

הסדרי חוב בישראל

אנדרי ינאי

עמית מכון מילקן



המאמר נכתב במסגרת השמה של עמית מכון מילקן בבנק ישראל. הדעות המובעות במאמר זה אינן בהכרח משקפות את עמדת בנק ישראל

תודות

ברצוני להודות מקרב לב למנחה המקצועי, מיקי קהן, מנהל אגף פיננסי, חטיבת המחקר, בנק ישראל, שסייע רבות לכתיבת המחקר וקידומו, ולמנחת המחקר, עו"ד דוידה לחמן מסר, על הערותיה שהיו לי לעזר. תודות מיוחדות נתונות לאלו שתרמו מזמנם היקר והעלו רעיונות חדשים והערות שתרמו למחקר: פרופ' אמיר ברנע, ד"ר שי דותן, פרופ' דוד האן, עו"ד אורנה ואגו, עו"ד דלית זמיר, יוני טל וד"ר אולגה פרישמן. הטעויות שנותרו במחקר הן שלי בלבד.

על אודות תוכנית עמיתי מכון מילקן

תוכנית עמיתי מכון מילקן מקדמת את הצמיחה הכלכלית בישראל באמצעות התמקדות בפתרונות חדשניים, מבוססי שוק, לבעיות מתמשכות בתחומים חברתיים, כלכליים וסביבתיים. התוכנית מתמקדת באיתור פתרונות גלובליים והתאמתם למציאות הישראלית ובבניית ממשקים חיוניים המחברים בין משאבים ממשלתיים, פילנתרופיים ועסקיים, לטובת צמיחה ופיתוח לאומי בר-קיימא.

התוכנית מעניקה מלגות שנתיות לישראלים מצטיינים, בוגרי מוסדות להשכלה גבוהה בארץ ובעולם, המתמחים במוקדי קבלת ההחלטות הלאומיים ומסייעים בפיתוח פתרונות באמצעות מחקר והתמחות. היקף הפעילות של עמיתי התוכנית הוא מקסימלי – התמחות, הכשרה ומחקר במשך חמישה ימים בשבוע.

במשך שנת התמחותם עוסקים עמיתי מכון מילקן במחקר המדיניות במשרדי הממשלה וברשויות שלטוניות אחרות, ומסייעים למקבלי ההחלטות ולמעצבי המדיניות בחקר ההיבטים השונים של סוגיות כלכליות, סביבתיות וחברתיות.

בנוסף עורכים העמיתים מחקר מדיניות עצמאי, שמטרתו לזהות חסמים לתעסוקה ולצמיחה בישראל ולאתר פתרונות אפשריים. מחקרי העמיתים מתבצעים בהדרכת צוות אקדמאי ומקצועי מנוסה ותומכים במחוקקים וברגולטורים, המעצבים את המציאות הכלכלית, חברתית והסביבתית בישראל.

במהלך השנה מוענקת לעמיתים הכשרה אינטנסיבית במדיניות כלכלית, ממשל ושיטות מחקר. במסגרת מפגשי ההכשרה השבועיים, העמיתים רוכשים כלים מקצועיים לכתיבת תזכירים, מצגות וניירות מדיניות, וכן כלי ניהול, שיווק ותקשורת. בנוסף, נפגשים העמיתים עם בכירים במשק ובממשל ועם אנשי אקדמיה מהשורה הראשונה בישראל ובעולם. בסמסטר הראשון, העמיתים משתתפים בקורס המתמקד בחידושים פיננסיים, במסגרת בית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה העברית בירושלים. הקורס מקנה 3 נקודות זכות אקדמיות, ומלמד אותן פרופ' גלן יאגו, מנהל בכיר, ומייסד, המעבדות לחידושים פיננסיים™ במכון מילקן.

את בוגרי התוכנית ניתן למצוא במגוון תפקידים בכירים במגזר הפרטי, כמרצים באקדמיה, במגזר הציבורי וכיועצים לשרים ולמשרדי הממשלה. ישנם בוגרים שנקלטו במשרדי הממשלה, ואחרים המשיכו ללימודים גבוהים באוניברסיטאות מובילות בישראל, ארצות הברית ובריטניה.

תוכנית עמיתי מכון מילקן היא לא פוליטית ובלתי מפלגתית, ואינה מקדמת קו פוליטי או אידאולוגי. התוכנית ממומנת על ידי קרנות פילנתרופיות מובילות בארצות הברית ובישראל ומנוהלת על ידי מכון מילקן.

למידע נוסף על אודות התוכנית: www.mifellows.org



הסדרי חוב בישראל

אנדרי ינאי

עמית מכון מילקן



תוכן עניינים

1	.....	תקציר מנהלים
2	.....	החסמים והתמריצים
3	.....	שיפור התהליך
6	.....	1. מבוא
7	.....	2. הסדרי חוב - תמונת מצב
7	.....	2.1 רקע
9	.....	2.2 מהו הסדר חוב?
12	.....	2.3 נתונים על חדלות פירעון בישראל
15	.....	3. ניתוח תאורטי של הסדרי חוב
16	.....	3.1 השפעות אקס אנטה (ex ante)
18	.....	3.2 השפעות אקס פוסט (ex post)
20	.....	4. מודלים בעולם ובישראל לגיבוש הסדר חוב
20	.....	4.1 גישות כלליות
22	.....	4.2 המודלים בעולם
31	.....	4.3 עיקרי ההליך בישראל
35	.....	5. השחקנים בהסדרי החוב
36	.....	5.1 חברות בקשיים
38	.....	5.2 הנושים הלא מובטחים
41	.....	5.3 הנושים המובטחים
42	.....	5.4 נאמני אג"ח
43	.....	5.5 בית המשפט והמומחה החיצוני מטעמו
44	.....	5.6 קרנות השקעה
45	.....	5.7 רגולטורים
46	.....	6. ניתוח הסדרי חוב נבחרים
46	.....	6.1 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

47.....	6.2 דלק נדל"ן בע"מ
47.....	6.3 טאו תשואות בע"מ
48.....	6.4 צים שירותי ספנות משולבים בע"מ
48.....	6.5 אי.די.בי אחזקות ואי.די.בי פיתוח
50.....	6.6 גילת
50.....	6.7 סיכום הסדרי החוב הנבחרים

7. עיקרי ההמלצות להסדרה 55

55.....	7.1 החסמים והתמריצים
56.....	7.2 שיפור התהליך

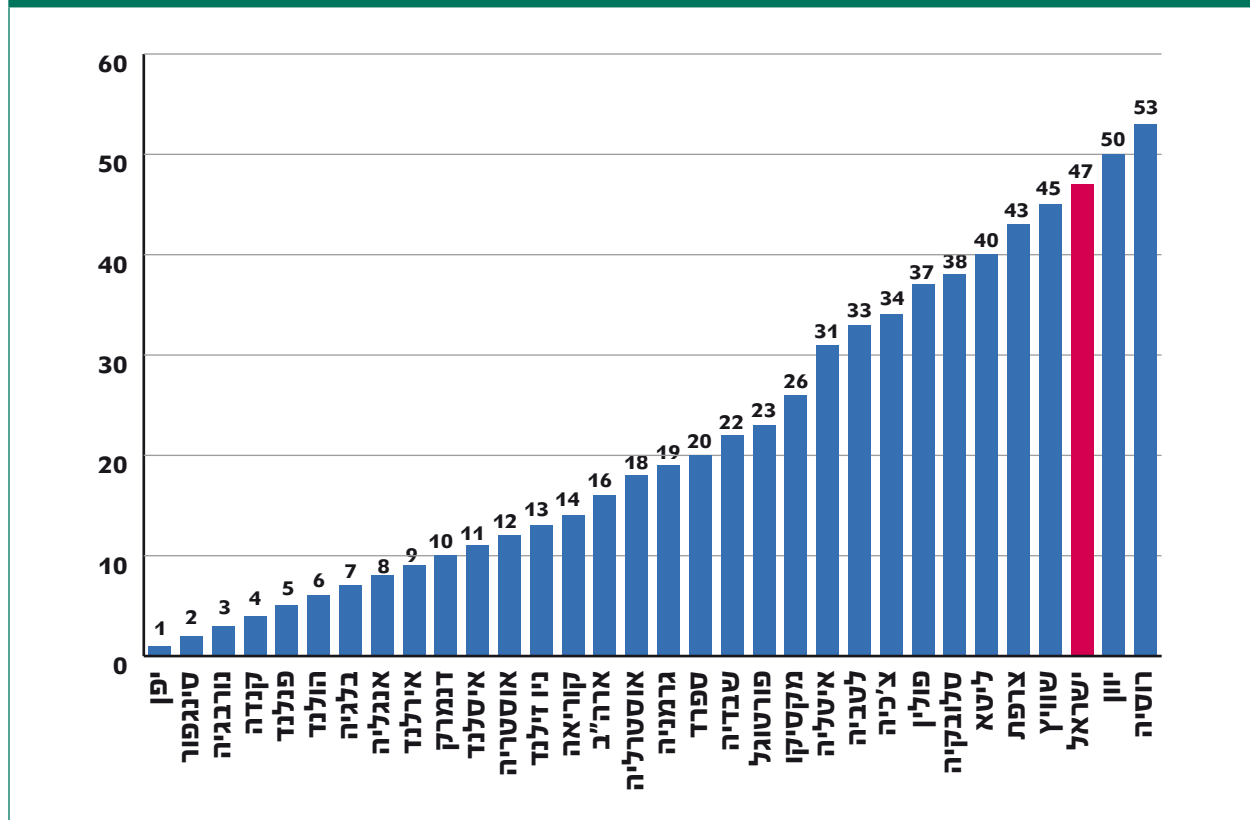
ביבליוגרפיה 59

תקציר מנהלים

הליך הוגן ויעיל של הסדרי חוב הוא מאבני היסוד של שוק הון מתקדם ושל כלכלה ריאלית בריאה. הבטחת תמריצים נכונים לכל השחקנים מסייעת רבות להליכי הסדר חוב הוגנים ויעילים. מחקר זה מבקש לבחון את התופעה, להצביע על כשלי השוק הקיימים, ולהציע דרכים לתיקון הכשלים ולשיפור ויעול התהליך כולו.

בפרק 2 של המחקר נפרסים תהליכי הרקע שקדמו להיווצרות התופעה של הסדרי החוב. נבחנים בו היתרונות והחסרונות של חלופת הסדר החוב לעומת חלופות אחרות, ונסקרים הנתונים על הליך חדלות הפירעון והסדרי החוב בישראל. הסקירה מובילה למספר מסקנות: שוק ההון הישראלי חווה התפתחות מואצת של שוק אג"ח חברות, שגודלו היה זניח בתחילת שנות האלפיים; התהליך של חדלות פירעון בישראל, הן בתחום הסדרי החוב הן בתחום פירוק החברות, סובל מחוסר יעילות, כפי שמוכיחים המדדים של הבנק העולמי. חוסר היעילות מטיל על המחליטים להשתמש חלופת הפירוק עלויות גבוהות, מה שהופך חלופה זו במרבית המקרים ללא כדאית בהשוואה לחלופה של הסדרי חוב.

תרשים: דירוג מדינות העולם במדד Resolving Insolvency בשנת 2013



מקור: Doing Business Report, 2013.

פרק 3 מנתח את הבסיס התאורטי של הסדרי החוב, ומתייחס לכשלים העלולים להתקיים אקס פוסט ואקס אנטה. עולה בו שהסדרי חוב עשויים לגרום לשתי תוצאות הפוכות: מצד אחד לייעל את השוק ולשפר את ביצועיהן של חברות כושלות, ומצד אחר לגרום לסיכון מוסרי¹ ולייקר את האשראי במשק.

פרק 4 מציג גישות כלליות לניהול המשא ומתן להסדר חוב, כמו גישת לונדון ושמונת העקרונות של ארגון Insol. מתוארים בו הליכי הביצוע של הסדרי חוב בארבע מדינות, ומוסבר המודל הישראלי.

פרק 5 דן בשחקנים השונים בשוק ובתמריצים שלהם. המסקנה העולה ממנו, היא שחלק מהשחקנים נטול תמריצים חזקים להגיע להסדר חוב מיטבי, המבטיח את הבראת החברה והחזרת החוב החדש, כלומר הסדר המשיא את הרווחה המצרפית. תחת זאת השחקנים משיאים את הרווחה הפרטית שלהם. החברות בקשיים אינן חותרות לנצל הסדר חוב להליכי התייעלות, אלא מנסות לשמור על מעמד ההנהלה ובעלי השליטה.

פרק 6 סוקר מדגם של שישה הסדרי חוב גדולים שנעשו בשוק ההון. אחת המסקנות העיקריות היא שהסדרי החוב במשק אינם מתמקדים בהבראת חברות אלא בהיבטים פיננסיים. בשונה מהמצב בעולם, החברות והנושים בישראל אינם מנצלים את ההזדמנות הטמונה בהסדר חוב להתמודדות עם הכשלים – כלומר שינוי הממשל התאגידי, צמצום או שינוי הפעילות, ביצוע התייעלות, גיבוש תוכנית עסקית או החלפת ההנהלה.

בפרק 7 מוצעות דרכים להסדרת הכשלים שעלו בפרקים קודמים, וכן מוצעים שינויים בתהליך גיבוש הסדרי החוב. ההמלצות מחולקות להמלצות כלליות, הנוגעות לחסמים ותמריצים של השחקנים המעורבים בהסדרי חוב, ולהמלצות המתייחסות בעיקר לתהליך. להלן יובאו עיקרי ההמלצות הניתנות בפרק 7.

החסמים והתמריצים

ייעול הליך חדלות פירעון והליך הסדר חוב: כדי לחזק את כוח המיקוח של הנושים, במיוחד של הנושים הלא מובטחים, ולהעמיד שתי אפשרויות כדאיות (הסדר חוב או פירוק) נגד עיני השחקנים, רצוי לבצע שינויים בכל הליך חדלות הפירעון. לאורך שנים מצביעים המדדים של הבנק העולמי שההליך בישראל יקר, ארוך ומסורבל, ואינו מהווה חלופה ראויה להסדר חוב. במצב השורר כיום הנושים מעדיפים הליכי פירוק רק במצבי קיצון, כלומר כאשר הסדר חוב כלל אינו אפשרי או שהוא מניב תוצאות זעומות. אף שלא ניתן לפסול את האפשרות שהמדדים של הבנק העולמי אינם מדויקים, התנהגות הנושים וההעדפה הברורה להסדר חוב על פני הליך של פירוק הם אינדיקציה לכך שהליך הפירוק טעון שיפור.

בנוסף, חשוב שהסדר החוב יהיה הליך ודאי, פשוט ויעיל עד כמה שניתן. התהליך בצורתו הנוכחית מצטיין בריבוי שחקנים המקשה על משא ומתן יעיל והגעה להסכם בפרק זמן קצר. אפשר לשקול הרחבת סמכויות הכנ"ר (כונס הנכסים הרשמי) בדומה לסמכויות של ה-US Trustee בארצות הברית, שיוכל למנות חברי נציגות בהתייעצות עם רשות ניירות הערך, או מודל שבו ייקבע מספר חברי נציגות מקסימלי, כך שהנציגות תורכב ממספר מצומצם של הנושים הגדולים ביותר. אפשרות נוספת היא לקבוע שתתקיים נציגות אחת לכל סדרות האג"ח, הן לסדרות הארוכות הן לסדרות הקצרות, ואספה אחת תאשר הסדר חוב.

¹ סיכון מוסרי נוצר כאשר זה שיוצר סיכון אינו נושא בהשלכותיו של הסיכון, אבל מפיק ממנו רווח. מצב זה מתמרץ נטילת סיכונים גדולים מתוחלת הרווח שלהם.

בנוסף, ההליכים בבתי המשפט מתאפיינים ב"יצירתיות משפטית" הפוגעת בוודאות של השחקנים. מיסוד התהליך, המצוי עדיין בהתהוות ובקביעת הלכות משפטיות, יתרום להגברת הוודאות ויקל על הנושים ועל החברות בהחלטתם אם לפנות למסלול של הסדר חוב בעיתוי המתאים.

שיפור התמריצים של הגופים המוסדיים והחברות: במצב הנוכחי הגופים המוסדיים נעדרים תמריצים חזקים להשקעת משאבים למען הסדר חוב מיטבי, שיבטיח את שיפור מבנה החברה ואופן פעילותה. המצב הזה נכון בזמן המשא ומתן, וקל וחומר לאחר סיום הסדר החוב.

שינוי מודל התגמול יכול להיות דו-כיווני: מצד אחד חלוקה שונה של הוצאות הגופים המוסדיים לצורך גיבוש הסדר חוב אף מעבר לחמישים האחוז המותרים, למשל השתתת חלק מההוצאות על החברה וחלק גדול יותר על העמיתים; ומצד אחר הכללת הוצאות הפיקוח והבקרה על ביצוע הסדרי חוב – ולא ניהול המשא ומתן בלבד – בהוצאות הישירות שניתן לגבותן מהחברה או מהעמיתים.

תמריץ בעייתי נוסף של הגופים המוסדיים הוא הרצון להימנע מסיקור תקשורתי שלילי והוצאות רבות הקשורות בהסדר החוב באמצעות מכירת אג"ח של החברה, העלולה להיקלע לחדלות פירעון. מדובר בקיבוע הפסדים לעמיתים טרם תחילת משא ומתן כלשהו להסדר. מצד אחד, מכירה וקניית אג"ח היא פעילות יומיומית של השוק, והתערבות בשיקול דעת של הגופים המוסדיים מתי למכור אג"ח במצוקה עלולה לגרום יותר נזק מתועלת. מצד אחר, מכירת אג"ח כאמור לא תמיד נובעת משיקולים עסקיים לגיטימיים.

שיפור התמריצים צריך להיות גם במישור מְנַהֵל החברות ובעלי השליטה, כדי לעודדם לבצע את הסדר החוב בעיתוי הנכון, שימקסם את סיכויי הצלחת ההסדר ואת הבראת החברה לאחר מכן. עיתוי ההסדר הוא קריטי להצלחת ביצועו. חשוב שלבעלי השליטה יהיו תמריצים חיוביים (כמו למשל הותרת נתח מסוים מהון המניות לאחר הסדר החוב) ותמריצים שליליים (כמו למשל היעדר אפשרות לקבל פטור מתביעות, ואף הטלת אחריות אישית) לבקש הסדר חוב בעיתוי שאינו מאוחר מדי. באופן דומה, התגמול למנהלי החברה יכול להיות מושפע ממידת שיתוף הפעולה שלהם במהלך המשא ומתן ומתרומתם לאחר מכן.

שיפור התהליך

מסגרת כללית לאופן גיבוש הסדר חוב: המגזר הפיננסי והמגזר העסקי בשיתוף פעולה עם הרגולטורים הרלוונטיים יכולים לגבש מסגרת כללית להסדר חוב, שתשמש מעין "מדריך להסדר חוב" ותסייע לצדדים לנהל את ההליך. אפשר לבסס את המסגרת על עקרונות בינלאומיים, למשל שמונת העקרונות של Insol.

המסגרת תנחה את הצדדים לאורך גיבוש ההסדר, החל בשלב המגעים טרם כניסה להסדר ועד לשלב הסופי של אישור ההסדר, ותשמש גם את בית המשפט המפקח על ההסדר. המסגרת יכולה להיות נטולת מעמד נורמטיבי מחייב, או לחלופין, לכפות על הצדדים אופן פעולה ולוח זמנים שסטייה מהם תצריך אישור של כל הצדדים המעורבים או אישור של בית המשפט. אף אם למסגרת לא יהא מעמד מחייב, היא תניח תוואי ברור שעל הצדדים לדבוק בו. מסגרות כאלה הוכיחו את עצמם והן מצויות בשימוש ביפן, בתאילנד, בהונג קונג ובעוד מדינות.

