

דוח יחידת הביקורת: התחייבות לעמידה באמות מידה פיננסיות כלפי מחזיקי אגרות חוב סחירות

מועד פרסום: 10 בספטמבר 2019

יחידת הביקורת של מחלקת תאגידים ברשות ניירות ערך ביצעה ביקורת רחב לשישה תאגידים מדווחים ("חברות המדגם") אשר בחנה את ההתחייבות של חברות המדגם כלפי מחזיקי אגרות חוב סחירות לעמידה באמות מידה פיננסיות ופרסמה דוח מסכם בנושא ("הדוח").

שטר הנאמנות הינו הסכם הנחתם במסגרת משא ומתן בין חברה מנפיקה ומחזיקי אגרות החוב שלה בשיתוף עם הנאמן. במסגרת שטר הנאמנות נקבעות התחייבויות החברה לעמידה באמות מידה פיננסיות וזכויות מחזיקי אגרות החוב במקרה של הפרה.

בהתאם לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), תש"ל-1970 ולתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיטת התשקיף - מבנה וצורה), התשכ"ט-1969, חברה נדרשת לספק בדוחותיה הכספיים מידע ביחס להתקשרויותיה בהסכמי הלוואה והעמדת אשראי מהותיים לרבות מידע בדבר אמות המידה הפיננסיות שנקבעו בהסכמים אלו ואופן עמידת החברה בהן במהלך תקופת הדיווח.

הביקורת של יחידת הביקורת של מחלקת תאגידים ברשות ניירות ערך כללה:

- בחינה של עמידה באמות המידה הפיננסיות שנקבעו בשטרי הנאמנות ובדיווחי חברות המדגם למחזיקי אגרות החוב לימים 31.12.2016, 31.12.2017 ו-30.06.2018 ("מועדי הביקורת")
- בחינה של נאותות חישוב אמות המידה הפיננסיות בהתאם לנוסחי שטרי הנאמנות, לרבות עקביות החישוב ושלמות הנתונים שבבסיסו
- בחינה של הגילוי שניתן בדיווחי חברות המדגם אודות עמידתן באמות המידה הפיננסיות כפי שהוצגו במסגרת דוחותיהן הכספיים לשנים שנתיימו במועדי הביקורת

הדוח מפרט סוגיות שמבקש סגל הרשות להדגיש ביחס לאופן בו חישוב חברות המדגם האם הן עומדות באמות המידה הפיננסיות וביחס לפרשנות שחברות המדגם נתנו להוראות שטרי הנאמנות באשר לאופן בו יש לבצע את החישוב. בהקשר זה סגל הרשות מבהיר שרק במקרים בהם הוא סבור שהפרשנות שנקטה על ידי חברה מנפיקה הינה בלתי סבירה הוא מביע את עמדתו ביחס לפרשנותה¹.

לאור ממצאי הביקורת, אשר בחלק מחברות המדגם העלו ליקויים באופן חישוב אמות המידה הפיננסיות, תוקנו החישובים והורחבו הגילויים הרלוונטיים. לאור הממצאים, באחת מחברות המדגם קמה עילה לפירעון מיידי עקב הפרה של אמות המידה הפיננסיות ובאחת מסדרות אגרות החוב קמה זכאות למחזיק אגרות החוב לתוספת ריבית.

להלן תקציר הסוגיות המרכזיות שנכללו במסגרת הדוח:

1. אי נקיטת צעדים נדרשים בעת יישום פרשנות לשטר הנאמנות

סגל הרשות מבקש להבהיר, בניגוד לאופן בו פעלו חלק מחברות המדגם, כיצד חברה נדרשת לנהוג במקרים בהם החברה:

- נוקטת בפרשנות להוראות שטר הנאמנות אשר עלולה להשפיע על אופן חישוב אמות המידה הפיננסיות אשר הוגדרו בשטר הנאמנות ו/או
- מבצעת שינוי במדיניותה החשבונאית באופן אשר בין היתר עשוי להשפיע על אופן חישוב אמות המידה הפיננסיות אשר הוגדרו בשטר הנאמנות

