדשה ותקנה 8 תחול בשינויים המחויבים; אם שינוי הבטוחות כפוף לעמידה ביחס חוב לבטוחה שנקבע בשטר הנאמנות, תובא הערכת שווי לקביעת ערכה של הבטוחה החדשה בלבד;

(3) הסברי הדירקטוריון לעניין עמידה בתנאים שנקבעו בשטר הנאמנות לשינוי כאמור;

(3) הפרה של התחייבות התאגיד כלפי מחזיקי תעודות ההתחייבות או התרחשותו של אירוע או עניין המקנים לנאמן בהתאם לשטר הנאמנות זכות לדרוש פירעון מידי של תעודות ההתחייבות או לממש שעבוד, ערבות או התחייבות אחרת שניתנו להבטחת התחייבויות התאגיד על פי תעודות ההתחייבות;

(4) על אף האמור בתקנה זו, רשאי תאגיד לעכב הגשת דוח מידי על אירוע או עניין כאמור בה, כולו או מקצתו, בנסיבות הקבועות בתקנה 36(ב) ויחולו על עיכוב כאמור הוראות תקנה 36(ב) עד (ה), בשינויים המחויבים.

נספח ב' - ריכוז הערות ציבור שהתקבלו והתייחסות סגל הרשות אליהן

המגיב	ההערה	התייחסות הרשות
	שווי הוגן	
1.	איגוד הנאמנים סובייקטיבי	המונח "שווי הוגן" הוא אמורפי ונתון לפרשנות; הערכת שווי היא דבר מקובלים. הערכות שווי משמשות לביסוס שווי הוגן.
2.	מליסרון הבטוחה לחוב (LTV).	ההערה מקובלת חלקית – ביחס לשטר שנקבע בו קובנט LTV מקסימלי ומנגנון שחרור בטוחות – אמנם משפטית, בחדלות פירעון, המחזיקים זכאים להיפרע מהשעבוד את מלוא חובם, גם אם הוא מעל לקובנט LTV מקסימלי שנקבע בשטר, אך בכך שהם הסכימו מראש לקובנט כזה, והסכימו לשחרור בטוחות לפיו, הם מלכתחילה הסכימו לכך שיינתן להם שעבוד בשווי מקסימלי התואם את הקובנט. ביחס לשטר ללא קובנט ומנגנון כאמור – יש משמעות לשווי (לא מדובר במקרים נפוצים).
3.	מליסרון	ההערה מקובלת – ובלבד שנקבע בשטר קובנט כאמור ומנגנון שחרור בטוחות וניתן גילוי על האפשרות לשחרור בטוחות בדרך של החלפת בטוחות (וזאת גם אם טכנית לא ניתן לשחרר בטוחות).
4.	איגוד הנאמנים	ההערה מקובלת – הנוסח יתוקן בהתאם.
5.	פנימי	בחינת היחס בין שווי החלופה החדשה לבטוחה הקיימת צריך להיעשות לפני ביצוע החלפה ולא לאחריה יש לבטל את התייחסות בתקנות לקובנט של יחס חוב לבטוחה שאינו נמדד לפי שווי הוגן