בתוך ה"מדריך" אפשר לכלול הקצבת זמן לניהול משא ומתן להסדר, היכולה לקצר את הזמן הנדרש להסדר ולחסוך בעלויות לגיבושו. התארכות המשא ומתן מזיקה לבעלי האג"ח ולחברה, כיוון שבזמן המשא ומתן החברה סובלת משיתוק בפעילות

וחוסר ודאות, ולעתים היא מתרוקנת מנכסיה בגלל הוצאות ההנהלה. למשא ומתן עצמו יש עלות גבוהה, המתבטאת בתשלומים לבעלי המקצוע המעורבים בהסדר (ראו מקרה טאו למשל). הקצבת זמן, לעומת זאת, פוגעת בחופש החברות לנהל משא ומתן בקצב שהן מוצאות לנכון, והיא עלולה להיות חרב פיפיות שתכשיל את המשא ומתן במקום לסייע לו.

ביצוע בדיקת היתכנות של הסדר לחברה: טרם כניסה למשא ומתן, מומלץ שהנושים יבצעו בדיקת היתכנות של הסדר חוב על סמך הפרמטרים העיקריים של המשך קיום החברה כעסק חי, ובדיקת כדאיות של חלופת הפירוק לעומת החלופה של הסדר חוב. על הבדיקה להתבצע בשיתוף החברה, שתמסור את כל המידע הרלוונטי. חברה שלא תשתף פעולה לא תוכל להשתמש באופציה של הסדר חוב, והחלופה היחידה שתעמוד מול עיניה היא חלופת הפירוק.

זהות והסמכת מומחה מטעם בית המשפט: יש מקום לשקול הקמת מאגר מומחים ובעלי מקצוע להסדר חוב, שיעברו הכשרה ויפעלו בהתאם לתעריפים ולתקנון מסוימים, בדומה לפרקטיקה הנהוגה ברבות ממדינות העולם, למשל יפן וצרפת. מומחה לחדלות פירעון חייב להיות בעל ידע וניסיון ייחודיים בתחום חדלות פירעון, שיקום חברות וממשקים בין משפט וכלכלה. פרקטיקה דומה קיימת בהליכי בוררות, גישור ופישור. בהליכי בוררות שהמדינה מעורבת בהם ישנו תעריף חשכ"ל, וניתן לקבוע שכר בהתאם לכישורי המועמד. במשא ומתן להסדר חוב, אחת האפשרויות היא שהכנ"ר ימליץ על מספר מצומצם של מומחים מתאימים בכל הסדר מתוך מאגר מומחים, יפרט את המומחיות של כל מועמד, ובית המשפט יבחר בד בבד, הצדדים בהליך לא יהיו רשאים להתערב או לחוות את דעתם על זהות המומחה.

הגבלת הוצאות שכר: משא ומתן להסדר יכול להימשך תקופה ארוכה מאוד, ובמהלכו ההנהלה ובעלי השליטה ממשיכים לקבל תגמול כתמול שלשום, שלעתים אינו הולם את מצב החברה. אפשר אפוא להעניק למומחה הבוחן את ההסדר אפשרות להגביל את תגמול בעלי השליטה ונושאי המשרה, ולצמצם את הוצאות החברה בתקופת ההסדר.

שיפור הממשל התאגידי ומבנה פעילות החברה: הסדר חוב הוא הזדמנות לשיפור הממשל התאגידי הרופף למדי במשק הישראלי. בדומה לתיקון 16, ניתן להציע תיקון של ממשל תאגידי לחברה שעברה הסדר חוב בשיטת "אמץ או הסבר", קרי אם הצדדים אינם מאמצים את הקוד המוצע עליהם להסביר מדוע החליטו להשאיר את ההסדר הישן על כנו. הקוד החדש יכול להתייחס לכללי חלוקה חדשים, דיווח מוגבר לנושים, אישור עסקאות בעלי עניין, ושינויים מבניים בתגמול מנהלים בחברה. לצד שינויים בממשל התאגידי ניתן לבנות מנגנון פיקוח ובקרה של הנושים, שיעקוב אחר ביצוע הסדר החוב, למשל פיקוח דירקטורים מטעם הנושים. ככלל, בעלי המניות צריכים לפקח על הנהלת החברה ולנווט את דרכה, ולא הנושים. אבל בחברה שביצעה הסדר חוב ולא עמדה בהתחייבויות כלפי נושיה המצב שונה. בד בבד עם ההתקדמות בביצוע ההסדר אפשר להקטין את מידת ההתערבות, למשל על ידי הקטנת כמות הדירקטורים המתמנים על ידי הנושים.

הבראה תפעולית ועסקית: כל הסדרי החוב בישראל, ללא יוצא מן הכלל, התמקדו בצדדים פיננסיים של ויתורים ופריסת חובות מחדש, ותו לא. לעתים המצוקה אכן נובעת מבעיה תזרימית רגעית, אבל ברור שבחלק מהמקרים החברה נקלעת לקשיים בגלל בעיות מבניות. בנוסף, חלק מהחברות המבקשות הסדר חוב הן חברות אחזקה, קרי חברות פיננסיות מטבען, וטענה אפשרית היא שחברות כאלה זקוקות להסדר חוב פיננסי בלבד במעלה הפירמידה, ולא לכל אורכה. טיעון זה נכון באופן חלקי, משום שהסדר חוב מאפשר שיפור מבנה החברה, למשל השטחת הפירמידה במקום שאין הצדקה לקיומה.

כאמור, ההסדרה במדינות אחרות בעולם דורשת, כמעט באופן גורף, התמודדות הן עם בעיות פיננסיות הן עם בעיות מבניות. התמודדות זו אינה מתקיימת בשוק הישראלי, בין היתר בגלל בעיית הנציג ומבנה שוק ההון. כדי לפתור כשל זה

ניתן לחשוב על מספר אלטרנטיבות, אחת מהן היא להטיל על המומחה החיצוני לבחון תוכנית עסקית שיגבשו כל הצדדים במהלך המשא ומתן, כחלק מחייב מההסדר. בית המשפט יאשר את התוכנית העסקית לאחר המלצת המומחה כחלק מאישור ההסדר.

חוות דעת רגולטורית: מוצע שהרגולטורים יעבירו את עמדתם טרם אישור סופי של הסדר חוב, כדי שבית המשפט המאשר את הסדר החוב יוכל לקבל החלטה מושכלת, המשכללת את כל ההשלכות של המקרה הנידון בפניו. הסדר חוב מסוים יכול להיטיב עם הנושים בהשוואה לחלופת הפירוק, אבל להרע עם כלל השחקנים בהיבט של סיכון מוסרי. חוות דעת כזו מוגשת לעתים על ידי הכ"ר, שרשאי להתייצב בהליך ולהביע את עמדתו, המגובשת לעתים בשיתוף פעולה עם הרשות לניירות ערך. ברם רגולטורים נוספים – אגף שוק ההון והפיקוח על הבנקים – אינם מביעים את עמדתם, אף שיש להם זווית ראייה ייחודית ושונה. מכאן שראוי להביא את עמדתם לבית המשפט במקרים מסוימים, בעיקר במקרים תקדימיים או במקרים של הסדר חוב גדול.

הגשת חוות דעת תטיל עלויות אדמיניסטרטיביות נוספות על הרגולציה בישראל, לכן יש לפתח מודל מאוזן. המודל הקיים לאישור פשרות בתביעות ייצוגיות ניתן לאימוץ בשינויים מסוימים עבור אישור הסדרי חוב. כשצדדים בתביעה ייצוגית מבקשים להתפשר ומגישים הסדר פשרה לאישורו של בית המשפט, מובאת הפשרה לעיונו של היועץ המשפטי לממשלה, והוא אמור להמליץ לבית המשפט אם לאשר אותה, לשנותה או לדחותה. בית המשפט רשאי לאשר או לדחות את ההסכם בהתחשב בחוות הדעת של היועץ, המייצגת אינטרסים ציבוריים בפני בית המשפט. למשל, כל הסדר חוב יועבר טרם אישורו לעיון הרגולטורים, שיוכלו להחליט מתי ברצונם להתייצב ולהביע עמדה. או לחלופין, בית המשפט יכול לדרוש התייצבות ומתן עמדה, בהתאם לשיקול דעתו.

ההמלצות שלעיל שואפות לייעל את ההליך ולהבטיח את הגינותו. להשלמת התמונה צריך להדגיש שוב, שהכבדת הרגולציה לא תמיד משרתת את מטרותיה, והתוצאה הסופית יכולה להתברר כהפוכה מהמיוחל.

1. מבוא

בקיץ 2009 נפל דבר בשוק ההון הישראלי. חברת אפריקה ישראל, מחברות הדגל של המשק, כללה בדוח הרבעוני שלה הודעה כי "[...] חובת הזהירות ומידת האחרייות מחייבות את החברה להתחיל בהליך של בחינה וארגון מחדש של מצבת התחייבויותיה כלפי כלל מחזיקי איגרות החוב תוך הידברות עם מחזיקי איגרות החוב של החברה". למרות הנוסח המעורפל הייתה זו הודעה דרמטית, שמשמעותה כי החברה תנהל משא ומתן להסדר חוב עם הנושים.² הסדר החוב בחברת אפריקה ישראל היה ההסדר הראשון בהיקף כה משמעותי שנעשה בחברה ציבורית, וקבע תקדים שבעקבותיו הלכו רבות מהחברות בישראל. מאז אותה הודעה נחצה קו פרשת המים ושוק ההון הישראלי התוודע לתופעה של הסדרי חוב, שכמעט לא הייתה מוכרת עד אז בכלכלה הישראלית.

תופעת הסדרי החוב הלכה והתעצמה מאז. בעלי אג"ח חברות, ובראשם הגופים המוסדיים,³ נאלצו להסתגל למציאות חדשה. חברות שנחשבו ליציבות ומובילות בשוק ביצעו הסדרי חוב, שבמהלכם הפחיתו את ההתחייבויות הפיננסיות. ככל שנפוצו ההסדרים נכנס ללקסיקון מושג נלווה להם: "תספורת", קרי ויתור הנושים על חלק מהחוב. הסדרי החוב עוצבו במידה מסוימת אד-הוק, ללא הסדרה רגולטורית טרם פרוץ המשבר, כשכל השחקנים חסרי ניסיון בתחום.⁴

פרקטיקה של הסדרי חוב קיימת בכל הכלכלות המפותחות בעולם, ושימוש בהסדר חוב הוא מהלך לגיטימי בחיי חברה, בדרך כלל בתקופת משבר, המאפשר את המשך קיומה כעסק חי. זאת נקודת המוצא, אבל לא נקודת הסיום. לתופעת הסדרי החוב ישנן השפעות החורגות ממסגרת היחסים של חברה בקשיים ונושיה. פרקטיקת הסדרי החוב היא תופעה כלכלית המעלה בעיות ידועות בתורת הכלכלה: אינפורמציה אסימטרית בין שחקנים המשתתפים במשא ומתן להסדר, סיכון מוסרי (Moral Hazard) בשל הקלות היתרה לשמוט חובות, בעיית הסוכן של הגופים המוסדיים הפועלים לטובת עמיתיהם ועוד. הסדרי חוב משליכים באופן רוחבי על הכלכלה הריאלית, על הציבור הרחב ועל התנהלות החברות במשק כולו, ומכאן חשיבות המחקר בנושא. מחקר זה יבקש לבחון את התופעה ולהתמקד בהסדרי חוב עם הנושים הלא מובטחים.

פרק 2 להלן יסקור את הרקע והנתונים העובדתיים של הסדרי החוב, ואת השפעתם הכלכלית. בפרק 3 יונח הבסיס התאורטי לניתוח התופעה, בפרק 4 יוצגו המודל לניהול משא ומתן להסדר חוב בישראל ומודלים חלופיים בעולם. בפרק 5 ייחקרו התמריצים והחסמים של השחקנים בהסדרי חוב, ובפרק 6 יפורטו וינתחו מספר הסדרי חוב שנעשו בישראל. פרק 7 ידון בכשלים בתהליך ויציע דרכים לשיפור ולשינוי אופן גיבושם של הסדרי החוב.

² לקריאת הנוסח המלא של ההודעה, ראו maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=469018.

³ גוף מוסדי הוא גוף המנהל בנאמנות כספים של אחרים – קרנות נאמנות, קופות גמל, קרנות פנסיה והשתלמות וכיוצא באלה.

⁴ הרגולציה ניסתה לתת מענה לדרישות השוק, כמו למשל הרעיון של קציני אשראי של הרשות לניירות ערך והנחיות של רשות ההגבלים העסקיים, שהתירו לגופים המוסדיים להקים נציגות משותפת.

2. הסדרי חוב - תמונת מצב

2.1 רקע

לא ניתן להבין את ההתרחשויות בתחום הסדרי החוב בישראל ללא הקדמה על התמורות שחלו בשוק אג"ח חברות בשנים שלפני משבר הסאבפריים בארצות הברית, שהגיע לשיאו בשנת 2008. בכמה רפורמות שבוצעו בישראל, שתחילתן בשנות השמונים, נעשו מהלכים לפתיחת שוק ההון לגיוסי אשראי מצד החברות הציבוריות. הוגבלה הנפקת אג"ח מיועדות⁵ וכן הוגבל השיעור המותר להשקעה באג"ח מיועדות מסך כספי החסכוניות המנוהלים בקופות הגמל. כתוצאה מכך, כספים רבים הופנו לניירות ערך של המגזר העסקי ולאג"ח הסחירות של הממשלה. בשנת 2002 הונהגה רפורמה בענף הגמל, שהגדילה את החופש של קופות הגמל בניהול השקעותיהן.

לקראת אמצע שנות האלפיים חל צמצום בגירעון הממשלתי, וכפועל יוצא מכך הממשלה גייסה פחות כסף באג"ח ממשלתיות, והגופים המוסדיים החלו לנתב את כספי העמיתים לאפיקים אחרים, בראשם אג"ח חברות. ההתפתחויות לעיל הגדילו דרמטית, תוך זמן קצר יחסית, את היצע האשראי של הגופים המוסדיים,⁶ שחלק ניכר ממנו הוקצה לרכישת אג"ח חברות.

מצד הדיקושה, לאחר יציאה מהמיתון של תחילת שנות האלפיים היו החברות במשק במגמה מואצת של התרחבות הפעילות העסקית. החל בשנת 2003 ירדו הריביות בעולם ובישראל, דבר שתמרץ נטילת סיכונים עסקיים והתמנפות על ידי גיוסי אג"ח. גיוסי הון של החברות בוצעו באמצעות הנפקות אג"ח ומימון בנקאי, כאשר לפני אימוץ המלצות ועדת חודק⁷ הרוב המוחלט של הנפקות אג"ח בוצע ללא ביטחונות, להבדיל מהאשראי הבנקאי. יצוין כי מטבע הדברים, החברות שגייסו כספים באמצעות הנפקות אג"ח שילמו פרמיה על הסיכון הגלום באג"ח. ייתכן שפרמיית הסיכון הייתה נמוכה מדי, אך הסוגיה לא תיבחן במחקר זה.

תהליכים אלה הזניקו בתוך כמה שנים את האשראי החוץ-בנקאי, ובעיקר את שוק אג"ח החברות. החברות ניצלו הזדמנויות לגייס אשראי זול יחסית, והגדילו את המינוף שלהן בהתמדה. מנגד, הגופים המוסדיים היו מוכנים לספק את

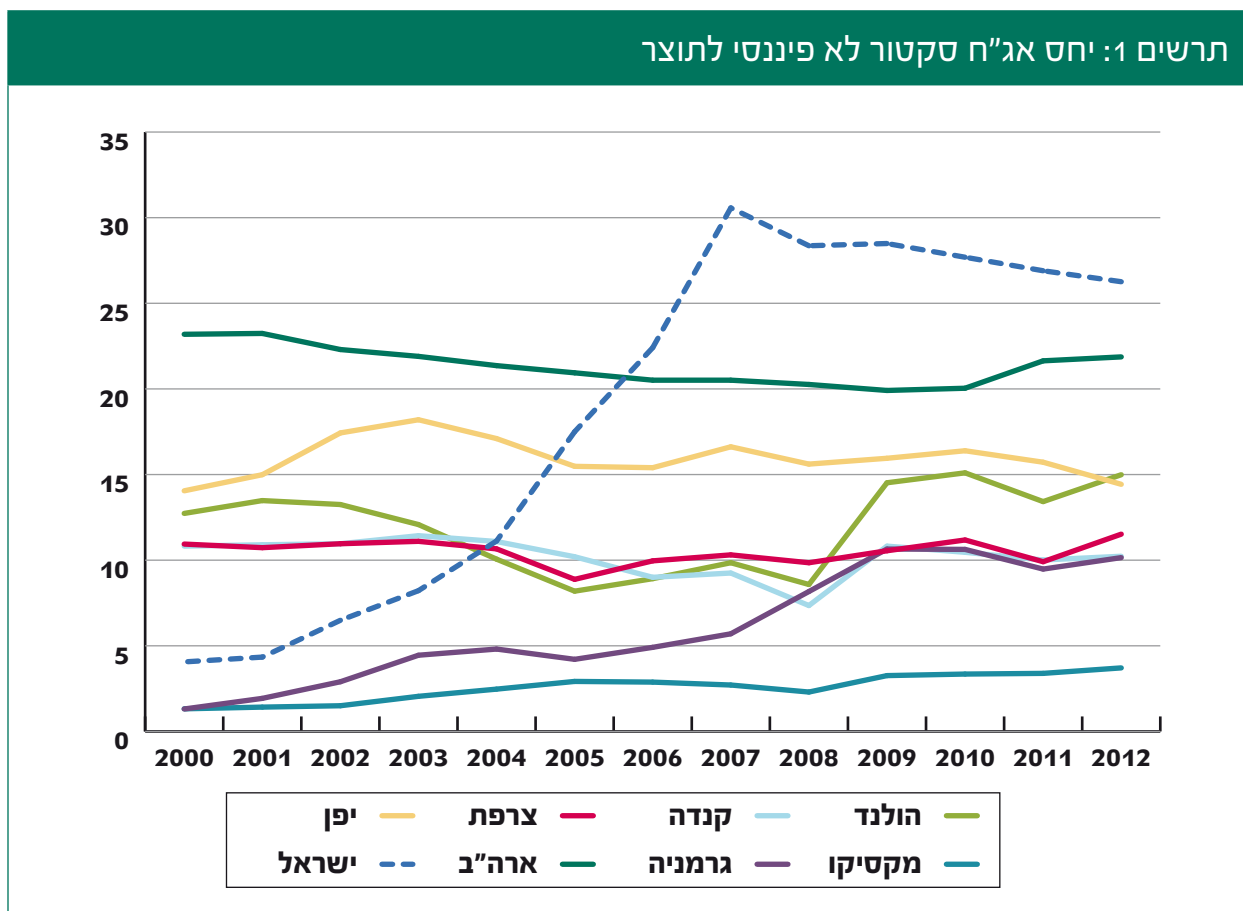
⁵ אג"ח מיועדות הן אג"ח שמונפקות על ידי ממשלת ישראל עבור קרנות פנסיה בתנאים מיוחדים. אג"ח מיועדות אינן סחירות.

⁶ בשנת 2005 אומץ דוח הצוות הבין-משרדי, בראשות מנכ"ל משרד האוצר דאז, ד"ר בכר, שהמליץ על הפעולות הדרושות לביסוס מבנה תחרותי בשוק ההון. הצוות המליץ על שורה של צעדים להפחתת הריכוזיות בשוק ההון ולצמצום ניגוד עניינים מובנה בבעלות הבנקים בגופים המוסדיים. כתוצאה מכך, מכרו הבנקים את אחזקותיהם בגופים המוסדיים.

⁷ שמה המלא של הוועדה היה "הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת אג"ח לא ממשלתיות"; המלצותיה הוגשו בפברואר 2010.

המינוף המבוקש בחיפוש אחר תשואות בסביבת ריבית נמוכה.⁸ בשנת 2004 עמד שווי השוק של אג"ח חברות בישראל על כ-25 מיליארד שקל, ועד סוף 2008 צמח שווי השוק לגובה של כ-200 מיליארד שקל. היחס של יתרת אג"ח החברות לתוצר, שהיה נמוך מאוד בתחילת שנות האלפיים, נסק לרמות של כ-30% בשנת 2007 והתמתן לאחר מכן, כפי שעולה מתרשים 1.

תרשים 1: יחס אג"ח סקטור לא פיננסי לתוצר



מקור: BIS quarterly review ונתוני בנק ישראל, 2012.