בהתקיים אחד מהמצבים האמורים לעיל סגל הרשות מבהיר כי החברה נדרשת:

- להביא את האמור לידיעת הנאמן למחזיקי אגרות החוב בזמן אמת ולקבל את עמדתו לפעולתה

¹ בכדי להבהיר את עמדתו ביחס להתערבות בפרשנות שלעמדתו הינה בלתי סבירה מפנה סגל הרשות לעמדת הרשות לניירות ערך כפי שהובאה בפני בית המשפט בעניין חברת אול-יר הולדינגס לימיטד. לעמדת הרשות לניירות ערך בחברת אול-יר הולדינגס לימיטד: [לחץ כאן](#).

- לכלול בדוחותיה העייתיים במסגרת הגילוי הייעודי למחזיקי אגרות החוב התייחסות מפורשת לפרשנות בה נקטה ו/או לשינוי במדיניות החשבונאית שביצעה, להשפעתם על אופן חישוב אמות המידה הפיננסיות אשר הוגדרו בשיטת הנאמנות וכן לעמדת הנאמן למחזיקי אגרות החוב לפעולתה

2. יישום פרשנויות לאמת המידה הפיננסית "חוב פיננסי נטו" שלא התקבלו על ידי הרשות

לשם הגנה על זכויות מחזיקי אגרות החוב, שטרי הנאמנות של אגרות החוב של חלק מחברות המדגם הגדירו כי בכדי לבחון את יכולת שירות החוב שלהן באמצעות תזרים המזומנים התפעולי עליהן לעמוד ביחס חוב פיננסי נטו המותאם לאחד מהבאים: EBITDA², CAP³ או NOI⁴ ("יחס החוב הפיננסי").

בחברות אלו חוב פיננסי נטו מתואם ל-EBITDA/NOI/CAP ("חוב פיננסי נטו") הוגדר במסגרת שטרי הנאמנות של אגרות החוב כסך החוב הפיננסי של החברה או לחילופין כחוב נושא ריבית, בניכוי נכסים פיננסיים כדוגמת מזומנים, שווי מזומנים ופיקדונות. בהקשר זה מצוין בדוח סגל הרשות כי הפרשנות שחלק מחברות המדגם נקטו באשר לחישוב יחס החוב הפיננסי אינה תואמת לעמדתו את החישוב הנדרש בהתאם לשיטת הנאמנות ואת מטרת אמת המידה שהנה הגנה על מחזיקי אגרות החוב.

2.1 ריבית לשלם

סגל הרשות מצוין כי חלק מחברות המדגם לא כללו את רכיב הריבית לשלם שנצבר בגין התחייבויותיהן הפיננסיות בחישוב החוב הפיננסי. עיקרי טענת החברות:

- פעולתן מבוססת על הפרקטיקה המקובלת בשוק
 - מחזיקי אגרות החוב מספקים שירותי חוב פיננסי לחברה ולכן רכיב הריבית לשלם, שקול לחוב כלפי ספק אשר אינו נכלל בחישוב החוב הפיננסי כל עוד הוא משולם בהתאם לתנאי השוק והנהוג המקובל
 - אי הכללת הריבית לשלם בחישוב החוב הפיננסי אינה פוגעת בתכלית הכלכלית העומדת ביסוד קביעת היחסים הפיננסיים
 - חברות בהן הוגדר כי חוב פיננסי הינו חוב נושא ריבית טענו כי רכיב הריבית לשלם אינו נושא ריבית בפני עצמו עד למועד תשלום הריבית על פי ההסכם ומשכך הוא מהווה הפרשה שאינה מהווה חלק מהחוב הפיננסי במסגרת הדוחות הכספיים
- לעמדת סגל הרשות בעת בחינה של העמידה באמות המידה הפיננסיות המוגדרות בשיטת הנאמנות החברות נדרשו לכלול את רכיב הריבית לשלם בחישוב החוב הפיננסי שלהן. לדעת סגל הרשות בפרשנות המונח "חוב פיננסי" נדרש לכלול את כלל מרכיבי החוב שנטלה החברה מנותני האשראי שלה ושאותם היא נדרשת לפרוע לרבות אשראי שניתן מתאגידים בנקאיים ומחזיקי אגרות החוב. לעמדת סגל הרשות מרכיבי חוב אלו כוללים גם את רכיב הריבית לשלם שנצברה בגין ההתחייבות וכל רכיב דומה כגון אשראי.