	המגיב	ההערה	התייחסות הרשות
			שזכויות המחזיקים לא ייפגעו. בכל הנוגע לפגיעה האפשרית במחזיקים כתוצאה מיכולת חברה במקרה של קובנטס כאמור לשחרר בטוחות לאחר מועד ההחלפה באופן שיביא לכך ששווי הבטוחה החדשה יפחת משווי הבטוחה הקיימת במועד ההחלפה – האמור צריך להיות מובהר בגילוי במסגרת שטר הנאמנות.
מאפיינים זהים או מיטיבים וסיכון שאינו גבוה			
6.	מליסרון, קבוצת מבנה, איגוד הנאמנים	התנאי האמור לוקה בחוסר מסוימות ומשכך נתון לפרשנות ויוצר חוסר ודאות. לאור האמור מוביל לחשיפה גדולה מאוד לחברות וכלי לסחטנות מצד המחזיקים באג"ח.	ההערה מקובלת חלקית - הוסר התנאי של מאפיינים זהים או מיטיבים, הגענו למסקנה כי שווי וסיכון שאינו גבוה מהותית, הינם תנאים מספיקים ואין הכרח להצר את צעדי החברה בסוגי השעבודים החלופים.
7.	עזריאלי	מהם מאפיינים זהים – ישראל היא אזור ג"ג אחד; משרדים וקניון משקפים את אותו סיכון	ראו לעיל.
8.	אלטשולר שחם	מהם מאפיינים זהים – יש להתייחס גם למצב התקדמות הפרויקט (מצב שיווקי של שעבוד קיים מול פרויקט מחליף)	ראו לעיל.
9.	קבוצת מבנה, איגוד הנאמנים	יש לקבוע בתקנות שניתן לבחון באופן משוקלל מאפיינים וסיכון זהים או מיטיבים	ראו לעיל.
10.	קבוצת מבנה	יש לקבוע בתקנות כי הדרישה תהיה למאפיינים "דומים", חלף "זהים"	ראו לעיל.
הליך החלפת הבטוחות			
11.	קבוצת מבנה	תקופת ההודעה המוקדמת – פרק זמן של 30 ימים הוא ארוך מדי ומכביד על החברה (לצורך רכישה לראשונה נדרשים 5 ימי עסקים). ניתן להסתפק ב-14 ימים וקביעה כי אם זומנה אסיפה ע"י שיעור מסוים של מחזיקים, יידחה מועד ההחלפה.	ההערה נדחית – ככל שהמחזיקים סבורים כי יש לפעול נגד ההחלטה הם זקוקים לזמן על מנת לעשות זאת, בטרם השינוי יהפוך לעובדה מוגמרת (לרבות זימון אסיפה). זאת להבדיל ממשקיע שצריך לקבל החלטת השקעה אם להשתתף בהנפקה.

	המגיב	ההערה	התייחסות הרשות
12	איגוד הנאמנים	תקופת ההודעה המוקדמת – פרק זמן של 30 ימים אינו מספיק לשם בדיקת המידע על הנכס המחליף, הסתייעות בגורמים מומחים (לעיתים מחו"ל), ונקיטה בפעולות ואף בהליכים משפטיים.	ההערה נדחית – 30 יום אינו פרק זמן סביר. ככל שמדובר בנסיבות מיוחדות המצריכות פעולות מיוחדות (כגון שעבודים בחו"ל), הנאמן יכול לבוא בדין ודברים עם החברה.
13	קבוצת מבנה	פרסום הערכת שווי – אינו נדרש לצורך תמחור הבטוחה (כפי שאינו נדרש במועד ההנפקה לראשונה).	ההערה נדחית – הערכת השווי נדרשת לא רק לצורך תמחור הבטוחה, אלא גם לשם בחינה האם ההחלפה עומדת בתנאי השווי. ככלל, אם נקבע קובוננט של LTV – נדרשת הערכת שווי רק של הנכס המחליף. אם לא נקבע קובוננט של LTV – נדרשת הערכת שווי של שני הנכסים.
14	קבוצת מבנה	ניתן להסתפק בהעברת הערכת השווי לנאמן בלבד.	ההערה נדחית – פיקוח על עמידת המנפיק בהתחייבויותיו מתבצע על ידי המחזיקים ועל כן נדרש פרסום פומבי.
15	איגוד הנאמנים	אישור הדירקטוריון – יש להוסיף "לאחר שהדירקטוריון השתכנע כי התקיימו התנאים להחלפת הבטוחה"	ההערה נדחית – לא נדרשת הבהרה. כאשר דירקטוריון נדרש לתת אישור, ברי כי הוא נדרש לבחון עמידה בתנאים.
16	אלטשולר שחם	יש לדרוש גם את אישור אסיפת בעלי המניות או אישור הנאמן. כמו כן, על התקנות לקבוע את הפרוצדורה של המחזיקים להתנגד להחלפה.	ההערה נדחית – החוק קובע אפשרות לשנות שעבודים ללא קבלת אישורים. פיקוח על עמידת החברה במנגנון הסביר מתבצע הן ע"י המחזיקים והן ע"י הנאמן. ביחס לאישור אסיפת בעלי מניות, לא מדובר בעסקה שטעונה אישור. לגבי קביעת פרוצדורת ההתנגדות בתקנות, הכלים נתונים למחזיקים מכוח הדין הכללי והסמכת הנאמן לפעול בשמם ולא נדרשת קביעה ספציפית בתקנות.
תפקיד הנאמן			
17	קבוצת מבנה	יש להגדיר את הנאמן כגורם האחראי על בחינת עמידת החברה במנגנון שנקבע	ההערה נדחית – חוק ני"ע קובע את תפקיד ואחריות הנאמן ולא תקנות אלה.
18	איגוד הנאמנים	אין להטיל על הנאמן חובות חדשות שלא נקבעו בחקיקה הראשית מבלי לקבוע לצדן הגנות מתאימות	ההערה נדחית – ראו לעיל.