⁸ מקרה המדגים את התנהלות השוק באותן שנים הוא פרויקט "פלאזה" בלאס וגאס. בקיץ 2007 הודיעו יצחק תשובה ונחני דנקנר, על השקעתם בפרויקט. דנקנר השקיע באמצעות חברות ציבוריות בפירמידת אחזקות אי.די.בי שבשליטתו, ותשובה באמצעות חברה פרטית, אלעד גרופ. במהרה הושלמה רכישת קרקע מתאימה. למרות הרעה דרסטית בשוק הנדל"ן האמריקני, והמשבר שפרץ שם במלוא עוזו, היזמים פרסמו בסוף 2008 הערכת שווי בסך של 1.5 מיליארד דולר למיזם. לבסוף, חמש שנים לאחר תחילת הפרויקט, היזמים ויתרו עליו ומחקו את כל ההשקעה. החברות שבשליטת שני הטייקונים לא חמקו מהסדרי חוב, בדומה לעשרות חברות אחרות. בשנת 2012 אושר ההסדר בדלק נדל"ן, בשליטת תשובה, שסופו היה "תספורת" בסדר גודל של כ-1.2-1.4 מיליארד שקל לנושים. חברות ציבוריות בשליטת דנקנר, אי.די.בי אחזקות ואי.די.בי פיתוח – המחזיקות בפירמידת חברות (ובתוך זה על נכסים ובניין, ואי.די.בי פיתוח שהשקיעו בפלאזה), מנהלות משא ומתן והליכים משפטיים עם הנושים לעניין הסדר חוב. אי.די.בי אחזקות לא הצליחה לעמוד בהתחייבויות והציעה מתווה להסדר חוב, שמשמעותו ויתור על מאות מיליוני שקלים ביחס לגובה החוב המקורי.

חברות שמגייסות כספים בשוק ההון משתמשות בתמהיל מקורות מימון, כשהאפיקים העיקריים הם אג"ח חברות והסכמי הלוואה פרטניים. שני סוגי המימון שונים האחד מהשני: הלוואות ניתנות בדרך כלל על ידי המערכת הבנקאית ומגובות בדרך כלל בביטחונות, ושני הצדדים בעסקה מכירים זה את זה ומנהלים מערכת יחסים ביניהם; לעומת זאת בגיוס חוב באמצעות הנפקת אג"ח, זכויות הנושים מוגדרות בתשקיף שעליו אמון הנאמן, והאג"ח יכולות להתפזר בין מספר רב של צדדים שאינם מכירים זה את זה. לפיכך פרמיית הסיכון בהלוואות הבנקאיות שונה מפרמיית הסיכון בהנפקות אג"ח, ובהתאם לכך שונים גם שיעורי הריבית בשני האפיקים לגיוס הון.

האבחנה שהמערכת הבנקאית מעניקה הלוואות מגובות בביטחונות, לעומת הגופים המוסדיים הרוכשים אג"ח ללא ביטחונות, היא לא תמיד מדויקת, והיטשטשה במיוחד בשנים האחרונות. בעקבות ועדת חודק המגמה בשוק ההון היא לדרוש ביטחונות בהנפקות אג"ח. מתחילת שנת 2013 כ-80% מהסדרות שהונפקו מגובות בביטחונות או בשעבוד שלילי, בהשוואה ל-28% בשנת 2009.⁹ הגופים המוסדיים מעניקים הלוואות פרטיות, שדומות להלוואות של המערכת הבנקאית. כמו כן קיימים מקרים שהמערכת הבנקאית מעניקה אשראי ללא ביטחונות, כפי שהתברר בפרשת אי.די.בי פיתוח. מכל מקום, בין אם החוב גויס באמצעות אג"ח ובין אם באמצעות הלוואות פרטיות, חלק מהסיכונים הטמונים בחוב קונצרני עתידיים להתממש, ותופעת הסדרי החוב ששוק ההון חווה כעת היא עדות לכך.

המשבר הפיננסי העולמי פגע קשות בחברות ישראליות ממונפות יתר על המידה. ספק אם רמות המינוף הגבוהות היו בנות קיימא במצב פעילות רגיל, ואם החברות היו מצליחות לעמוד בלוח התשלומים אילולא פרץ המשבר, קל וחומר שזה הפך בלתי אפשרי בתקופת המשבר. מפרוץ המשבר עלו התשואות לפדיון של אג"ח חברות באופן חד. מחירי האג"ח סבלו מתנודתיות רבה, והחברות התקשו למחזר את החוב וביצעו הסדרי חוב עם הנושים. שנת 2009 הייתה שנת שיא מבחינת מספר החברות שהזדקקו להסדר חובות, 35 חברות, ומאז כ-20 חברות נכנסות בכל שנה להסדר חובות.

התופעה של ריבוי הסדרי חוב במשק הישראלי לא נוצרה אך ורק בגלל המשבר הפיננסי העולמי. ריבוי הסדרי החוב הוא פועל יוצא של בעיות יסוד בנורמות ההתנהלות של שוק ההון, והדבר בא לידי ביטוי למשל בתמחור חסר של אג"ח מסוכנות, גיוסים ללא ביטחונות, היעדר בקרה על יכולת הפירעון של הלווה, רמות מינוף גבוהות וריכוזיות גבוהה בשוק – בעיות שהתעצמו בתקופת המשבר (דוח בנק ישראל, 2011). בנק ישראל כינה את התופעות לעיל "רפיון במשמעת השוק". מבחינה זו, הסדרי חוב מציעים הזדמנות לחברות ממונפות להסדיר מחדש את החוב הפיננסי, לשפר את מבנה ההון והממשל התאגידי, ולהתאים את הפעילות הכלכלית למצב החדש. לצד סימנים של רפיון במשמעת השוק, לקראת שנת 2013 ניכרה התפתחות בכיוון השני, במגמה של "משטור" השוק והחלפת בעלי מניות או מנהלים שכשלו.¹⁰ נושים המנהלים משא ומתן מול בעלי שליטה, ובראשם הגופים המוסדיים, צברו ניסיון רב במשך הזמן, ושחקנים חדשים – כמו קרנות השקעה זרות – זיהו הזדמנויות שנוצרו באג"ח חברות וניצלו אותן, תוך כדי "הענשת" מנהלים כושלים.

2.2 מהו הסדר חוב?

הסדר חוב (debt-restructuring) מאפשר לשנות את התנאים המקוריים שבהם לוותה חברה כלשהי כספים מנושיה. ישנן מספר שיטות לגיבוש הסדר חוב – למשל תחת פיקוח בית המשפט, בהתאם למסגרת מוסכמת או ללא כל הכוונה

⁹ ראו את המחקר של חברת הדירוג מעלות maalot.co.il/publications/T520130606144431.pdf.

¹⁰ למשל החלפת בעל שליטה הרצל חבס בחברת חבס השקעות, לאחר שהחברה הודיעה שלא תוכל לעמוד בהתחייבויות.

– אך בבסיס כל הסדר עומד הסכם רצוני בין בעלי המניות לבין הנושים, המאפשר לחברה להמשיך כעסק חי (going concern).¹¹ בדרך כלל חברות פונות לנושים בבקשה להסדר חובות, כשהן נקלעות לקשיים כלכליים ואין ביכולתן להחזיר את חובותיהן במועדים ובתנאים הקבועים בהסכמי ההלוואה המקוריים. במקרה זה עומדות בפני הנושים החלופות: לכפות על החברה הליך של פשיטת רגל או להגיע להסדר חוב.

כהקדמה לפרק 3 יצוין כאן כנקודת מוצא, שפרקטיקת הסדרי החוב אינה בהכרח פסולה, כאשר היא ננקטת במינון הנכון וכתוצאה מהתממשות סיכון עסקי. נהפוך הוא, ככל שהסדרי החוב מאפשרים את המשך קיומן של חברות, ומבטיחים החזר חוב גבוה ביחס לחלופות אחרות, כל הצדדים עשויים להרוויח מהם. הנחת העבודה היא שלווים צריכים להחזיר את החוב למלווים, אך אין להתעלם מהעובדה שכל גיוס חוב מקפל בתוכו סיכון לאירוע חדלות פירעון (או הסדר), דהיינו לאי-עמידה בתנאי ההלוואה. המלווה מפוצה על הסיכון בפרמיית הסיכון שהוא גובה, ובאופן זה מתפקד שוק ההון.

עם זאת הסדרי החוב עלולים לגרום להשלכות השליליות על התפקוד התקין של השוק, וליצור סיכון מוסרי בשוק האשראי. נוסף על הסיכונים הרגילים של הסביבה העסקית, העלולים לאלץ חברה לבקש הסדר חוב – מחזורי עסקים, סיכונים רגולציה או תחרות וכדומה – קיימים סיכונים שאינם קשורים לסביבה העסקית אלא להתנהלות הפנימית של החברות. סיכונים כגון ניהול כושל, עסקאות בעלי עניין שלא לטובת החברה, פגיעה באיתנות הפיננסית על ידי משיכת דיבידנדים אגרסיבית – הם סיכונים הקשורים בניהול החברות ולא סיכונים עסקיים של השוק בו פועלות החברות. נורמה שבה בעלי המניות מרוקנים את החברה מנכסיה, ולאחר מכן שומטים חלק מהחובות באמצעות הסדרי חוב ללא מתן פיצוי הולם לנושים, מכרסמת באמון המלווים ומייקרת את האשראי במשק.

הדברים שנמנו לעיל אינם חששות בעלמא. תיעול נכסים אל בעל השליטה, הקצאה לא יעילה של משאבים וירידה באיכות ההנהלה, כל אלה שרירים וקיימים בקבוצות עסקיות רבות במשק הישראלי, ותוארו בהרחבה בדוח הביניים של "הוועדה להגברת התחרותיות במשק" או בשמה האחר "ועדת הריכוזיות".¹² אמנם הוועדה טיפלה בריכוזיות המאפיינת את המשק הישראלי, אבל גם בעיות מבניות אחרות במשק הישראלי, שתוארו בדוח הוועדה, הן בין הגורמים לריבוי הסדרי החוב במשק. בהסדר פשרה תקדימי, שבו בעלי מניות הסכימו להחזיר דיבידנדים בעקבות תביעה נגזרת על משיכת דיבידנדים שלא כדין, אפשר לראות הוכחה נוספת שאין זה מצב היפוטי אלא מצב שריר וקיים בחלק מהחברות במשק.¹³

גיבוש הסדר חוב – שמצד אחד ישמור על האינטרסים של הנושים, ומצד אחר יאפשר לחברה להתחיל בתהליך הבראה – הוא תהליך יקר ומורכב. משא ומתן לגיבוש הסדר חוב יכול להימשך תקופה ארוכה מאוד (יותר משנה), ומעורבים בו הרבה מומחים ויועצים. כך למשל, חברת אפריקה ישראל דיווחה בדוחותיה הכספיים לשנת 2010 על הוצאות לגיבוש הסדר חוב בסכום של 18 מיליון שקל. בהסדרי חוב משתתפים שחקנים בעלי אינטרסים שונים ומנוגדים: נושים לא מובטחים, רובם הגופים המוסדיים שרכשו אג"ח לא מגובות בביטחונות משמעותיים; בנקים, שהם נושים מכוח הסכמי הלוואות, מלווים בשעבודים וביטחונות אחרים; ומשקיעים פרטיים. על כל הצדדים לשתף פעולה כדי למנוע את פירוק החברה (Garrido, 2012). ניגוד העניינים בין הצדדים השונים מקשה מאוד על ניהול משא ומתן מול בעלי השליטה.

¹¹ המונח האנגלי המקובל להסדר חוב מחוץ לכתלי בית המשפט הוא out of court workout, או בגרסה המקוצרת workout.

¹² בדוח הביניים תואר מבנה המשק הישראלי, והדוח הסופי כלל רק המלצות סופיות של הוועדה. לקריאת דוח ביניים ראו mof.gov.il/lists/list26/attachments/291/2011-1111.pdf.

¹³ בעלי מניות באי.די.בי אחזקות הסכימו להחזיר לקופת החברה כ-40 מיליון שקל, וכן מניות בשווי 50 מיליון שקל, בפשרה במסגרת תביעה נגזרת שבה נטען כי אי.די.בי אחזקות חילקה דיוידנדים שלא כדין בשנים 2008–2010.

מבחינה תאורטית, קיימות כמה גישות לדיני חדלות פירעון בכלל, ולהסדרי חוב בפרט (קמחי, 2012). לפי "הגישה המסורתית" או "הגישה החברתית", דיני חדלות פירעון צריכים להביא בחשבון לא רק את האינטרסים של הנושים אלא גם אינטרסים נוספים, כגון אלה של עובדי החברה, בעלי מניותיה, שיקולים מקרו-כלכליים וכיוצא בזה. כלומר ניתן לפגוע בזכויות הנושים, גם נושים מובטחים, על מנת לשרת אינטרסים חברתיים, זולת האינטרס של הוזלת אשראי. "הגישה הכלכלית", לעומת זאת, גורסת כי דיני חדלות פירעון נועדו להשיא את יכולת הגבייה של הנושים בלבד. כל שיקול אחר, ובפרט שיקולים חברתיים או חלוקתיים, אינם רלוונטיים משום שאינם חלק מהאינטרס של קבוצת הנושים. המתח בין שתי הגישות בא לידי ביטוי במדיניות הסדרי החוב, למשל במצבים שבהם הנושים סבורים שפירוק החברה ישרת את האינטרסים שלהם בצורה טובה יותר מהסדר חוב, אבל הפירוק עלול לפגוע בצדדים שלישיים. ניתן לחלק משטרים שונים של חדלות פירעון למשטרים שהם "ידידותיים ללווים" (debtor friendly) השואפים לשמור על חברות בקשיים כעסק חי, לעומת משטרים "ידידותיים למלווים" (creditor friendly) השואפים לספק הגנה מרבית למלווים כדי להזיל אשראי במשק. החוק הצרפתי למשל משתייך למשטרים "ידידותיים ללווים", ונקבע בו מפורשות שבאירוע חדלות פירעון יש לפעול בהתאם לגישה המסורתית. קמחי (2012) גורס שארצות הברית מבכרת את הגישה הכלכלית, אך הגישה הרווחת בארץ היא הגישה המסורתית.¹⁴

המחלוקת בין הגישות אינה נמצאת במרכזו של מחקר זה, אך להמשך הדיון אניח שהגישה הכלכלית היא הנכונה, ושהנושים רשאים להחליט על ביצוע הסדר חוב על סמך האינטרסים שלהם בלבד. הנחה זו מפשטת את הניתוח, ובנוסף, אימוץ הגישה החברתית עלול לייקר את האשראי במשק ולגרום לתוצאות לא רצויות נוספות המפורטות במאמרו של קמחי, בין היתר העברת נטל הנשיאה בשיקולים חברתיים לידי הנושים (קמחי, 2012).

על נושי החברה בקשיים לבחון כל מקרה לגופו, ובהחלט ייתכנו מצבים שבהם חלופת הפירוק באמצעות מכירת החברה במקשה אחת, או מכירת נכסיה, תניב לנושים רווח גבוה יותר מאשר הסדר חוב עם בעלי המניות. בתרחיש שבו הנושים מגיעים למסקנה שהסדר חוב עדיף על חלופת הפירוק, יש לשאוף שההליך יהיה יעיל וזול ככל הניתן. לחלופת ההסדר מספר יתרונות על פני חלופת הפירוק, שיפורטו להלן, אם כי היתרונות הללו לא בהכרח מתקיימים בפועל בשוק הישראלי (Garrido, 2012):

- **גמישות והתאמה לצרכי הצדדים:** בהסדר חוב אין חובה לציית לכללים נוקשים, ורוב המחלוקות נתונות להסכמה חוזית בין הצדדים, אם כי ההוראות הקבועות בחוק וסדרי הקדימה בפירוק מתווים את עקרונות ההסדר. סדרי הנשייה אף הם פתוחים למשא ומתן במסגרת הסדר החוב, מה שמעניק מקדם גמישות נוסף.
- **היבט הזמן והעלויות:** בחברה שנמצאת בקשיים היבט הזמן הוא מרכיב קריטי. ככלל, משא ומתן להסדר צריך להימשך פחות זמן מאשר התדיינות בבתי משפט. מבחינת העלויות יש עדיפות להסדר חוב. פירוק החברה בתקופת משבר, כאשר ערך הנכסים יורד לשפל, יניב תוצאות גרועות לנושים, ובמיוחד לבעלי אג"ח שבלאו הכי זכויותיהם נחותות בדרך כלל מזכויות נושים מובטחים. אם הנושים הלא מובטחים משכילים להגיע להסדר שמבטיח החזר העדיף על חלופת הפירוק ומאפשר את הבראת החברה, כל הצדדים עשויים להרוויח מהסדר החוב.

¹⁴ ע"א 10739/12 רשות המיסים היחידה לפירוקים, כינוסים וגביה קשה מכס ומע"מ נ' קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ, תק על 2011 (2) 3318. בית המשפט קבע שם שהמדיניות העקבית של הפסיקה היא להעדיף הליכי שיקום על הליכי פירוק.

- **שמירה על החברה כעסק חי:** הסדרי חוב מאפשרים לחברה להמשיך להתקיים, ומונעים פגיעה בערך החברה כתוצאה מתהליך הפירוק. לשמירה על חברה כעסק חי יש החצנות חיוביות המשפיעות על צדדים שלישיים, כגון עובדי החברה וספקיה. בהנחה שקיום החברה בהסדר מוצדק כלכלית, השארת ההנהלה הקודמת לאחר ההסדר יכולה להטיב עם נושי החברה אם להנהלה זו יש ערך מוסף מיוחד או ידע עדיף בעסקי החברה (von Thadden, Berglöff & Roland, 2010).
- **ודאות לגבי תנאי ההסדר:** הסדר חוב כרוך באי-ודאות נמוכה יותר מאשר פירוק, משום שהנושים שולטים במידה רבה בתהליך בזמן המשא ומתן, וביכולתם לא לקבל את הצעת בעלי המניות. בחלופת הפירוק, המפרק מתמנה על ידי בית המשפט ופועל מטעמו בלבד ולא מטעם מחזיקי האג"ח, כך שאין לנושים שליטה על התהליך.¹⁵ כאמור, לא תמיד הסדר חוב עדיף על חלופות אחרות (Garrido, 2012). החסרונות הבאים של הסדר החוב ראויים לציון:
- **היעדר בירור מצב החברה לאשורו:** לעתים לא ניתן להעריך, במשא ומתן בין הצדדים להסדר, את מצב החברה, את כדאיות המשך פעילותה ואת אחריות מנהליה ובעלי השליטה שלה, ורק בירור פורמלי בבית המשפט יכול להבהיר עניינים אלה.
- **היעדר טיפול בבעיות יסוד:** במרבית הסדרי החוב שנערכו בישראל, בעלי המניות או המנהלים לא התחלפו, ובחברות לא בוצעו ארגון מחדש או שינויים פנים-ארגוניים – מצב שאינו אפשרי בפירוק. בנוסף, הסדרי החוב כוללים בדרך כלל תנאי של ויתור על תביעות, מה שמונע שימוש בכלים הנתונים לבתי משפט, כמו הרמת מסך במקרים הראויים לכך. לא מדובר בתנאי מחייב, אבל התנאי של ויתור על תביעות הפך לנהוג בכל הסדר.
- **בזבוז משאבים:** כאשר הסדר חוב אינו אפשרי – משום שאין הצדקה להמשך קיומה של החברה כעסק חי או משום שאין הצדקה שהבעלות בחברה תישמר בידי בעלי המניות הנוכחיים – אזי משא ומתן להסדר חוב הוא חסר תכלית, ורצוי להגיע ישירות לפירוק.
- **היעדר הקפאת הליכים:** בהיעדר הקפאה או עיכוב ניתן לנהל את המשא ומתן עם הנושים, אבל קיימת סכנה להברחת נכסים או העדפת נושים מסוימים, אם החברה ממשיכה לשלם חובות. הקפאת הליכים אמנם פוגעת במוניטין של החברות, אבל במצב החוקי כיום לא ניתן לנהל משא ומתן להסדר חוב בדיסקרטיות, והחברות איבדו את היתרון של מניעת פגיעה במוניטין בזמן המשא ומתן.