בנוסף סגל הרשות מצוין כי :

- יחס החוב הפיננסי מאפשר למחזיקי אגרות החוב לנתח את יכולת שירות החוב של החברה ולספק קו הגנה מפני שינויים ברמת הסיכון. לדעת סגל הרשות, עמדתו באשר להכללת רכיב הריבית לשלם בחישוב החוב הפיננסי עולה בקנה אחד עם מטרה זו.
- גם במקרים בהם הוגדר בשיטת הנאמנות כי חוב פיננסי הינו חוב נושא ריבית יש לכלול בחישוב את הריבית לשלם. הריבית לשלם מהווה חלק מההתחייבות הפיננסית בגינה היא נצברה ומאחר וההתחייבות הפיננסית מהווה חלק מהחוב הפיננסי גם הריבית לשלם מהווה חלק מחוב זה
- הריבית לשלם אינה נוצרת בהגיע מועד מסוים, אלא נצברת כתוצאה מחלוף הזמן ולפיכך מהווה חלק בלתי נפרד מהחוב הפיננסי עצמו
- הגישה הטוענת שאין לקחת בחישוב החוב הפיננסי חוב שאינו נושא ריבית נקובה מביאה לתוצאה שאינה סבירה מבחינה כלכלית על פיה אין לכלול בחישוב החוב הפיננסי גם "אג"ח "zero coupon" (אגרת חוב שאינה נושאת ריבית נקובה המונפקת בניכיון כך שהמשקיע מקבל ריבית על השקעתו בכך ששילם עבורה סכום הנמוך מערכה הנקובה)

2.2 ניכוי מזומן ופיקדונות המשועבדים להבטחת ערבות בנקאית לצדי ג' מיתרת החוב הפיננסי

סגל הרשות מצוין כי אחת מחברות המדגם ניכתה מזומן ופיקדונות המשועבדים להבטחת ערבות בנקאית לצדי ג' מיתרת החוב הפיננסי שחושב לצורך בחינת אמידתה באמת המידה "יחס חוב פיננסי". החברה טענה כי מדובר בנכסים נזילים אשר יכולים לשמש לצורך הבטחת התחייבויות החברה כלפי מחזיקי אגרות החוב זאת לאור העובדה ש:

² Earnings before interest, tax, depreciation and amortization

³ Capitalization

⁴ Net operating income

- הפיקדון שועבד בכדי להקטין עמלת ערבות בנקאית שנדרשה להעמיד לטובת משכיר של מקרקעין
- ביטול השעבוד על המזומנים המשמשים ביטחונות לטובת מסגרת ערבויות יביא לכל היותר לריבית שאינה מופחתת ולא יפגע במסגרת הערבויות אותם הקצה הבנק לחברה
- סגל הרשות מבהיר שעל אמת המידה הפיננסית לשקף את מצבה הכלכלי של החברה וכי ניכוי פיקדונות ו/או מזומנים, המשועבדים לטובת הבטחת ערבות בנקאית לצד ג', מהחוב פיננסי נטו של החברה אינו מתישב עם נוסח הוראות שטר הנאמנות ועם המהות הכלכלית של אמת המידה הפיננסית. כמו כן מבהיר סגל הרשות כי במקרה דנן:
- אין באפשרות החברה למשוך את כספי הפיקדון בכל רגע נתון ולפי שיקול דעתה בלבד, ללא מתן עדכון ו/או קבלת אישור הבנק
- לחברה ולבנק מסגרת אשראי מחייבת שכוללת את הערבויות יחד עם אשראי לזמן קצר שקיבלה החברה מהבנק ולפיכך בחישוב החוב הפיננסי אין לראות את הפיקדון המשועבד כנזיל