המגיב	ההערה	התייחסות הרשות
19	איגוד הנאמנים	קביעת תנאים אמורפיים במנגנון החלפת הבטוחות, כגון מאפיינים וסיכון דומים, מטילה על הנאמן אחריות בקשר לטיב הבטוחות, ועומדת בסתירה לסעיף 35ט(ב) לחוק
כללי		
20	איגוד הנאמנים	יש לאפשר החלפת בטוחות גם בנסיבות אחרות שאושרו פרטנית ע"י יו"ר הרשות
21	מליסרון	יש להגדיר מראש בתקנות מה לא ייחשב "החלפת בטוחות"; לדוגמא, סל בטוחות שהוגדר מראש – עד 4 נכסים, עם מאפיינים דומים, מתן גילוי במועד ההנפקה ולפני ההחלפה (בתקופה השוטפת על המחזיקים לתמחר רק יחס LTV מקסימלי ואין חשיבות לזהות הנכס), ניתן לשעבד ברמות שעבוד שונות
22	איגוד הנאמנים	על עמדת הסגל שבכוונת הרשות לפרסם אודות מה לא ייחשב כשינוי בטוחות, להתייחס גם למקרים הבאים – כשחברה קובעת מראש כי בטוחה תינתן רק לתקופה מסוימת בחיי האג"ח או כי עם הזמן יגדל/יקטן שווי הבטוחה
23	אלטשולר שחם	יש להתייחס גם למקרים של התאמת בטוחות, כגון הרחבת סדרה או ירידה בשווי בטוחות – מחייבים תוספת שעבוד ולכן משנים את השעבודים הקיימים לכלל המחזיקים בסדרה.
		<p>ההערה מקובלת חלקית – המנגנון הקבוע בתקנות אינו מהווה מנגנון בלעדי וחברה רשאית לקבוע מנגנון חלופי ללא אישור פרטני, ובלבד שהוא עולה בקנה אחד עם דרישות החוק.</p> <p>ההערה נדחית – חברה יכולה משיקולים מסחריים להגביל את עצמה למספר חלופות. עם זאת, החלפת בטוחות מתוך "סל" של נכסים מהווה שינוי בטוחות ועל כן כפופה להוראות סעיף 135 לחוק ני"ע ולתקנות על פיו.</p> <p>ההערה מקובלת חלקית - בד בבד עם פרסום התקנות, בכוונת סגל הרשות לפרסם עמדת סגל, במסגרתה תינתן פרשנות הסגל אודות מה לא ייחשב כשינוי בטוחות. מקרים אלו, כמו גם מקרים נוספים, ייבחנו במסגרת פרסום עמדת הסגל בנושא.</p> <p>ההערה מקובלת – התקנות מתייחסות ל"שינוי בטוחות".</p>