2.3 נתונים על חדלות פירעון בישראל

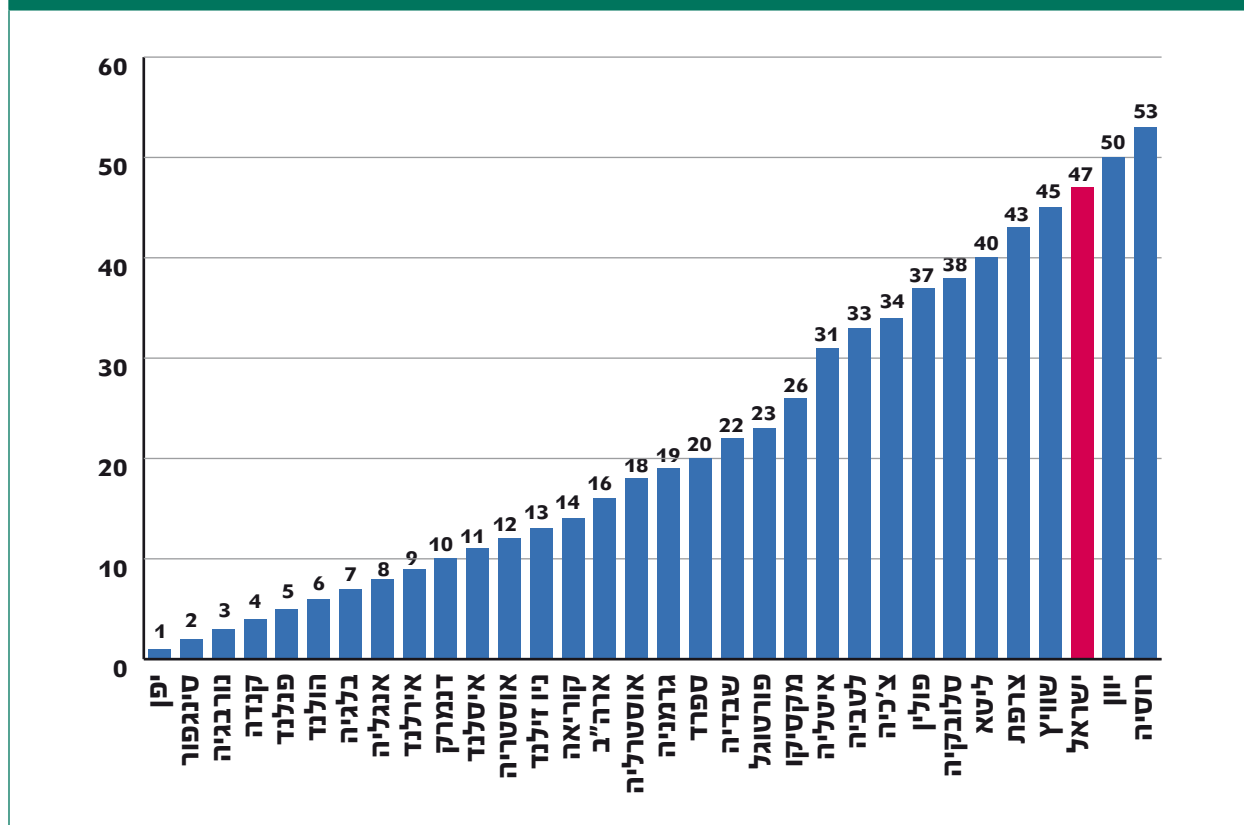
2.3.1 יעילות ההליך

ההליך של הסדר חוב קשור בטבורו להסדרה המשפטית הכללית של הליכי חדלות פירעון. יעילות הליכים אלה, ובראשם הליך הפירוק, היא נדבך חשוב בפעילות הכלכלית, וישראל ניצבת במקום נמוך מאוד במדד זה. דיני חדלות פירעון מפוזרים בין מספר חוקים – פקודת פשיטת הרגל, פקודת החברות, חוק החברות, פקודת השותפויות ועוד. מחקר זה לא ינתח את הסיבות לחוסר יעילותם של הליכי חדלות הפירעון בישראל, אבל המדדים של הבנק העולמי מוכיחים כי בפועל זה המצב הקיים.

¹⁵ אף שההסכם מובא בפניהם, לנושים אין ודאות בתוצאותיו הסופיות. הסדרי חוב נפרסים לאורך שנים, והתוצאות הסופיות תלויות ביכולת החברה לעמוד בתנאים שנקבעו בהסכם. נוכח כשלים בתהליך ההסדרים, ודאות זו מוטלת בספק.

הבנק העולמי בוחן כל שנה שורה של מדדים כלכליים המשפיעים על קלות עשיית עסקים ב-183 מדינות ומפרסם את הממצאים בדוח שנתי: Doing Business Report. אחד מהמדדים המרכזיים את הדירוג הוא הליך חדלות פירעון (Resolving Insolvency). בדוח לשנת 2013 דורגה ישראל בתחתית המדד של הליכי חדלות פירעון בין המדינות המפותחות: במקום 47. בישראל, כדי להשלים את הליך חדלות פירעון, נדרשות ארבע שנים; עלות ההליך מסך ערך הנכס היא 23%; שיעור ההחזר (recovery rate) על החוב בסוף ההליך (הנמדד בסנטים לדולר) הוא 45.9 בלבד. אף שמדדי הבנק העולמי אינם חזות הכל, במיוחד לאור העובדה שלא הוכנו עבור המשק הישראלי דווקא, אין לנו מדד טוב יותר. העדפת הנושים לביצוע הסדרי חוב מצביעה אף היא שאכן קיימת בעיה ביעילות הליך הפירוק. מהנתונים משתמע שהליך חדלות פירעון אינו מהווה חלופה רצויה לנושים, ומכאן מובן עד כמה חיוני לשפר את הליך הפירוק ולצד זאת להבטיח כי הליכי הסדר החוב בישראל יהיו מהירים, הוגנים ויעילים.

תרשים 2: דירוג מדינות העולם במדד Resolving Insolvency לשנת 2013



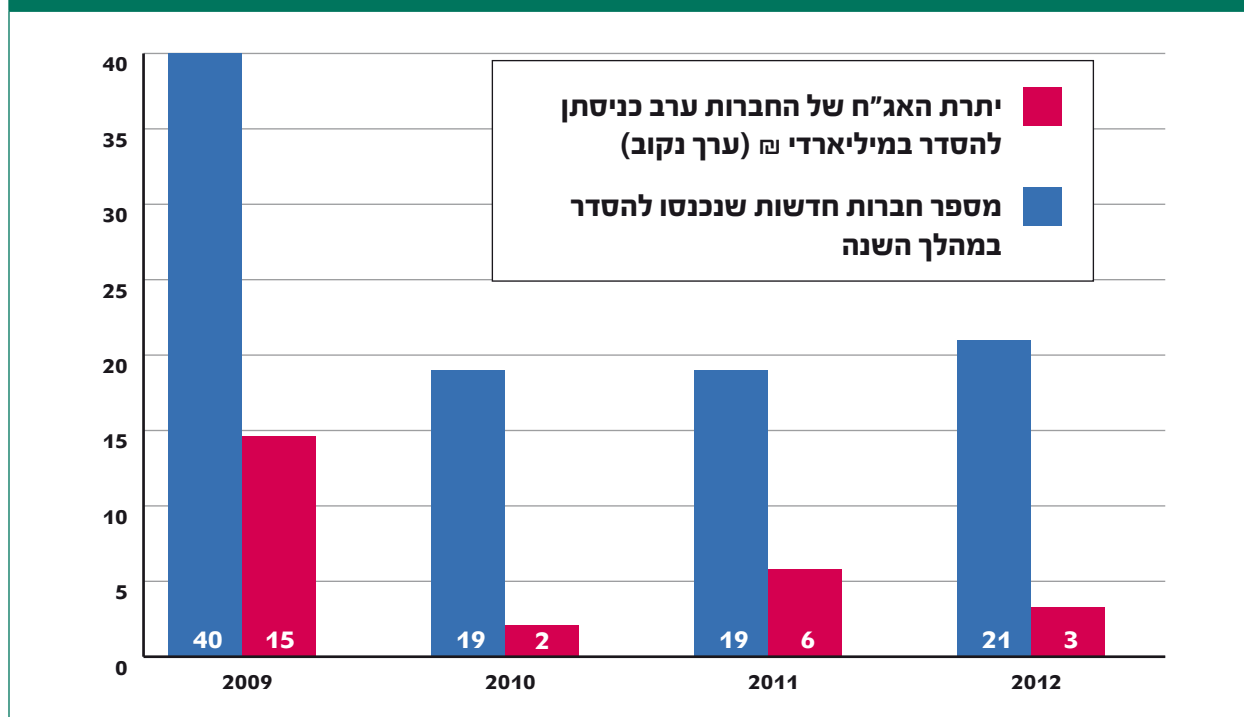
מקור: Doing Business Report, 2013.

הליך חדלות פירעון כרוך מעצם טבעו בעלויות רבות, וישראל נשרכת מאחור בהרבה היבטים. בארצות הברית עלות הליך הפירוק לפי Chapter 7 קרובה לעלות הליך הארגון מחדש לפי Chapter 11, 8.1% ו-9.5% בהתאמה (Bris, Welch & Zhu, 2006). נתונים אלה טובים בעשרות מונים בהשוואה לעלויות של שני ההליכים בישראל, כפי שנמדדו בדוח של הבנק העולמי.

2.3.1 נתונים על הסדרי חוב

לאחר תחילת משבר הסאבפריים, יותר ממאה חברות בישראל נכנסו להסדר חובות, חלקן חברות שנחשבו לגדולות ויציבות במשק הישראלי. בהסדרי חוב רבים נותרה השליטה בחברה בידי בעל השליטה הקודם, גם לאחר ההסדר. מצב זה אינו מובן מאליו, והוא אף מנוגד לעיקרון שלפיו בעלות בחברה שלא פורעת את התחייבויותיה עוברת לידי הנושים, ובעלי המניות הם האחרונים להיפרע, בהתאם לסדרי הנשייה הקבועים בחוק. עיקרון בסיסי זה מכונה Absolute Priority Rule.

תרשים 3: חברות שנכנסו להסדר חוב, 2009 – 2012



מקור: בנק ישראל ורשות ניירות ערך, 2012.

שנת 2009 הייתה שנת שיא בכמות ההסדרים, ומאז נרשמה התמתנות מסוימת. ייתכן שגל הסדרי החוב במשק יגבר בשנים הבאות נוכח המשבר המתמשך וסכומי פירעונות צפויים של אג"ח חברות. משנת 2013 ועד שנת 2017 על חברות לפרוע תשלומי אג"ח בין 30 ל-40 מיליארד ₪ כל שנה. בנוסף, החברות צריכות להחזיר את חובותיהם לבנקים, שאף הם מסתכמים בעשרות מיליארדים. מפרוץ המשבר הגלובלי בשנת 2008, כשלושת רבעי מהחברות שנכנסו להסדר חוב היו מענף הנדל"ן וסבלו ממינוף גבוה מאוד. עם זאת בשנת 2012 המשבר הכה גם ביתר החברות בשוק, ורק כ-37% מהחברות החדשות שנכנסו להסדר היו מענף הנדל"ן. היתר היו מענפי הטכנולוגיה, המסחר והשירותים, רובן חברות קטנות יחסית (עם יתרת חוב נמוכה מ-100 מיליון ₪) (דוח בנק ישראל, 2012). נכון לרבעון הראשון של 2013, כשליש מהחברות מצויות

בהערת "עסק חי" או "הפניית תשומת לב – אי וודאות", מה שמגביר את החשש שחלק מהחברות המצויות בקשיים יזדקקו להסדרי חוב.¹⁶

3. ניתוח תאורטי של הסדרי חוב

הסדרי החוב משפיעים על פעילותו של שוק ההון ועל הכלכלה הריאלית – לחיוב או לשלילה – בגלל השפעתם על התמריצים של בעלי המניות, הנושים והמנהלים במשק. הם מערבים שחקנים משני סוגים: מצד הביקוש לאשראי ניצבים הלווים במשק, ומצד היצע האשראי ניצבים המלווים. הלווים הם כלל החברות במשק, המשתמשות באשראי כדי לממן את פעילותן ולמחזר חובות. מבנה השוק בישראל מתאפיין בקיומם של בעלי שליטה המנווטים את החברה באופן דומיננטי, לצד הנהלה המתמנה על ידם (ראו מדינת ישראל, 2011). לכן כאשר ידובר להלן בחברות במשק, הכוונה היא הן לבעלי המניות הן למנהלים, שביניהם מתקיימת זהות אינטרסים לצורך הניתוח שנעשה בפרק זה. המלווים הם כל השחקנים שמעניקים אשראי במשק – הגופים הפיננסיים שעמם נמנים הבנקים, הגופים המוסדיים ומשקיעים פרטיים.

שוק האשראי, שבו הסיכון במקרה של אירוע חדלות פירעון עובר למלווים, הוא בעל מאפיינים דומים לשוק הביטוח, שבו הסיכון במקרה של אירוע ביטוחי עובר למבטח. בשני השווקים הסיכון לאירוע שלילי עובר לצד שאינו שולט בסיכון (חברות הביטוח או הנושים), והדבר מוביל לסיכון מוסרי. בזמן ההצטרפות לביטוח קיים מידע אסימטרי בין המבוטח וחברת הביטוח; בזמן גיוס אשראי קיים מידע אסימטרי בין המלווים ללווים. לאחר רכישת הביטוח, חברת הביטוח מקבלת פרמיות ויש לה אינטרס שהמבוטח לא ייטול סיכונים מופרזים וינקוט אמצעי זהירות; לאחר גיוס אשראי המלווים מקבלים קופון ויש להם אינטרס שהחברה לא תיכנס לפרויקטים מסוכנים ותתנהל בשקידה נאותה. בהתרחשות אירוע, הביטוח משלם את סכום הביטוח והמבוטח משלם השתתפות עצמית. באירוע של חדלות פירעון המלווים לא מקבלים את הקרן, וההשתתפות העצמית של החברה עשויה להיות מגולמת בדמות החלפת השליטה או ההנהלה. שוק הביטוח נחקר לעומק בספרות כלכלית ענפה, וניתן ליישם חלק מהפתרונות בהסדרי החוב בשוק האשראי.

בעיה כלכלית נוספת בהסדרי החוב היא פערי מידע או אינפורמציה אסימטרית (Information asymmetry) בין השחקנים בשוק. בזמן הנפקת אג"ח, חברות הדירוג אמורות לגשר על פערי המידע, אך רבות נכתב על הכשל של חברות הדירוג במשבר הסאבפריים (Harper, 2011). פערי מידע ממשיכים להתקיים בעוצמה לא פחותה בזמן המשא ומתן להסדר חוב, כאשר לנושים אין מידע מהימן ומלא על אודות המצב העסקי של החברה.

הספרות בתחום הביטוח הציעה פתרונות לבעיות בתחום מידע אסימטרי וסיכון מוסרי: כיסוי חלקי במקרה של אירוע ביטוחי, קרי השתתפות עצמית של המבוטח; ביקורת ומעקב אחר המבוטח כדי שינקוט באמצעי זהירות; ומנגנונים המגשרים על מידע אסימטרי בין הצדדים (Shavell, 1979a). חלק מהפתרונות הללו ישימים במידה זו או אחרת לשוק האשראי.

הסדרי החוב משפיעים על התנהלות השוק הן מצד הביקוש הן מצד ההיצע. מצד הביקוש (הלווים במשק), הסדרי החוב משפיעים על התמריצים של בעלי המניות במישור ניהול החברה והחזר חובות. שוק עם מוסר תשלומים נמוך, המאפשר לשמוט חלק מהחובות, מעוות את מערך התמריצים של מנהלי החברות ומעודדם לקחת סיכונים מופרזים, כלומר גורם לסיכון מוסרי הפוגע בתמריץ החברות לשקידה נאותה ולא-נטילת סיכונים מופרזים עם תוחלת תועלת שלילית.

¹⁶ www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7388.pdf

מצד ההיצע (נותני האשראי), הסדרי החוב משפיעים על מתן אשראי ופרמיית הסיכון. תדירות הסדרי החוב ותוצאותיהם משפיעות על פעולות הביקורת והמעקב שנותני האשראי צריכים לבצע כדי לדאוג להחזר האשראי. בעיה נוספת שמתעוררת בהסדרי חוב היא בעיית הסוכן (Principal-Agent Problem). חלק ניכר מנותני האשראי במשק הם הגופים המוסדיים המנהלים בנאמנות את כספי הפנסיה של העמיתים שלהם. מכשירים פנסיוניים רבים בישראל הם מסוג משתתפים ברווחים (defined contribution), שבהם החוסכים נושאים בסיכונים ההשקעה. העמיתים הם שנושאים בתוצאות הסדרי החוב, אבל המשא ומתן מתנהל על ידי "הסוכנים" – הגופים המוסדיים. במבנה השוק הקיים, לגופים המוסדיים אין לכאורה מערך תמריצים מלא שפותר את בעיית הסוכן, משום שדמי ניהול שמקבלים הגופים המוסדיים כמעט שלא מושפעים מתוצאות הסדרי החוב. אמנם העמיתים של הגופים המוסדיים בוחנים תשואות שהם מקבלים, אך זה לא מונע את האפשרות, שבמצבים מסוימים משתלם לגוף המוסדי להסתכן בירידה קטנה בתשואות, אך לחסוך הוצאות ישירות ומידיות במשא ומתן להסדר חוב.

מערך תמריצים נכון (לכל השחקנים) מפחית עלויות גיוס וגישה להון, ומיטיב עם כלל המשק (Longhofer & Carlstrom, 1995; Berkowitz & White, 2004). בהקשר של הסדרי החוב, מתודולוגיה טובה היא לחלק את התמריצים של השחקנים לאקס-אנטה – בזמן מתן אשראי וטרם ביצוע הסדר חוב, ואקס-פוסט – לאחר שהחברה אינה מסוגלת לעמוד בלוח התשלומים (Marinč, 2012).

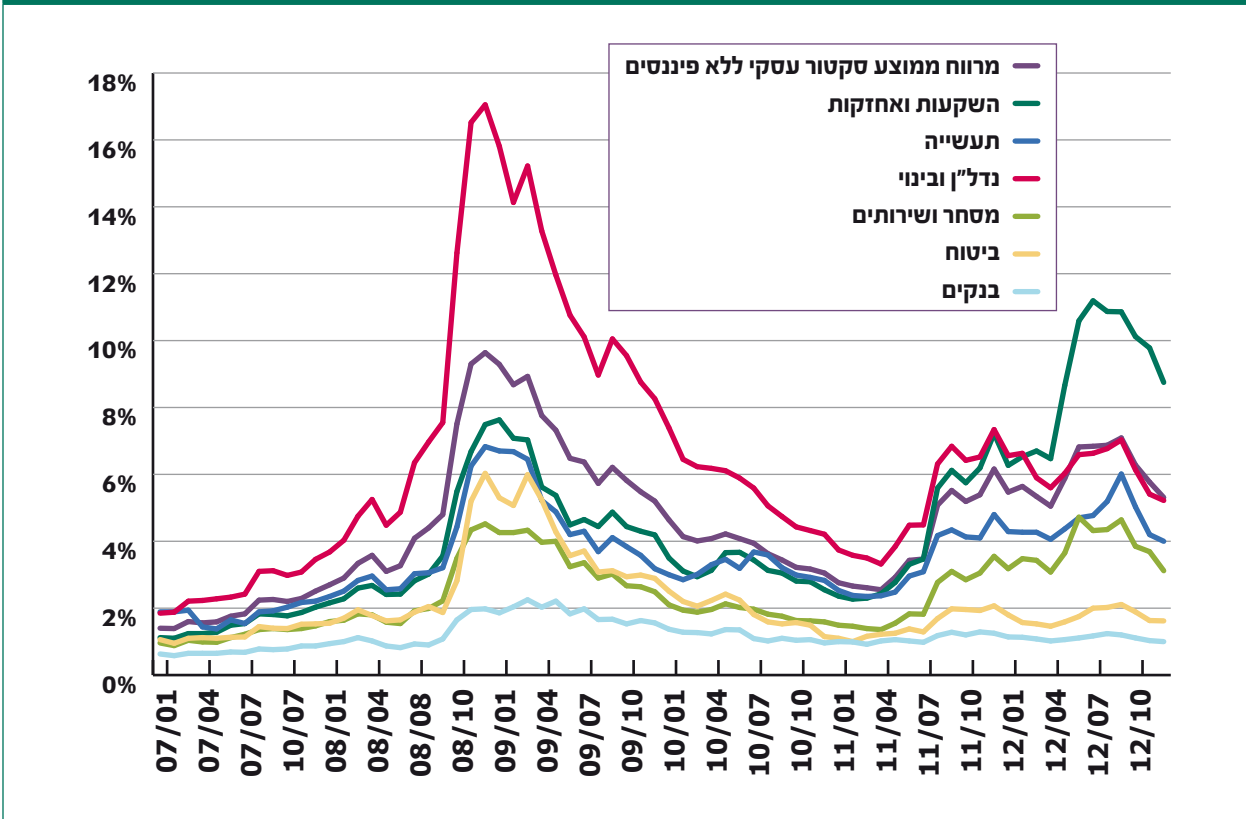
3.1 השפעות אקס אנטה (ex ante)

אקס אנטה, ההסדרה צריכה למנוע סיכון מוסרי המוביל לנטילת סיכונים מופרזים והיעדר שקידה נאותה (due diligence). פרט לכך הליך חדלות פירעון בכלל, והסדרי החוב בפרט, צריכים למזער את עלות גיוס האשראי באמצעות מתן הגנות מתאימות למלווים.