2.3 אופן חישוב NOI

- סגל הרשות מציין כי בשטר הנאמנות של אחת מחברות המדגם נקבע כי לצורכי חישוב יחס החוב הפיננסי לצורך בחינת אמת המידה הפיננסית יחושב חלק החברה ב-NOI, מהנכסים שבבעלותה המלאה ו/או החלקית, במישרין או בעקיפין, המצטבר בארבעת הרבעונים האחרונים.
- בפועל החברה חישה את ה-NOI בגין כלל נכסיה תוך שהתבססה על ה-NOI לרבעון האחרון, כפול ארבע זאת מאחר וחישוב זה לדעתה מדוייק יותר מבחינה כלכלית.
- סגל הרשות מבהיר כי היה על החברה לפעול בהתאם ללשון שטר הנאמנות וכי חישוב זה למעט נכסים חדשים אף עשוי לשרת באופן טוב יותר את ה-NOI המתקבל מהנכסים המניבים.

3. ניסוח אמות המידה הפיננסיות במסגרת שטרי הנאמנות

סגל הרשות מבקש להסב את תשומת הלב לחשיבות ניסוח שטרי הנאמנות טרם ההנפקה באופן אשר ימנע מחלוקות עתידיות בנוגע לאופן פירושם ויישומם. מבדיקת סגל הרשות עולה כי בחלק מנוסחי אמות המידה הפיננסיות המוגדרים בשטרי הנאמנות קיימת אי בהירות וחלקם אף מנוסחים באופן שגוי אשר סותר את התכלית הכלכלית של אמות המידה.

4. נושאים שמוצע לתת עליהם את הדעת בעת קביעת מרכיבי אמות המידה הפיננסיות

4.1 עלויות עסקה שניתן לייחס במישרין להנפקה של התחייבות פיננסית

סגל הרשות מבקש להבהיר כי בהתאם להוראות תקן דיווח כספי בינלאומי 9 (IFRS) *מכשירים פיננסיים ההתחייבות פיננסית שאינה בשווי הוגן דרך רווח והפסד מוצגת לראשונה בשווי הוגן בניכוי עלויות עסקה*. מאחר ובמקרים כאמור עלויות העסקה מופחתות על פני אורך חיי אגרת החוב כנגד הוצאות מימון, יתרת ההתחייבות בדוחות לאורך חיי אגרת החוב (פרט למועד הפדיון) אינה משקפת את הערך הנקוב החוזי אותו נדרשת החברה לפרוע, ולפיכך אינה מספקת מידע שעשוי להיות מהותי למחזיקי אגרות החוב.

4.2 הנפקת התחייבות פיננסית בפרמיה או בניכיון

סגל הרשות מציין כי חברות נוהגות לחשב את החוב הפיננסי נטו בהתבסס, בין היתר, על יתרת אגרות החוב כפי שהיא מוצגת בדוחות הכספיים של החברה. סגל הרשות מדגיש כי בדוחות הכספיים ההתחייבות הפיננסית נמדדת לרוב במדידה עוקבת בהתאם לשיטת העלות המופחתת (הריבית האפקטיבית) על פיה ניתן לראות בפרמיה או בניכיון מעין הכנסות מימון מראש או הוצאות מימון מראש הנרשמות במסגרת ההתחייבות ומוכרות על פני אורך חיי אגרת החוב כהכנסות מימון או כהוצאות מימון. לאור האמור מציין סגל הרשות כי שווי המתואם (ערך הפארי) של אגרת חוב עשוי להיות גבוה יותר ממדידה בעלות מופחתת וכי מומלץ לתת על כך את הדעת בקביעת אמות המידה.

מידע נוסף: לדוח יחידת הביקורת, [לחץ כאן](#).