חברות המנפיקות אג"ח משלמות פרמיית סיכון, הנגזרת ממאפייני החברה המנפיקה וממאפייני הסביבה העסקית שבה היא פועלת. השוק הישראלי עלול להידרדר למצב שבו ניהול רשלני וכושל ייחשב כסיכון עסקי "רגיל", וכל החברות המנפיקות אג"ח יצטרכו לשלם פרמיית סיכון גבוהה יותר. יעילות ההליך של הסדרי החוב ותוצאותיו משפיעה על הערכת סיכון בשוק אג"ח חברות, והערכת סיכון השוק משפיעה על מרווחי הריביות שנדרשות לשלם החברות המגייסות כסף על ידי הנפקות אג"ח. ההשפעה יכולה להיות שלילית ולייקר את האשראי, ומנגד להיות חיובית ולהוזיל אשראי לכל החברות במשק. רפורמה מוצלחת בהליך חדלות פירעון, שנערכה בברזיל בשנת 2005, הורידה את עלויות האשראי במשק הברזילאי והגדילה אשראי לטווח ארוך ולטווח קצר (Araujo, Ferreira & Funchal, 2011).

אקס אנטה, חשוב למנוע שימוש בהסדר חוב כאמצעי להפחתת נטל החובות. במילים אחרות, במצב לא יעיל אקס אנטה הוא ביצוע הסדר חוב "אסטרטגי", שמטרתו להקל על נטל חובות החברה. מחקרים אמפיריים תומכים במובהק בטענה, שקלות יתרה בשמיטת חלק מהחובות מייקרת את האשראי ופוגעת בתמריצי החברות לנהוג בזהירות. מחקר על רפורמת חדלות פירעון באיטליה בשנים 2005–2006 תומך בטענה זו (Rodano, Serrano-Velarde & Tarantino, 2011). מחקר אחר מצא כי פשיטות רגל בענף מסוים (ענף התעופה) פוגעות בערך החוב בכל הענף, ומייקרות אשראי לכל החברות בענף (Benmelech & Bergman, 2011). תרשים 4 להלן מראה שמרווחי האשראי עלו יותר מהמוצע בענפים שבהם החברות נוטות לבצע הסדרי חוב (ענפים ממונפים), ככל הנראה כתוצאה (בין היתר) של תופעת "ההדבקה", כלומר השוק מתקשה להבדיל בין החברות בענף.

תרשים 4: מרווח התשואות בין אג"ח חברות לאג"ח ממשלתיות צמודות למדד לפי ענפים (אחודים, ממוצע חודשי), 2010-2007



מקור: בנק ישראל, 2013.

מתרשים 4 עולה כי המרווח בין אג"ח חברות לאג"ח ממשלתיות בישראל היה כאחוז בלבד בשנת 2006, לעומת כחמישה אחוזים בסוף 2012 (דוח בנק ישראל, 2012). נוכח ממצאי המחקרים בנושא, סביר שחלק מהעלייה במרווחי התשואות נזקפת לחובת הסדרי החוב הפוקדים את המשק הישראלי. רוב החברות שביצעו הסדרי חוב היו מענפים יותר ממונפים, כמו נדל"ן, בינוי והשקעות ואחזקות, ומרווח התשואות על האג"ח של אותם ענפים עלה אף הוא מעל הממוצע. מרווחי התשואות הגיעו לשיא כאשר המשבר היה בשיאו וטרם שהחל גל הסדרי החוב במשק. מרווחים אלה מגלמים את ציפיות השוק, בין היתר ציפיות לחדלות פירעון והסדר חוב.

במקרה קיצון, ריבוי הסדרי החוב בשילוב עם אינפורמציה אסימטרית בין לווים למלווים עלולים לגרום לכשל המכונה "שוק הלימונים" (Akerlof, 1970). הסדרי חוב רבים מטילים עלויות על המלווים, שכאמור ידרשו פיצוי על הסיכון בדמות פרמיית סיכון גבוהה יותר. חלק מהחברות לא יעמדו בפרמיות הגבוהות, ולא יגייסו אשראי בישראל או יצאו מהשוק. חברות שיוכלו לעמוד בפרמיות הסיכון הגבוהות יידרשו להיכנס לפעולות יותר מסוכנות. דבר זה יעלה את הסיכון של החברות, והמלווים ידרשו בתורם פיצוי עוד יותר גבוהה וחוזר חלילה.

ההשפעה של משטר חדלות פירעון אינה מסתכמת רק בעלות האשראי. משטרים ידידותיים לנושים (creditor-friendly) מעניקים תמריצים למנהלי חברות אקס-אנטה. Povel (1999) טוען שמנהלים המודעים לאיום החלפתם במקרה של חדלות פירעון (או הסדר חוב) מתמרצים לנקוט שקידה נאותה, ולא להיכנס לפרויקטים מסוכנים מדי. Bebchuk (2002) מראה שמנהלים מעדיפים פרויקטים פחות מסוכנים כאשר משטר חדלות הפירעון ידידותי לנושים. חלק מהמסקנות חשובות במיוחד – ניתוח של הלווים מוכיח שכאשר מנהלים מביאים בחשבון שהם ישאו בתוצאות של התנהלות כושלת (יוחלפו), הם נוקטים משנה זהירות ולא נכנסים לפרויקטים לא כלכליים ומסוכנים. מצד המלווים, אם הם צופים החזר גבוה מספיק במקרה של חדלות פירעון, הם ידרשו מלכתחילה ריבית נמוכה יותר, וזה יגרום אקס אנטה למנהלים להעדיף פרויקטים פחות מסוכנים.

אקס אנטה, ניתן לפתור חלקית את הבעיות של שוק האשראי באמצעות מנגנונים שיגשרו על מידע אסימטרי. בין המנגנונים האפשריים: חובת גילוי מוגברת של הלווים, ודרישת שקיפות מחמירה. שיפורים בממשל התאגידי, ומעורבות יותר פעילה של המלווים בניהול שוטף של החברה, יפתרו חלקית את הבעיה. בנוסף, הטלת "השתתפות עצמית" על ההנהלה ועל בעלי השליטה, כך שיהיה חשופים לאיום אמין שיוחלפו באירוע של הסדר חוב, תשפר את התמריצים של החברות.

3.2 השפעות אקס פוסט (ex post)

אקס פוסט, לאחר שהחברה הלווה כבר אינה מסוגלת לשרת את החוב, מתרחשת הקצאה מחדש של נכסי החברה, וחשוב שהקצאה זו תיעשה ביעילות מרבית. הליך חדלות הפירעון צריך להיות קצר וזול ככל הניתן לכל השחקנים. אירוע חדלות הפירעון מסייע לנפות חברות לא טובות או לא יעילות, ולאפשר להן לצאת מהשוק (קרי לא לבצע בחברות כאלה הסדר חוב). חברות שמוצדק כלכלית שישארו בשוק, צריכות להתייעל כתוצאה מהסדר החוב. מטרה נוספת היא להבטיח תמריצים נכונים למשתתפים במשא ומתן להסדר חוב, באופן שהסדר החוב יבטיח, מצד אחד, החזר גבוה ככל הניתן של החוב, ומצד אחר, יבטיח תפעולית את החברה.

דא עקא שמערכת היחסים בין הגופים המוסדיים לעמיתיהם סובלת מבעיית הסוכן, כיוון שהמוסדיים מנהלים בנאמנות את כספי העמיתים, כלומר קיימת הפרדה בין בעלות על החוב לניהולו (Grossman & Hart, 1983). בגלל בעיית הסוכן, הגופים המוסדיים נטולים תמריצים ברורים לפעול לגיבוש הסדר חוב מקיף – המתמודד עם שלל הבעיות של החברה ומייעל אותה תפעולית – ונוטים לגבש הסדר חוב פיננסי בלבד, שבהגדרה הוא יותר פשוט. אחד הפתרונות לבעיית הסוכן הוא להטיל על הגופים המוסדיים חובת דיווח לעמיתיהם על פעולותיהם בהסדר החוב, או אף לפני ההסדר עצמו, כאשר הגופים המוסדיים מוכרים חוב במצוקה ומקבעים את ההפסד של העמיתים (Shavell, 1979b).

לאחר אירוע של חדלות פירעון, עדיף לנושים לשתף פעולה ולתאם צעדים נגד החברה. בפועל, מצב של חדלות פירעון דומה לבעיה הידועה בתורת המשחקים כ"דילמת האסיר" (Poundstone & Metropolis, 1992). כבר צוין כי בהסדרי חוב משתתפים שחקנים עם אינטרסים שונים ומנוגדים. שני סוגי נושים הם בעלי אינטרסים שונים במיוחד – הנושים המובטחים לעומת הנושים הלא מובטחים. בהתאם לדילמת אסיר בצורתה הקלאסית, לכל נושה כדאי לפעול בהקדם האפשרי כדי לגבות את החוב, אף שאם כל הנושים יתאמו מהלכים מצבם יהיה טוב יותר. סיבוך נוסף הוא שנושים מסוגים שונים מעוניינים בפתרונות שונים. חלק מהנושים מעדיפים השתלטות על החברה, בציפייה להשביח אותה לאחר ההשתלטות, מכיוון שיש להם ניסיון מיוחד בהשבחה וניהול חברות. נושים אלה לא יהיו מעוניינים בהסדר חוב אלא דווקא בחדלות פירעון, במטרה לרכוש בזול את השליטה. לעומת זאת נושים אחרים מעדיפים הסדר עם החברה וקבלת חלק

מהחוב בוודאות גבוהה, במקום תהליך ארוך טווח של ניהול החברה והשבחתה. פתרון משפטי מקובל בהליכי חדלות פירעון הוא הקפאת הליכים. ניתן לפתוח בהליך נגד החברה בהקפאת הליכים רק באישור בית המשפט.

ככלל, להסדרי חוב יש פוטנציאל לשפר את ביצועי השוק, כלומר את מצב החברות ומצב הלווים במשק. מטרה זו מושגת בכמה דרכים: חברות שנקלעו לחדלות פירעון, ואין הצדקה כלכלית בהמשך קיומן, צריכות לצאת מהשוק (Melitz, 2003); אם מוצדק להשאיר את החברה בשוק, ניתן למכור אותה כעסק חי לצד שלישי, ולחלק את תמורת המכירה בין הנושים; או לחלופין, הנושים יכולים לקבל חלק מהבעלות בחברה כתחליף לתשלום החוב, ואז יהיו זכאים לרווחיה באופן ישיר. סיכון החלפת הנהלה והשליטה משמש אמצעי בקרה להבטחת איכות הנהלה והשליטה. אפשרות אחרת היא לבצע הסדר חוב עם בעל השליטה. הסדר זה אינו מובן מאליו, שכן משמעותו היא להפקיד את מושכות החברה בידי מי שנכשל בעבר. הסדרי חוב עלולים לפגוע בביצועי השוק במקום לשפר אותם. האפשרות שהסדר החוב יתבצע עם בעל השליטה, ללא שינויים נחוצים בחברה, עלול להנציח את חוסר היעילות בשוק ולפגוע בביצועיו. כאמור, דוח הביניים של ועדת הריכוזיות הצביע על חוסר היעילות השוררת בקבוצות העסקיות בישראל. מלבד הקבוצות העסקיות, לא יהיה מופרך להניח כי הביצועים של רבות מהחברות במשק טעון שיפור, והסדרי החוב אינם אלא סימן לכך. בין הדוגמאות להתנהלות פנימית כושלת של החברות במשק אפשר לציין נטילת סיכונים מופרזים וכניסה לפרויקטים מסוכנים; מדיניות תגמול מנותקת מביצוע החברה ומצבה; מדיניות חלוקת דיבידנדים שפוגעת באיתנות פיננסית ועוד. במקרים אלה גלגול התוצאות הכושלות לפתחם של הנושים, באמצעות הסדר חוב, משדר מסר לקוי לכלל השוק ומגביר את הסיכון המוסרי (Garrido, 2012). כאשר השליטה בחברה אינה עוברת לידיים אחרות, והנהלה נותרת אף היא בידי הגורמים שדרדדו את מצב החברה, הסיכוי שהחברה תעבור בהצלחה את הליכי התייעלות הוא נמוך. לפיכך אקס פוסט המלווים אמורים לדאוג לכך שהחברה תתמודד עם הבעיות שגרמו לה לבקש הסדר חוב, ולהבטיח ככל הניתן שהחברה לא תצטרך לבקש הסדר חוב נוסף. מצופה שכוחות השוק יפעלו להחלפת הנהלות כושלות, במיוחד לאחר תהליך של הסדר חוב, המשמש תמרור אזהרה לחברה. ניתן לראות בהחלפת בעלי מניות או הנהלה מעין "השתתפות עצמית". אם מנגנון זה מפסיק לתפקד, אזי ביצוע השוק כולו עשויים להיפגע (Rodano, Serrano-Velarde & Tarantino, 2011). ריבוי מקרים של הסדרי חוב בקרב הקבוצות המובילות במשק עלול להפוך לנורמה כללית בשוק, ולהשפיע לרעה על מוסר התשלומים של יתר החברות (דוח בנק ישראל, 2011). לכאורה, חלק מההסדרים שנעשו בישראל שידרו את המסר, שהשוק אינו גורם להפנמת טעויות של בעלי המניות והמנהלים במשק – כלומר מתן פטור מתביעות¹⁷, והשאר הנהלת החברה במקומה תוך השמטת חלק ניכר מהחוב ללא מתן פיצוי הולם לנושים. עם זאת בשנים 2012–2013 חל מפנה מסוים, וקביעה זו פחות נכונה מאז. ככל הנראה, שינוי באווירה הציבורית-התקשורתית השפיע על התנהלות הנושים, לצד מעורבות של קרנות השקעה זרות שהביאו אתן שיטות התמודדות חדשות עם התופעה, שיטות שהיו פחות מוכרות במשק הישראלי. הנושים הפכו להיות פחות סלחניים לאי-החזר חובות, ונוצרו תקדימים של אבדן שליטה ופעילות אקטיבית של הנושים נגד בעלי השליטה. ואולם לא בכל התרחישים החלפת השליטה או הנהלת החברה משרתת את האינטרסים של הנושים. בהחלט יש מקרים שבהם מוצדק לא להעביר שליטה או לא להחליף הנהלה. בין השיקולים שמצדיקים אי-החלפת השליטה היא מוכנות בעל

¹⁷ משמעות המושג "פטור מתביעות" הוא הסכמה חוזית של נושי החברה לוותר על תביעות עתידיות כנגד בעלי המניות והנהלת החברה ביחס להתנהלות החברה עובר לביצוע הסדר חוב. דוגמה לכך הוא הסדר החוב בדלק נדל"ן בשנת 2012. לדוגמה של תניית פטור מתביעות בהסדר החוב בחברת דלק נדל"ן, ראו <http://mayafiles.tase.co.il/RPdf/763001-764000/P763150-00.pdf>.

השליטה להזרים הון לחברה ממקורות פרטיים (להביא כסף "מהבית") אף על פי שאינו מחויב בדין לעשות זאת. מקרים נוספים המצדיקים הסדר חוב עם החברה הם כאשר לבעל השליטה או להנהלה יש מומחיות מיוחדת בתחום בו פועלת החברה, וספק אם הנהלה חדשה תהיה מוצלחת יותר. מכל מקום, הנהלה חדשה זקוקה לתקופת לימוד, ושילוב של חלק מהנהלה קודמת יכול לסייע בארגון מחדש (Ayotte, 2007).

4. מודלים בעולם ובישראל לגיבוש הסדר חוב

4.1 גישות כלליות

המדיניות בעניין הסדרי חוב וולונטריים מחוץ לבית המשפט, או הליכים היברידיים,¹⁸ שונה ממדינה למדינה בשורה של מאפיינים. הרלוונטיים לסקירה זו הם מידת ההתערבות במשא ומתן, הזכויות המוענקות לחברה המבקשת הסדר חוב, ואפשרויות הכפיה של הסדר חוב על נושים מתנגדים (Claessens, 2005). ארצות הברית למשל דוגלת באי-התערבות כלשהי במשא ומתן להסדר, אך אוסרת לכפות את ההסכמות שהושגו על נושים שבחרו לא ליטול חלק במשא ומתן להסדר החוב. מדינות אחרות, כמו אנגליה או יפן, כופות על חברות בקשיים להיעזר במתווכים (או מומחים לחדלות פירעון); וצרפת מאלצת לאשרר בבתי המשפט את ההסכמות של הסדר החוב.

אפשרות נוספת היא להכווין את הליכי ההסדר באמצעות מסגרת בלתי פורמלית לניהול ההליך. המשבר הפיננסי האסיאתי של 1997, והמלצות של IMF והבנק העולמי, גרמו למדינות שנפגעו לקדם מדיניות של הסדרי חוב עם הנושים באמצעות מסגרות בלתי פורמליות. כך עשו קוריאה,¹⁹ תאילנד,²⁰ הונג קונג²¹ ויפן, רובן כלכלות מפותחות (Laryea, 2010).

4.1.1 גישת לונדון – The London Approach

גישת לונדון היא מסגרת לא פורמלית, גמישה ודינמית, שהתפתחה בעקבות יוזמה של הבנק המרכזי האנגלי בשנות השבעים כדי לסייע לחברות בקשיים ולגופים פיננסיים. הגישה מתווה מסגרת כללית לניהול משא ומתן בין החברה בקשיים לבין הנושים, ומציעה פתרונות לבעיות של שיתופי פעולה וניגודי עניינים בין הנושים מחוץ לבית המשפט (Laryea, 2010).

מטרות הגישה הן סיוע לחברות במצוקה, הראויות להמשיך להתקיים כעסק חי, וצמצום הפסדי הנושים. נקודת המוצא בגישת לונדון היא שיתוף פעולה וולונטרי בין כל הנושים, בנקים וגופים פיננסיים אחרים, וקבלת החלטות לגבי עתידה של החברה על בסיס מידע אמין הנגיש לכל הצדדים בהסדר. מידע זה מניח בפני הנושים תשתית של מצב החברה, ומנחה אם וכיצד יש לסייע לה מבחינה פיננסית או תפעולית. עקרונות נוספים בגישה זו הם אלה:

- הסדר חוב: העדפה של הסדר חוב מחוץ לבית משפט (מול חלופת הפירוק).

¹⁸ הליכים היברידיים משלבים סממנים עם משא ומתן וולונטרי עם התערבות מסוימת של רגולציה או הכוונה אחרת. ההליך המקובל בישראל נכנס להגדרה של הליך היברידי. לדיון מפורט ראו Garrido, 2012.

¹⁹ Agreement among Financial Institutions for Corporate Restructuring.

²⁰ Framework for Corporate Restructuring, ראו www.bot.or.th/English/AboutBOT/related/CDRAC/privilege_list/Pages/BangkokFrameWork.aspx.

²¹ Hong Kong Approach to Corporate Difficulties משנת 1998, ראו www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/reference-materials/banking/fa03.pdf.

- תקופת "הקפאה": הסכמתם של הנושים העיקריים לתקופת "הקפאה" (standstill period), בה יימנעו מנקיטת הליכים נגד החברה וישאירו את קווי האשראי של החברה פתוחים.
 - מידע: בתקופת ההקפאה נאסף מידע על החברה על ידי מומחים בלתי תלויים, על מנת לאפשר הערכה משותפת לגבי יכולתה של החברה להתקיים בטווח הארוך.
 - שיתוף פעולה: הבנקים צריכים לשתף פעולה ולהחליט ביחד אם להמשיך לתמוך בחברה ובאיזו דרך. לצורך ניהול המשא ומתן מתמנה נציגות הנושים וכן יו"ר הנציגות (שהוא בדרך כלל הנושה הגדול).
 - תוכנית עסקית והזרמה של כסף חדש: לאחר גיבוש תוכנית עסקית, על כל הנושים לתמוך בחברה, החייבת בחלוקה שוויונית של החובות (pari passu).
- לצד היתרונות הרבים של גישת לונדון, היא אינה חפה מחסרונות, ובראשם הצורך להגיע להסכמה מלאה בין כל הנושים. כאשר מספר הגופים הפיננסיים מצומצם (בנקים) – הדבר אפשרי, אך ככל שמדובר בבעלי אג"ח עם אינטרסים מנוגדים, האפשרות להגיע להסכמה פה אחד מצטיירת כלא ישימה.

4.1.2 שמונת העקרונות של ארגון INSOL²²

מקור הצלחתה של גישת לונדון הוא יכולתה להתאים את עצמה למגוון רחב של מצבים ונסיבות. גישת לונדון היוותה השראה לארגון INSOL בגיבוש עקרונות מנחים (Laryea, 2010), שהוכיחו את עצמם כשיטות הטובות ביותר לניהול הסדרי חוב (best practices) מחוץ לבית המשפט בהליך היברידי, המערב את בית המשפט אך מתנהל בהסכמת הצדדים. להלן העקרונות המנחים:²³

העיקרון הראשון: כאשר חברה נקלעת לקשיים, על נושי החברה להיות מוכנים לשתף פעולה ביניהם כדי להעניק פסק זמן מספיק אך מוגבל לחברה (standstill period, תקופת הקפאה), במטרה לקבל מידע על אודות מצב החברה, לנתח אותו ולהעריך את החלופות העומדות בפני הנושים.

העיקרון השני: בתקופת ההקפאה כל הנושים הרלוונטיים נמנעים מנקיטת צעדים לאכיפת זכויותיהם ביחס לחברה או להקטנת את חשיפתם לחברה, אבל הם זכאים לצפות כי בתקופת ההקפאה מצבם יחסית לשאר הנושים לא יושפע לרעה.

העיקרון השלישי: בתקופת ההקפאה אסור לחברה לבצע פעולה כלשהי, העלולה להשפיע לרעה על יכולת החזר של החברה יחסית למצב טרם תקופת ההקפאה.

העיקרון הרביעי: האינטרסים של הנושים הרלוונטיים נשמרים באופן מיטבי על ידי שיתוף פעולה ביניהם ביחס לחברה במצוקה. מינוי ועדת נציגות הנושים, או כמה ועדות, יסייע לשיתוף הפעולה בין הנושים, כמו גם מינוי מומחים מקצועיים שילוו ויעצו לנציגויות, ובמצבים מתאימים ייעצו לנושים הרלוונטיים הנוטלים חלק בתהליך.

²² International Association of Restructuring, Insolvency and Bankruptcy Professionals . פדרציה בינלאומית שמאחדת איגודים מקצועיים המתמחים בחדלות פירעון ופשיטות רגל ומונה יותר מ-9,000 מומחים בתחום. למידע נוסף על אודות הארגון ראו www.insol.org/page/1/insol-international

²³ התרגום לעברית של שמונת העקרונות הוא תרגום חופשי ובלתי מחייב. לנוסח המקורי של העקרונות ראו <http://www.ifecom.cjf.gob.mx/PDF%5Carticulo%5C4.pdf>

העיקרון החמישי: בתקופת ההקפאה החברה צריכה לספק (לאפשר) לנושים או למומחיהם גישה סבירה וחופשית לכל המידע הרלוונטי על אודות הנכסים, ההתחייבויות, המצב העסקי והתוכניות של החברה, כדי לאפשר לנושים הערכה הולמת של מצבה הפיננסי והאפשרויות העומדות בפניהם.

העיקרון השישי: הצעות לתיקון קשיי החברה והסדרים בין הנושים צריכים להתאים לחוק הקיים ולשקף את המצב היחסי של הנושים ערב תקופת ההקפאה.

העיקרון השביעי: המידע שהתקבל בתהליך הערכת המצב העסקי של החברה, וכמו כן ההצעות להסדר, צריכים להיות נגישים לכל הנושים הרלוונטיים ואמורים להישמר בסוד, אלא אם פורסמו בציבור.

העיקרון השמיני: החזר חובות על הזרמת כספים שהתקבלו בתקופת ההקפאה צריך להיות בסדר עדיפויות גבוה יותר ביחס ליתר החובות, ככל שהדבר אפשרי.

מומחים העוסקים בהסדרי חוב אימצו את העקרונות לעיל, כך שכעת העקרונות משקפים את הנורמות של אופן גיבוש הסדרי חוב בהליכים וולונטריים או היברידיים במדינות רבות בעולם (Garrido, 2012). שמונת העקרונות עשויים לתת מענה מסוים לחלק מהבעיות כלכליות שנסקרו בפרק 3, כמו למשל מידע אסימטרי ודילמת האסיר. אף גשישת לונדון בצורתה המקורית כמעט שאינה מיושמת בעולם, המסגרת הכללית שהיא מתווה, ביחד עם עקרונות ה-INSOL, אומצו בהרבה מדינות, במיוחד מדינות אסיה. תאילנד, אינדונזיה, קוריאה הדרומית ומלזיה אימצו "מסגרות" של עקרונות מנחים (frameworks) המבוססות על שמונת העקרונות של INSOL, לצד צעדים יישומיים שהצדדים צריכים לבצע כדי להגיע להסדר חוב (Laryea, 2010).

4.2 המודלים בעולם

4.2.1 ארצות הברית

חברה אמריקנית המעוניינת לבצע הסדר חוב עומדת לפני שני מסלולים: האחד מחוץ לבית המשפט (Out-of-Court Restructuring) בהידברות עם נושים, ללא כל אפשרות לכפות עליהם תנאים חדשים ללא הסכמתם; והאחר בבית המשפט בהתאם לקוד פשיטת רגל (Bankruptcy Code), הקובע את הליכי חדלות הפירעון. פרק 7 (chapter 7, צ'פטר 7) לקוד פשיטת הרגל עוסק בפירוק (liquidation) החברות, ופרק 11 (chapter 11, צ'פטר 11) עוסק בארגון מחדש שלהן ובהסדר החוב.

הסדר חוב מחוץ לבית המשפט

הסדרי חוב מחוץ לבית המשפט נתונים למשא ומתן בין הצדדים ואינם מפקחים על ידי בית המשפט או רשות אחרת. המשא ומתן בין הצדדים וולונטרי לחלוטין; לא ניתן לכפות על נושה להשתתף במשא ומתן להסדר, ולא פחות חשוב – לא ניתן לשנות תנאי בהלוואה או באג"ח של הנושים שלא נטלו חלק במשא ומתן. שיקול זה הובא בחשבון בהרכב נציגות הנושים. אם מדובר בהלוואות בנקאיות, התוצאה צפויה למדי – כל הבנקים משתתפים בנציגות. מערך השיקולים של בעלי האג"ח מורכב יותר; בדרך כלל מורכבת נציגות של בעלי האג"ח גדולים, שאין לה מעמד רשמי כלשהו, להבדיל מנציגות המורכבת לפי צ'פטר 11. ואף שבאופן טכני נציג בעלי האג"ח הוא נאמן האג"ח, למעשה תפקידו פסיבי מאוד (Moyer, 2005).

לאחר הצטרפות לנציגות, כל חבר חותם על הסכם סודיות המגביל אותו במכירה וקניה של ניירות ערך החברה בעתיד. הפרת ההסכם יכולה לגרום לביטול העסקה ולתביעות משפטיות (James, 1996).

יישום ההסכם תלוי בסוג הנושים שאתם נערך משא ומתן. אישור ההסכם בין הבנקים לחברה הוא עניין לא מורכב, הנעשה על ידי חתימה על הסכמי הלוואות חדשים. לעומת זאת נציגות בעלי האג"ח מוסמכת להסכים רק ביחס לחוב שיוצג על ידה, אף שהנושים המיוצגים בנציגות אינם מעוניינים שרק הם יישאו בנטל ההסדר. על מנת לדרבן את כל הנושים להשתתף בהסכמות, מקובל שהנפקת חוב חדש תיעשה בהתאם למנגנונים הקבועים ב-Exchange Act (formal exchange) או (tender offer) (Gilson, 1991).

סוגיה זו מובילה למכשול העיקרי בדרך להסדרי חוב מחוץ לבית המשפט, כלומר בעיית הסחטן (holdout problem) – שהיא גרסה של דילמת אסיר – הנוצרת משום שנציגות הנושים חסרת כל סמכות לכפות הסדר חוב על הנושים שלא היו בנציגות. על פניו, נושים שאינם משתתפים בנציגות אינם מוותרים על הזכויות שלהם ומצבם טוב יותר. בפועל, אם כולם לא ישתתפו בהסדר החוב, מצבם של כל הנושים יהיה גרוע יותר. לנושה בודד כדאי להיות "סחטן" ולא לשבת בנציגות, אבל אם כולם ינהגו כך, הסדר החוב לא ייצא אל הפועל. עם זאת ישנם אילוצים חיצוניים המסייעים לפתור חלקית את הבעיה. רוב השחקנים בתעשייה של חוב במצוקה הם שחקנים חוזרים, הפועלים בסביבה עסקית קטנה, היודעת להעניש שחקנים סחטניים. בנוסף, אפשר לשנות מסלול לכיוון צ'פטר 11 שתנאיו סוכמו מראש (prepackaged), ושם להשתמש באמצעים רחבים לכפות הסדר על הסחטן. מנגנון נוסף הוא הצעה לציבור מחזיקי האג"ח להחליף סדרה בתנאים חדשים (exchange offer), הצעה שיכולה להתקבל רק כאשר 90% ממחזיקי האג"ח ייענו לה (Moyer, 2005).

הסדרי חוב מחוץ לבית המשפט מציעים חלופה טובה, אבל היא אינה ישימה בכל המקרים. בפועל, פחות מ-10% מהחברות במצוקה משתמשות בהסדר מחוץ לבית המשפט, ולחלופה של צ'פטר 11 יתרונות רבים על פני חלופה זו.

צ'פטר 11²⁴

צ'פטר 11 הוא הכלי המרכזי לארגון מחדש של חברות במצוקה, והשפעתו ניכרת גם מחוץ לגבולות ארצות הברית. ההסדר מושתת על ארגון מחדש של עסקים כושלים, כך שלאחר תהליך ההבראה יוכלו עסקים אלה לקום מחדש על רגליהם ולחזור לדרך המלך, ללא גיבנת של התחייבויות עודפות. העקרונות של צ'פטר 11 שימשו השראה גם למדינות מחוץ לארצות הברית, שניסו ליישם (Westbrook, 2000).

במרוצת השנים קנה לו צ'פטר 11 חסידים ומתנגדים רבים. קצרה היריעה מלהכיל את כל הטענות בעד או נגד, אך בראשי פרקים אפשר לומר שהמתנגדים להליך גורסים ששיעורי ההצלחה שלו נמוכים מאוד (Jensen-Conklin, 1992), שעלויותיו האדמיניסטרטיביות גבוהות ולא מוצדקות (Lubben, 2000), שהוא פותח פתח לסחבת ולעיכובים ואינו יעיל (Adler, 1991; White, 1995), ושאינו מתאים למציאות הכלכלית המודרנית (Lipson, 2009). מנגד טוענים המצדדים שההליך מספק תבנית טובה ויעילה להבראת חברות בקשיים (Warren & Westbrook, 2009), שהוא משפר את שיעורי החזר ללווים (לעומת הליך הפירוק) (Bris, Welch & Zhu, 2006), ושיעורי ההצלחה שלו טובים למדי (Warren & Westbrook, 1999).

משמעות בקשה לפי צ'פטר 11 היא הגנה מנושים (הקפאה), והמשך פעילות תחת ההנהלה הקיימת (debtor in possession). ברוב המקרים של המקרים, חברה שאינה מסוגלת לשרת את החוב יוזמת את ההליך באמצעות המצאת

²⁴ הסקירה של צ'פטר 11 מבוססת בעיקר על ספרו של Moyer (2005).

בקשה לבית המשפט.²⁵ במקרים נדירים, יותר משלושה נושים רשאים להגיש בקשה מטעמם,²⁶ שכנראה תיתקל בבקשת תגובת של החברה, וההליך ינוהל באחריותה. מרגע המצאת בקשה לפי צ'פטר 11, נחצה "הרוביקון" מבחינת התחייבויות החברה, שהתגבשו לפני המצאת הבקשה, ואלה הופכות נחותות להתחייבויות שהתגבשו אחריה. אחרי המצאת הבקשה מוקצה לחברה פרק זמן של 120 יום, שבמהלכם יש לה זכות בלעדית לגבש תוכנית ארגון מחדש (Plan of Reorganization)²⁷ (להלן: "תוכנית ארגון מחדש" או "התוכנית"). בית המשפט יכול להאריך את פרק הזמן (עד 20 חודשים), כל עוד הוא סבור שהחברה מתנהלת בתום לב ופועלת לגיבוש התוכנית. אם פרק הזמן חלף ללא הגשת התוכנית, צדדים אחרים ובראשם הנושים יכולים להציע תוכנית משלהם.

ההבדל בין המסלול של צ'פטר 11 לבין המסלול של צ'פטר 7 הוא במטרה הסופית שלהם. צ'פטר 7 מטפל בפירוק החברה על ידי נאמן, המתמנה על ידי בית המשפט ופועל מטעמו, ולעומת זאת צ'פטר 11 מנסה להבריא חברה בקשיים. הן מנהלי החברות הן הנושים מעדיפים לפעול לפי צ'פטר 11. המנהלים – משום שכלי זה שומר על מקום העבודה שלהם, והנושים – משום שערך הנכסים של חברה מתפקדת גבוה יותר מערכם בפירוק.

כאמור, גם לאחר המצאת הבקשה ממשיכה הנהלת החברה לנהל אותה. במבט ראשון זה נטול היגיון, כי אין סיבה שהנהלה שנכשלה תמשיך בניהול. אולם בפועל, הנהלת החברה עושה זאת במשטר הדומה לנאמנות, לטובת הנושים, וההנהלה רשאית לבצע רק פעולות שהן חלק ממהלך העסקים הרגיל.²⁸ ובנוסף, מומחים לחדלות פירעון מטעם הנושים מצטרפים לחברה. מצב זה מייטיב עם הנושים במובן זה שהחברה ממשיכה לתפקד והאינטרסים שלהם נשמרים. כמו כן, הנושים רשאים לדרוש מינוי משקיף מטעמם (Examiner) שיפקח על ההנהלה.²⁹

בעקבות המצאת הבקשה, בעל התפקיד הרשמי (US Trustee), מקביל לתפקיד הכנ"ר הישראלי) ממנה נציגות נושים הנקראת Official Committee of Unsecured Creditors. להבדיל מהנציגות בהסדרי חוב מחוץ לבית המשפט, נציגות המוקמת לפי צ'פטר 11 היא נציגות רשמית בעלת מעמד סטטוטורי. היא מורכבת משבעה הנושים הלא מובטחים הגדולים ביותר, אבל ל-US Trustee יש שיקול דעת להרכיב נציגות בהרכב ובגודל שהוא מוצא לנכון. בתיקים גדולים במיוחד ניתן להרכיב כמה נציגויות, אך הנטייה היא לנציגות אחת כדי לחסוך בעלויות ולפשט את המשא ומתן. נושים מובטחים מקובצים לפי סוגי הבטוחות, ואינם נכנסים לנציגות עם הנושים הלא מובטחים.

בעלי מניות זכאים להשתתף בהליך, אף שלפי סדרי הנשייה, הם האחרונים בתור להיפרע ולהצביע על התוכנית לארגון מחדש.³⁰ במקרים שבהם צפויה להישאר יתרה לחלוקה, הם יקחו חלק בתהליך וירכיבו נציגות נפרדת, אבל במקרה טיפוסי בעלי מניות לא יזכו לקבל מאומה ובאופן אוטומטי יראו אותם כמתנגדים לתוכנית.

כאמור, חברה מקבלת 120 יום כדי לגבש תוכנית ארגון מחדש, במהלכם היא מנהלת משא ומתן עם הנושים לגיבוש תוכנית מוסכמת. התהליך יכול להיות קצר או ארוך, תלוי בגודל החברה, מורכבות המצב ומידת שיתוף הפעולה בין הנושים לבין החברה. קיימים שלושה סוגים של ניהול צ'פטר 11: prenegotiated – כאשר הנושים והחברה מגבשים תוכנית טרם

²⁵ voluntary petition, בהתאם ל-Bankruptcy Code §301.

²⁶ involuntary petition, בהתאם ל-Bankruptcy Code §303.

²⁷ Bankruptcy Code §1121(b).

²⁸ Bankruptcy Code §§363, 1108.

²⁹ Bankruptcy Code §1104 (a).

³⁰ Bankruptcy Code §101 (16).

הגשת הבקשה; prepackaged – כאשר הנושים והחברה מגבשים תוכנית, והנושים מצביעים בעדה טרם הגשת הבקשה. זהו מקרה הטוב ביותר, שמקנה ודאות גבוהה ופגיעה מינימלית בחברה; free-fall – כאשר אין כל הסכמה. במקרה זה התהליך יכול להימשך כמה שנים ועשוי להיות יקר, וככל הנראה ההנהלה תתחלף בסיום התהליך. אלה בשורות טובות עבור המשקיעים המאמינים כי ההנהלה הנוכחית נכשלה.

יעד ההליך הוא גיבוש תוכנית ארגון מחדש. מדובר במסמך משפטי מחייב המפרט את עתיד החברה, התחייבויותיה ונכסיה, וכיצד תתחלק עוגת ההתחייבויות והנכסים בין הנושים בסוף ההליך. ישנם שני חלקים אופרטיביים בתוכנית: הראשון מחלק את הנושים שנפגעו בעקבות ההסדר³¹ לסוגים נפרדים, על מנת לקבוע סדרי נשייה ולשם הצבעה עתידית בכל סוג נושים בנפרד. הכלל המנחה הוא זהות אינטרסים בין הנושים מאותו סוג; החלק השני בתוכנית מגדיר את הפיצוי המוצע לכל סוג. אפשר שנושים באותה רמת נשייה יקבלו פיצוי שונה זה מזה. למשל ספקים ונושים פיננסים מובטחים יכולים להיות באותה רמת נשייה, אבל ספקים יעדיפו פיצוי במזומן לעומת קרנות השקעה שיעדיפו מניות.

בנוסף, וכחלק מתהליך "שידול" הנושים³² – שהוא תהליך מוגדר בחוק המסדיר שכנוע של הנושים לאשר את התוכנית – מוגשת הצהרת גילוי (disclosure statement).³³ שני המסמכים יכולים להכיל מאות עמודים, ואישורם הוא שיאו של התהליך, כיוון שהחברה תפעל לפי התוכנית שהותוותה לאחר סיום ההסדר. הדגש בתוכנית ארגון מחדש הוא פיננסי.³⁴ הצהרת הגילוי משלימה את תוכנית הארגון מחדש ומספקת מידע המסביר מדוע מומלץ לאשר את התוכנית. הצהרת הגילוי מכילה בין היתר פירוט על החברה, הערכת שווי נכסיה, השפעת התוכנית על עתידה, שינויים בממשל התאגידי בחברה ותוכנית עסקית.³⁵ בית המשפט צריך לאשר את הצהרת הגילוי קודם שהיא נמסרת לנושים. הערכת שווי הנכסים בהצגת הגילוי עלולה לפגוע בסוגי נושים מסוימים, בעיקר בנושים הלא מובטחים. כאשר בית המשפט מאשר את ההצהרה, מתחיל הליך השידול של הנושים.

אישור התוכנית טעון הצבעה של כל נושים, בהתאם לחלוקתם בתוכנית הארגון מחדש. לאישור דרוש רוב קולות של שני שליש מהערך המיוצג בהצבעה, כלומר יותר מחצי מנושים המשתתפים בהצבעה מאותו סוג.³⁶ קוד פשיטת הרגל קובע דרישות שבית המשפט צריך לבחון קודם שהוא מאשר סופית את התוכנית, רובן דרישות פרודורליות. בנוסף ישנם ארבעה מבחנים מהותיים, המעניקים שיקול דעת לבית המשפט להתערב בהסדר:

- **Best interests of creditor test** – הסכום שיתקבל מפירוק החברה נמוך מהסכום שאותו סוג היה מקבל בפירוק החברה.
- **Good faith test** – התוכנית גובשה בתום לב.
- **Feasibility test** – התוכנית ישימה ולא תסתיים בפירוק או באירוע נוסף של חדלות פירעון.

³¹ impaired classes of creditors.

³² המונח האנגלי הוא Solicitation.

³³ Bankruptcy Code § 1125.

³⁴ ניתן לעיין בתוכנית הארגון מחדש בחברת Kodak, שהוגשה ב-18 ביוני 2013: www.kccllc.net/document/1210202/121020213061800000000024.pdf.

³⁵ חברת Kodak הגישה בסוף אפריל 2013 הצהרת גילוי שקדמה לתוכנית העסקית. ראו: www.kccllc.net/document/1210202/121020213043000000000033.pdf (סעיף 4 מתייחס לתוכנית העסקית החדשה).

³⁶ ההגדרה המקורית היא: two-thirds in amount and more than one-half in number of the allowed claims in the class.

▪ **Consent or cram-down** – נדרש שלפחות סוג אחד שנפגע יצביע בעדה, וניתן לכפות על היתר את התוכנית.

תנאי זה מגדיר תנאי פיצוי מינימליים לנושים שנפגעו בשל כפיית תנאי ההסדר.³⁷

בסיום הליך של צ'פטר 11 ואישור התוכנית החברה יכולה להמשיך מחדש, כאשר נטל החובות שרובץ עליה הוא זה שאושר בתוכנית הארגון מחדש ותו לא. היתרון של צ'פטר 11 הוא האפשרות לכפות את התוכנית גם על נושים שמתנגדים להסדר.

4.2.2 אנגליה

החוק האנגלי מסדיר חמישה הליכי חדלות פירעון: Administration; Company Voluntary Arrangement; Scheme of Arrangement; Receivership; Liquidation, Companies Act 2006 מטופל ב-Scheme of Arrangement. ההליך של Insolvency Act 1986 ו-Insolvency Rules 1986. שני ההליכים האחרונים עוסקים בפירוק וחלוקת יתרת הפירוק בין הנושים, ופחות רלוונטיים להסדרי חוב.

Company Voluntary Arrangement

הליך Company Voluntary Arrangement (CVA) הוא הליך לא פורמלי, שבמהלכו נחתם הסכם מחייב בין הנושים הלא מובטחים לבין חברה בקשיים, המסדיר את חובות החברה.³⁸ ניתן להשתמש בהליך זה כדי למנוע הליכים פורמליים, או בשילוב אתם.

דירקטורים של החברה, מפרק או מנהל מיוחד (administrator) יכולים להציע את ההסכם. טרם אישור ההסכם יבחן מומחה לחדלות פירעון את ההסכם המוצע וידווח לבית המשפט על הסיכוי של ה-CVA נוכח מצב החברה. אם המלצת המומחה חיובית, מתכנסת אספת הנושים הלא מובטחים לאישור ההסכם המוצע עם או בלי שינויים. הסדר חוב לא יכול לפגוע בזכויות הנושים המובטחים לממש את הבטוחות שלהם ללא הסכמתם, כלומר בכוח ההסכם לשנות זכויות של נושים הלא מובטחים בלבד. כדי לאשר הסכם, רוב בעלי המניות (יותר מחמישים אחוז) ושבעים וחמישה אחוז מהנושים צריכים להצביע בעדו. אם ההחלטות של הנושים ובעלי המניות נבדלות, החלטת הנושים היא הקובעת והצד שמתנגד יכול לפנות לבית המשפט.

חברות קטנות³⁹ זכאיות להקפאת הליכים בזמן הסדר חוב לתקופה שבין חודש לשלושה חודשים, כדי לתת למנהלים שהות לגבש תוכנית הבראה. חברות גדולות יותר יכולות לשלב הליך של administration, המאפשר הקפאת הליכים, עם הליך של CVA, והלכה למעשה לנהל משא ומתן להסדר תוך כדי הקפאת הליכים. עם זאת סוגים מסוימים של חברות, כמו חברות ביטוח ובנקים, הוחרגו ותקופת ההקפאה לא חלה עליהם (Goode & Goode, 2010).

Scheme of Arrangement

להבדיל מההליך הקודם, בהליך הקרוי Scheme of Arrangement בית המשפט הוא שמאשר הסדר או פשרה בין הנושים לבין החברה. גם בהליך זה אין הקפאת הליכים נגד החברה בהסדר, אבל אפשר לשלב הליכים פורמליים של חדלות פירעון,

³⁷ Bankruptcy Code §1129.

³⁸ לחוק המסדיר את ההליך ראו www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45/part/1.

³⁹ חברה העומדת בשניים מתוך שלושת התנאים הקבועים בחוק מוגדרת כחברה קטנה, הזכאית להקפאת הליכים. התנאים מתייחסים למספר עובדים, למחזור ולמאזן החברה.

הכוללים הקפאה. ההליך מופיע בפרק 26, סעיפים 895–901, של חוק החברות האנגלי (Companies Act 2006),⁴⁰ ובקווים כללים הוא מזכיר את הפרק השלישי, סימן א, של חוק החברות הישראלי.

החברה וכן הנושים, המנהל או המפרק, יכולים ליזום את ההליך, ולאחר משא ומתן וגיבוש הסדר חוב נדרש רוב של שבעים וחמישה אחוז מסוג מסוים של נושים. הסכם שאושר באספה חל על כל הנושים מאותו סוג. האספה יכולה להתכנס באישור בית המשפט המפקח על ההסדר, והסכם שאושר באספות הנושים טעון אישור סופי של בית המשפט.

שני ההליכים של הסדר החוב (CVA ו-Scheme of Arrangement) במשפט האנגלי דומים זה לזה, אם כי קיימים הבדלים חשובים ביניהם. הליך Scheme of Arrangement כובל את כלל הנושים של החברה, הן המובטחים והן הלא מובטחים, לעומת הליך ה-CVA שמאפשר לתקן זכויות של נושים הלא מובטחים בלבד. בהליך של ה-CVA אין מעורבות של בית המשפט, ומכאן שהעלויות שלו נמוכות בהרבה. למרות שאין מעורבות של בית המשפט, התהליך מלווה כולו על ידי מומחה שמפקח על ההסדר ומייצע לצדדים. ב-Scheme of Arrangement לא נדרש אישור של בעלי המניות, לעומת הליך ה-CVA שבו האפשרות להקפאה ניתנת רק לחברות קטנות. בשני המקרים אין הקפאה סטטוטורית לכל החברות, אך ניתן לשלב את שני ההליכים עם הליך של ה-administration וכך להשיג הקפאה בפועל (Goode & Goode, 2010).

שני ההליכים מציעים כלים שונים וגמישים לחברה המבקשת לבצע הסדר חוב, כך שאפשר לבחור את הכלי המתאים לכל מקרה. לצד המסגרות הסטטוטוריות להסדר חובות, קיימת גם מסגרת בלתי פורמלית של גישת לונדון. מסגרת זו מספקת כלי ייחודי, המבוסס על הסכמה פה אחד של כל הנושים בהובלת הנושה המרכזי. מסגרת זו מתאימה לסוג מסוים של חברות, בדרך כלל חברות גדולות הממומנות על ידי כמה מלווים גדולים.

Administration

המטרה העיקרית של הליך זה היא להציל את החברה כעסק חי, ומאפיין אותו מינוי מנהל מיוחד (administrator), או כמה מנהלים, האמורים לסייע בהבראת החברה. הרשאים ליזום את ההליך הם החברה עצמה או נושיה. אפשר לנהל הליך זה תחת פיקוח בית המשפט או מחוץ לכתליו. קיימים הבדלים מסוימים בזכויות הצדדים בין שני מסלולים אלה, אבל בכל המקרים מומחה לחדלות פירעון צריך לספק חוות דעת באשר לסיכוי שההליך יעמוד במטרותיו. המטרות העיקריות הן הצלת החברה כעסק חי, ולאחר מכן השאת תשלום לנושי החברה.

לאחר הגשת הבקשה וטרם מינוי ה-administrator החברה נכנסת להקפאת ביניים, ולא ניתן לפתוח בהליכים נגדה. למנהל מוקנות סמכויות רחבות, והוא חייב לפעול לטובת כל נושי החברה. הנהלת החברה שומרת על מקומה, אבל אינה רשאית לקבל החלטות מהותיות ללא הסכמת המנהל, הרשאי להאציל מסמכויותיו לאחד המנהלים. לאחר המינוי אוסף המנהל מידע על מצב החברה, נכסיה והתחייבויותיה, ועליו לגבש הצעה להבראה בתוך שמונה שבועות מהמינוי. בתוך עשרה שבועות מהמינוי על הנושים להיפגש ולדון בהצעת המנהל. תכלית ההליך אינה הסדר חוב בין החברה לנושיה, אבל במרוצת הזמן הוא יכול להפוך ל-Company Voluntary Arrangement, שהוא הסדר חוב וולונטרי. כמו כן, חברות גדולות משלבות הידברות עם נושים לקראת הסדר חוב עם ההליך, כדי לקבל הגנה של הקפאת הליכים שאינה מוקנית להם במסגרת הסדר חוב (Goode & Goode, 2010).

⁴⁰ www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/part/26

4.2.3 יפן

יפן מדורגת במקום ראשון ב-Doing Business Report 2013 בקטגוריה של יעילות הליכי חדלות פירעון, משום כך הליכי הסדר חוב ביפן מעוררים עניין מיוחד. אפשר לסרטט שלושה מסלולים עיקריים העומדים בפני חברה יפנית שרוצה להסדיר את חובותיה: ביצוע הסדר חוב מחוץ לבית המשפט באמצעות הידברות ישירה עם הנושים (workouts) על בסיס "מסגרת מנחה" או "מדריך" ("Guidelines for Out of Court Multi-Financial Creditors Workout – "Guidelines", או ניהול משא ומתן להסדר בסיוע מומחים לחדלות פירעון (ADR – Business Reorganization by Alternative Dispute Resolution). לחלופין ניתן להשתמש בשני הליכים המתנהלים בבתי משפט, הליך אחד הוא Civil Rehabilitation והשני הוא Corporate Reorganization. מטרת שני ההליכים האחרונים היא לשקם חברה באמצעות הסדר חוב ותוכנית עסקית חדשה. לעומתם קיימים שני הליכים נוספים שמטרתם היא פירוק החברה: Special Liquidation ו-Bankruptcy (Takagi, 2007; Tomasic, 2003).

Out of Court Workouts

היתרון לחברה יפנית בהסדר חוב מחוץ לבית המשפט הוא סודיות ההליך, המונעת פגיעה במוניטין החברה. ההליך מתנהל בהובלת הנושה המרכזי, ללא מעורבות וללא ידיעת הספקים או צדדים אחרים הקשורים בחברה. ההליך מתנהל בהתאם ל"מדריך" וולונטרי (Guidelines)⁴¹, שגובש בשנת 2001 על ידי ועדה שהקים איגוד הבנקים היפני, המקבילה היפנית להתאחדות התעשיינים וללשכת התיאום הישראלית של הארגונים הכלכליים, משרד האוצר והתמ"ת ואיגודים רלוונטיים אחרים. המדריך היפני מושתת על גישת לונדון ושמונת העקרונות של INSOL, והוא מתווה את אופן גיבוש הסדרי החוב מחוץ לבית המשפט, אף שאין לו כוח חוקי מחייב.

בבסיס המדריך עומדים כאמור שמונת העקרונות של INSOL. כל חברה בקשיים המבקשת הסדר חוב מחויבת לספק מידע מלא על מצבה וכן תוכנית ארגון מחדש (reorganization plan), והנושים מחויבים לשמור על סודיות המידע ולהעניק לחברה הקפאה וולונטרית. תוכנית הארגון מחדש צריכה לכלול תוכנית עסקית מפורטת, המתייחסת בין היתר לסיבות שגרמו לקשיים, תוכנית להתמודד אתם ותוכנית לחיזוק מבנה ההון. המדריך קובע גם לוחות זמנים לכל פעולה במשא ומתן להסדר, כך למשל, אם לחברה ערך נכסים שלילי התוכנית צריכה לפרט כיצד זה ישתנה בתוך שלוש שנים (Takagi, 2003). הסדר חוב המבוסס על המדריך מובל על ידי נושה מרכזי, שהוא הבנק המנהל מערכת יחסים קרובה עם החברה המצויה בקשיים. לא ניתן להבין את מנגנון הסדרי החוב ביפן, בלי לציין כי ביפן מקובל שהחברות מנהלות מערכת יחסים הדוקה וארוכת טווח עם בנק אחד. מערכת יחסית זו נקראת בספרות main bank system (Miwa & Ramseyer, 2005). הבנק של החברה בקשיים משחק תפקיד מרכזי בהסדר החוב ומעורב בו באופן פעיל ביותר לצד החברה. מאפיין מרכזי של הסדרי החוב ביפן הוא צורך להגיע להסכמה פה אחד – גם נושה בודד יכול לסכל הסדר חוב. הנושה המרכזי, הבנק של החברה, מוכרח לפעמים להעניק תנאים עודפים לנושים אחרים כדי לסייע לחברה, והדבר פוגע בתמריץ שלו להשתמש בחלופה זו (Tomasic, 2007).

⁴¹ השם המלא הוא Guidelines for Out of Court Multi-Financial Creditors Workout, ראו www.iiiglobal.org/component/jdownloads/finish/152/1056.html

Workout under Alternative Dispute Resolution (ADR)

הליך ADR מופעל על ידי ארגון ששמו Japan Association of Turnaround Professionals JATP – ארגון של מומחים לחדלות פירעון, בעלי הסמכה רשמית ממשרד המשפטים ומשרד התמ"ת של יפן. הליך זה מוסדר בחוק⁴² ודומה בקווים כללים לתהליך המובנה ב"מדריך", עם הבדל בסיסי אחד – המנצח על גיבוש ההסדר הוא מומחה חיצוני לחדלות פירעון ולא אחד הנושים.

כל חברה רשאית לפנות ל-JATP, אבל כדי להתחיל בתהליך על הארגון להשתכנע כי קיים סיכוי שהחברה תצליח לבצע ארגון מחדש על בסיס תוכנית עסקית חדשה – ולא רק לפרוס את חובותיה. הטיפול בחברה מתחלק לשלושה שלבים:⁴³

- שלב פנייה מקדמית, שבו נבחנת הבקשה על ידי שניים או שלושה מומחים של הארגון, על בסיס מידע מפורט שמעבירה החברה הפונה. הפנייה מכילה את כל המידע שהמומחים עשויים להזדקק לו, כמו מצבת הנכסים, ההתחייבויות, המאזן, לוח התשלומים הנוכחי ולוח תשלומים אלטרנטיבי. היסוד העיקרי של הפנייה היא תוכנית עסקית חדשה, שהמומחים יכולים לתקן אותה. אם ארגון ה-JATP נענה באופן חיובי, על החברה להגיש בקשה רשמית.
 - לאחר פנייה רשמית נשלחת הודעה מטעם החברה וה-JATP לכל הנושים בבקשה לא לפתוח בהליכים נגד החברה (Notice of Temporary Suspension), ולהתכנס לאספה בתוך שבועיים. בפגישה על הנושים להסכים להקפאה וללוח הזמנים לטיפול בחברה, וכן מוצגת תוכנית עסקית חדשה. באספה שנייה נידונה התוכנית העסקית וכן אופן היישום, ונשמעות חוות דעת מקצועיות. בפגישה השלישית מצביעים בעד או נגד התוכנית. בין האספות הנושים מקיימים פגישה ומנהלים משא ומתן. כאמור, מרכז הכובד של ההליך אינה פריסת חובות אלא גיבוש תוכנית חדשה לחברה.
 - אם הנושים מצביעים בעד התוכנית, היא נכנסת לתוקף וזכויות הצדדים מתעדכנות בהתאם לתוכנית. ברוח גישה לונדון, נדרשת הסכמה פה אחד כדי לאשר את התוכנית. אם לא מושגת הסכמה פה אחד התהליך מופסק לאלתר, אבל החברה זכאית להשתמש באופן אוטומטי בהליך גישור אחר – Specified Conciliation Proceedings. שופט מנהל את ההליך החדש, והוא יכול להמשיך את ההליך החדש ממקום שההליך הקודם נכשל.
- להליך זה כמה מאפיינים ייחודיים. החוק מציע חבילה של תמריצים, כולל תמריצי מס, הן לנושים הן לחברות במצוקה המסיימות את הליך ה-ADR.⁴⁴ אם התוכנית העסקית מכילה רכיב של "תספורת", היא צריכה לכלול שני מרכיבים: פגיעה בזכויות של בעלי המניות; ופיטורי ההנהלה הנוכחית, אלא אם הדבר יפגע בסיכוי החברה להתקיים כעסק חי. התהליך כולו אמור להימשך כשלושה חודשים, בתלות במורכבות המקרה. עלויות ההליך נקבעות לפי שלבי ההתקדמות בהתאם לקריטריונים ידועים וברורים.

⁴² שמו של החוק הוא Ordinance for Enforcement of the Act on Special Measures Concerning Revitalization of Industry and Innovation in Industrial Activities. לתרגום לאנגלית של החוק: www.japaneselawtranslation.go.jp/law/detail/?ft=1&re=02&dn=1&x=0&y=0&co=01&ky=law+on+special+measures+for+industrial+revitalization&page=1

⁴³ לפירוט תהליך ה-ADR ראו את המדריך של הארגון: www.turnaround.jp/adr/pdf/100325_2.pdf

⁴⁴ ראו www.meti.go.jp/policy/jigyousai/ADR%20HP_E-virision_100126.pdf

בנוסף, קיימים עוד כמה הליכים הדומים ל-ADR אבל מותאמים לסוגי העסקים, כמו למשל small and medium sized enterprises turnaround association.⁴⁵

Corporate Reorganization -I Civil Rehabilitation

שני הליכים אלה מתנהלים תחת פיקוח בית משפט, ונועדו לשמור על החברה כעסק חי ובתוך כך להסדיר את חובותיה. בהליך Civil Rehabilitation חברה בקשיים פונה לבית המשפט ומגישה בקשה להתחיל בהליך. בזמן ההליך הנהלת החברה ממשיכה בתפקידה, אבל בית המשפט ממנה משקיף חיצוני מטעמו שיפקח על ההנהלה. כמו ביתר ההליכים, על החברה לגבש תוכנית עסקית חדשה המשלבת הסדר חובות עם תוכנית הבראה. לא ניתן לפגוע בזכויות של נושים מובטחים ללא הסכמתם. רוב רגיל של נושים בעלי זכות הצבעה צריך לאשר את התוכנית המוצעת.

הליך Corporate Reorganization נועד לחברות גדולות יותר והוא מאפשר פגיעה בזכויותיהם של נושים מובטחים – צעד הכרחי בארגון מחדש של חברות גדולות ובמקרים מורכבים. הבדל נוסף מההליך הקודם הוא מינוי נאמן, הלוך לידיו את מושכות החברה ואחראי לתפעולה ולגיבוש תוכנית עסקית חדשה. הנושים מאשרים את התוכנית העסקית בהצבעה לפי קבוצות של נושים לא מובטחים ונושים מובטחים. בקבוצה של הלא מובטחים נדרש רוב רגיל; בקבוצה של הנושים המובטחים נדרש רוב של שני שלישי כדי להאריך את לוח הסילוקין, רוב של שלושת רבעי כדי לאשר תספורת ורוב של תשעים אחוז כדי לאשר את פירוק החברה.

הדמיון בין שני ההליכים הוא שקיימת הקפאת הליכים, אם כי ב-Civil Rehabilitation ההקפאה לא חלה על נושים מובטחים. המפקח או הנאמן פועל מטעם בית המשפט וכפוף להחלטותיו. הוא רשאי להיוועץ עם הנושים, אבל ההחלטה הסופית היא של בית המשפט. בשני ההליכים, ניתן למכור את נכסי החברה לצד שלישי ולהשתמש בתמורה להחזר חובות או להמרת חוב למניות (Takagi, 2003 Tomasic, 2007).

4.2.4 צרפת

חדלות פירעון מוסדרת בצרפת ב-French Commercial Code, והליכי הסדר חוב וולונטריים מצויים בהליכים הנקראים mandat ad hoc ו-conciliation. דיני חדלות הפירעון בצרפת הם ייחודיים, שכן המטרות המוצהרות של החוק הצרפתי הן לפי הסדר: א. שמירה על העסקים; ב. שמירה על מקומות העבודה; ג. הבטחת תשלום לנושים.⁴⁶ זאת בניגוד למרבית שיטות המשפט, הדואגות בראש וראשונה להבטחת החזר חובות לנושים.

Conciliation-I Mandat ad hoc

חברה המצויה בקשיים יכולה להגיש בקשה לבית המשפט לצו הממנה מומחה (יועץ). קיימים שני הליכים דומים של הסדר חובות: ההליך הראשון הוא mandat ad hoc (ובו המומחה נקרא mandataire ad hoc); וההליך השני הוא conciliation (ובו המומחה נקרא conciliateur). המומחה מסייע לחברה החייבת במשא ומתן עם הנושים והעובדים, ועוזר לה להעריך את מצבה ואת האפשרויות העומדות בפניה. החברה יכולה להסדיר את חובותיה על בסיס הסכמה של כלל הנושים. נושה המסרב לנהל משא ומתן או להשתתף בהליך לא יושפע מההסכמות שהושגו עם נושים אחרים. עם זאת החוק הצרפתי

⁴⁵ ראו www.etic-j.co.jp/pdf/english.pdf.

⁴⁶ Code de Commerce, Article L620-1.

מאפשר לבית המשפט לכפות על כל נושה תקופת "חסד" (grace) של שנתיים, שבה לא ניתן לגבות את החוב. כלי זה מתמרץ את הנושים הסרבנים לקחת חלק בתהליך ובמשא ומתן להסדר.

בזמן התהליך ממשיכה החברה לנהל את עסקיה. התהליך חסוי וידוע רק לצדדים המוערבים במשא ומתן. אין תקופת הקפאה והנושים רשאים לפתוח בהליכים נגד החברה, אך בדרך כלל אינם עושים זאת. המומחה מדווח לבית המשפט על התקדמות המגעים, ומנסה להביא את כל הצדדים לעמק השווה ולמנוע הליך של פשיטת רגל.

ההבדלים בין שני ההליכים הם שבהליך של conciliation המומחה מתמנה רק לתקופה של ארבעה חודשים, וניתן להאריך את התקופה בחודש ימים בלבד, לעומת ההליך השני שבו המינוי לא מוגבל בזמן. החברה החייבת לא יכולה להיכנס שוב ל-conciliation במשך שלושה חודשים לאחר סיום ההליך הקודם. אם מושג הסכם Conciliation Agreement, ניתן לאשררו על ידי צו של נשיא בית המשפט הדן בתיק (accord de conciliation constaté) וכל התהליך נשאר חסוי, או על ידי צו פורמלי של בית המשפט (accord de conciliation homologué) ואז מתפרסם הצו ללא פרטי ההסכם. בהליך mandat ad hoc, הסכם בין הצדדים אינו טעון אישור בית המשפט ונשאר חסוי כולו.

אפשר ומקובל לשלב בין שני ההליכים. לאחר הליך של mandat ad hoc, שאינו מוגבל בזמן, עוברים להליך conciliation המאושר רשמית על ידי בית המשפט. שני ההליכים גמישים מאוד ומצטיינים באחוזי הצלחה גבוהים (Pannen, 2007). בנוסף קיים הליך פורמלי של חדלות פירעון – Procédure de sauvegarde – שמאפייניו דומים בקווים כללים לצ'פטר 11 והוא מאפשר לחברה להיכנס להקפאת הליכים ולהמשיך ולנהל את עסקיה (Cavalier, 2008).

4.3 עיקרי ההליך בישראל

טרם תיקון 18 לחוק החברות שכותרתו: "מינוי מומחה לבחינת הסדר חוב בחברת איגרות חוב", שעבר ביולי 2012, המשא ומתן בין הצדדים התנהל ללא התערבות חיצונית והיה נתון לכוחות השוק ולכוח המיקוח של הצדדים. לאחר הגעה להסדר הצדדים היו צריכים לאשר את ההסכם בבית המשפט לפי סעיף 350 לחוק החברות, הקובע הליכי אישור של פשרה או הסדר. ביקורת ציבורית עזה על התוצאות של כמה מהסדרי החוב גרמה למחוקק ליזום שינוי חקיקה, שהכניס לתמונה את בית המשפט כגורם חיצוני בלתי תלוי, החל בשלב המשא ומתן להסדר החוב. התוצאה המעשית היא שבישראל לא קיים יותר מסלול של הסדר חוב מחוץ לבית המשפט, כלומר היתרונות הפוטנציאליים של מסלול כזה (מהירות, שימוש מינימלי ביועצים, דיסקרטיות, פגיעה מינימלית בתפקוד החברה) אינם אפשריים עוד.

4.3.1 תיקון 18 – מינוי מומחה לבחינת הסדר חוב בחברת איגרות חוב

לאחר תיקון 18 המתווה לגיבוש הסדרי חוב מוסדר בעיקרו בחוק החברות ובנוהלי הרשות לניירות ערך. פרק שלישי בחוק החברות, "סימן א: הוראות כלליות", ו"סימן ג: מינוי מומחה לבחינת הסדר חוב בחברת איגרות חוב", קובעים כיצד על בית המשפט לפקח ולהתערב בגיבוש הסדר חוב. עם תיקון 18 עבר גם תיקון 19 לחוק החברות שכותרתו: "סימן ב: פשרה או הסדר שמטרתם הבראת החברה". שני התיקונים כרוכים בכריכה אחת ומשנים את הליכי חדלות הפירעון שהיו נהוגים בישראל.⁴⁷ מבחינה סכמתית, השלבים בתהליך הסדר חוב לאחר התיקון הם כלהלן:

⁴⁷ לנוסחי תיקון 18 ותיקון 19, ראו www.nevo.co.il/Law_word/law14/law-2368.pdf. לדברי ההסבר לתיקון 18, ראו www.justice.gov.il/NR/rdonlyres/C29701B8-8E6D-4956-A94B-EC228A62A9C3/34437/676.pdf. לדברי ההסבר לתיקון 19, ראו www.nevo.co.il/Law_word/law15/memshala-582.pdf.

- מינוי נציגות משקיעים.
 - תחילת משא ומתן לגיבוש הסדר חובות.
 - פנייה לבית משפט ומינוי מומחה חיצוני.
 - משא ומתן להסדר חוב עם נציגויות הגופים המוסדיים בליווי מומחה מטעם בית המשפט.
 - משא ומתן עם הבנקים, במקביל למשא ומתן עם בעלי אג"ח או לאחר גיבוש הסדר.
 - המצאת חוות דעת מומחה לעניין הסדר חוב עם הגופים המוסדיים – מוצע לחברה, לנאמן, לבעלי איגרות החוב ולבית המשפט.
 - זמן סביר לאחר המצאת חוות הדעת, בית המשפט מוסמך להורות על כינוס אספות לאישור הסדר החוב, בהתאם לסעיף 350 לחוק החברות.
 - אישור מתווה להסדר חוב באספת בעלי אג"ח לפי סעיף 350 באמצעות כינוס אספת בעלי אג"ח. כדי לקבל החלטה נדרש רוב של 75 אחוז ממספר קולות המשתתפים בהצבעה.
- סעיף 350 קובע שכדי לאשר הסדר או פשרה, על בית המשפט להורות על כינוס אספות נושים או בעלי מניות לפי סוג של נושים או בעלי מניות. על החלוקה להתבצע לפי מבחן האינטרסים, כלומר האספות אמורות לשקף את קבוצות האינטרסים השונות בתוך קבוצות בעלי המניות או הנושים. סעיף 350 (א2) מבהיר שבעל מניה או נושה רשאי לעשות שימוש בזכות ההצבעה "בתום לב ובדרך מקובלת, בשים לב לאספת הסוג שעמה הוא נמנה, ולא לעשות שימוש לרעה בזכות ההצבעה שלו באספה".
- גם לאחר תיקון 18 רוב השלבים של גיבוש הסדר החוב אינם מוסדרים, ולו במסגרת כללית הניתנת לשינוי בהסכמת הצדדים או באישור בית המשפט, למשל מסגרת וולונטרית כגון זו שגובשה בתאילנד. הצדדים אינם מחויבים ללוח זמנים כלשהו ומשא ומתן יכול להימשך שנים ולגרור עלויות גבוהות. הרכבת נציגות הנושים נתונה להחלטתם, וכמו כן בעל השליטה בחברה מחליט מי ייצג את החברה, כאשר ברור שטובת החברה וטובת בעלי השליטה לא דווקא חד הם. המומחה מטעם בית המשפט אמנם רשאי לקבל מידע מהחברה, אך אותו דין לא חל על חברי נציגות הנושים, אף שהם חייבים לקבל החלטות משמעותיות על עתיד החברה. בתקופת ניהול המשא ומתן – שכאמור נמשכת זמן רב – אין כל הסדרה של הנעשה בחברה, ובעל השליטה עלול לנצל את הזמן כדי להמשיך ולרושש את קופתה. הקפאת הליכים נועדה להתמודד עם מצבים כאלה, אך מקובל שהחברה המנהלת משא ומתן להסדר לא מבקשת הקפאת הליכים. לכאורה היה צפוי שהנושים יעשו זאת במקומה – והחוק מעניק להם אפשרות זו – אך בפועל גם הנושים אינם עושים שימוש בהקפאת הליכים בזמן משא ומתן להסדר, גם במקרים שבהם הקפאה עשויה לשרת את האינטרסים שלהם. הנושים נרתעים מלבקש הקפאת הליכים, בין היתר בשל החשש להפעיל תניות פיננסיות של הנושים המובטחים, בתקווה לסיים את ההסדר כאשר הם שולטים במשא ומתן, וייתכן כי אין תקדים שחברה ניהלה משא ומתן להסדר חוב תוך כדי הקפאה.

4.3.2 תיקון 19 – פשרה או הסדר שמטרתם הבראת החברה

תיקון 19 מטפל בהבראת חברות ועוסק גם בפשרה ובהסדר. הוא מעגן בחקיקה סוגיות שהוסדרו בפסיקה בעבר, ומוסיף עליהן סוגיות חדשות. השינויים בדיני חדלות פירעון שהביא תיקון 19 חשובים לא פחות מהשינויים בתיקון 18.

הפרק שכותרתו "סימן ב: פשרה או הסדר שמטרתם הבראת החברה" עוסק בבקשות להקפאת הליכים, כדי לגבש תוכנית הבראה לחברה. מהותית מצבה של חברה המבקשת הבראה ומצבה של חברה המבקשת הסדר חוב הוא דומה ואף זהה, אך החוק מסדיר באופן שונה את הזכויות והחובות של חברה הבוחרת ללכת במסלול של בקשת הבראה, ושל חברה המבקשת הסדר חוב. החוק קובע שאם הוגשה בקשת הבראה, רשאי בית המשפט לתת צו הקפאת הליכים למשך תשעה חודשים, ולהאריכו כל פעם בשלושה חודשים. בזמן ההקפאה לא ניתן לפתוח בשום הליך נגד החברה אלא ברשות בית המשפט ובתנאים שיקבע. אין הקצבת לוחות זמנים למשא ומתן, להבדיל מתקופת ההקפאה שקצובה בזמן.

לאחר הגשת בקשת ההבראה רשאי בית המשפט למנות לחברה שבהקפאת הליכים "בעל תפקיד" (כהגדרתו בחוק) ליישום הליכי ההבראה, היכול להיות גם נושא משרה בחברה. החוק מאפשר לבית המשפט לקבוע את סמכויותיו וחובותיו של בעל התפקיד, שמינויו נועד לממש את היעדים האלה: גיבוש תוכנית להבראת החברה; הסדרת החובות לנושי החברה; ניהול החברה. דברי ההסבר לתיקון 19 מבארים שהאפשרות למנות נושא משרה בחברה כ"בעל התפקיד" נועדה למנוע הרתעה של החברות מפנייה לבקשת הבראה. זאת משום שהחלפת נושאי המשרה, ואיבוד השליטה בחברה כתוצאה מכך, הם כנראה חלק מהסיבות שחברות דוחות את מועד הגשת בקשת הבראה, ומקטינות בכך את סיכוייהן להבראה. אפשרות נוספת הנתונה לבית המשפט היא למנות "מפקח" על החברה או על נושא המשרה, ולקבוע את סמכויותיו וחובותיו. זאת כדי להקטין את החשש מניצול לרעה של הליך ההבראה, או מהמשך ניהול כושל של החברה בזמן הליכי ההבראה, כאשר ממונה ל"בעל תפקיד" נושא משרה מתוך החברה.

"בעל התפקיד", האחראי על הבראת החברה, מקבל סמכויות רחבות להבטחת המשך פעילותה ולהצלחת תוכנית הבראה: הוא רשאי לעשות שימוש בנכסים משועבדים, וכן למכרם או להשכירם בהגבלות הקבועות בחוק; הוא רשאי להחליט על המשך קיומו של חוזה קיים של החברה או על ויתור עליו; הוא רשאי להתקשר בחוזה לקבלת אשראי חדש הדרוש לשם מימון המשך פעילותה של החברה, ועוד.

ספק תשתיות⁴⁸ לחברה חייב להמשיך לספק את שירות התשתית לחברה בהקפאת הליכים. בית המשפט יכול להורות על צעדים להבטחת הפעלת החברה, כגון הוראה לספק חיוני של החברה להמשיך לספק לחברה בהקפאת הליכים את השירות או את המצרך שסיפק קודם לכן, לאשר המחאת זכויות וחבויות החברה בהקפאת הליכים לפי חוזה קיים, ועוד.

הבדל נוסף בין הסדר חוב לבין הקפאת הליכים הוא בהליכי אישור ההסדרים. כדי לאשר הסדר חוב בחברה נדרש להשיג רוב של שלושה רבעים מהמשתתפים בהצבעה. לעומת זאת בהליכים לפי תיקון 19 נדרש אישור של מחצית בלבד מהמיוצגים בהצבעות בכל האספות. כמו כן, בהתקיים תנאים מסוימים יכול בית המשפט לכפות את ההסדר המוצע, בדומה למצב במרבית המדינות ובכלל זה בארצות הברית לפי צ'פטר 11.

ההיגיון הפנימי במינוי בעל תפקיד לחברה בקשיים מתקיים גם בחברה המבקשת הסדר חוב. בעל התפקיד בחברה המבקשת הבראה אחראי בין היתר על "הסדרת החובות לנושי החברה" – הסוגיה המרכזית בחברה המבקשת הסדר חוב. חברות בהסדר חובות זקוקות לעתים ל"בעל תפקיד" שיבצע פעולות התייעלות. לא זאת בלבד, חברה בהסדר שממשיכה לנהל את ענייניה – לעתים בצורה כושלת – זקוקה, לא פחות מחברה בהליכי הבראה, למפקח שימנע ניצול לרעה של

⁴⁸ על פי סעיף 350, ספק תשתיות הוא "מי שעיסוקו בהספקת שירותי חשמל, מים או שירות תשתית אחר שקבע השר, בהתייעצות עם השר הנוגע בדבר (בסימן זה – שירות תשתית) וסיפק לחברה בהקפאת הליכים שירות כאמור, לרבות מכוח חוזה קיים כהגדרתו בסעיף 350ח, ערב תחילת הליכי ההבראה, או בסמוך לפני המועד האמור גם אם הפסיק לספקו".

החברה בזמן ניהול המשא ומתן להסדר. בדין הישראלי נקבע תקדים שבו בית המשפט כפה על חברה בהסדר חובות – אי.די.בי פיתוח – מינוי "משקיף חיצוני". התוכן שיצק בית המשפט לתפקיד זהה להגדרת התפקיד של "המפקח", למרות הכינויים השונים. לא זאת בלבד, באותו מקרה הורה בית המשפט להעביר את התשלום הקרוב לקופת הנאמן, ולא לנושים, בגלל החשש להעדפת נושים. פעולות אלה דומות למצב הנהוג בהקפאת הליכים, אף ש"רשמית" ההליכים לא הוקפאו.

לכאורה היו צפוי שחלק מהחברות המבקשות הסדר חוב תבקשנה גם הקפאת הליכים. הדין מקנה לחברה שביקשה הבראה הגנות מרחיקות לכת, קודם כל תקופת הקפאה. לכאורה הגנות אלה עשויות לסייע לחברות בהסדר לייצב את פעילותן, אך למעשה, מאז עבר התיקון אף חברה אחת שמנהלת משא ומתן להסדר חוב לא ביקשה גם הקפאת הליכים. חברת אי.די.בי פיתוח קָבְּלה בבית המשפט כי חלק מהנושים מנסים למוטט אותה על ידי הליכים משפטיים נגדה בבית המשפט, וקריסתה עלולה להיות "נבואה שמגשימה את עצמה", אבל לא מצאה לנכון לבקש הקפאת הליכים. לא זו בלבד, בית המשפט שדן בתיק אסר עליה לשלם לנושים, והורה להעביר את תשלומי החוב לנאמן. כמו כן קצב בית המשפט זמנים לניהול ההליך ולביצוע מימוש נכסים (חברת כלל ביטוח). החלטות אלה שקולות להקפאת הליכים, אף שרשמית החברה לא נכנסה להקפאה.

השתלשלות העניינים בהסדר חוב גדול, הנידון כעת בחברת אלביט הדמיה, היא מעניינת לא פחות. החברה פתחה בהליך הגנה מפני מבנק הפועלים בלבד, נושה מובטח שביקש להעמיד את החוב לפירעון מידי, ולא ביקשה הקפאת הליכים. למרות היצירתיות המשפטית, מהות הבקשה הייתה הקפאת הליכים. הפרקטיקה מוכיחה כי אף שהחברות, כמו הנושים, זקוקות להקפאת הליכים בחלק מהסדרי החוב, הן עושות כל שניתן כדי לא לקרוא לילד בשמו (ובית המשפט נותן לזה יד). התוצאה היא הליך "פרוע", המערבב בין הליכים לפי סימן ב' והליכים לפי סימן ג', והפוגע בוודאות המשפטית.

התנהלות זו של החברות אינה מובנת מאליה, שכן לכאורה, הקפאת הליכים מסייעת לחברה המנהלת הסדר חוב. הסבר אפשרי הוא שבעלי השליטה מעוניינים קודם כל לשמור על השליטה, וטובת החברה שבהסדר היא לאו דווקא בראש מעייניהם. בקשת ההקפאה יכולה לסייע לחברה, אבל היא גם עשויה לאיים על בעל השליטה בחברה – בשל מינויו של בעל התפקיד ומינוי אפשרי של מפקח, על כל הכרוך בכך. פתרון אפשרי הוא העברת שיקול הדעת לבית המשפט, שיוכל להורות – לאחר תחילת המשא ומתן להסדר חוב – כי על החברה להיכנס להקפאת הליכים. אפשרות אחרת היא להשתמש בהמלצת מומחה לבית המשפט, כדי לכפות הקפאת הליכים על החברה.

5. השחקנים בהסדרי החוב

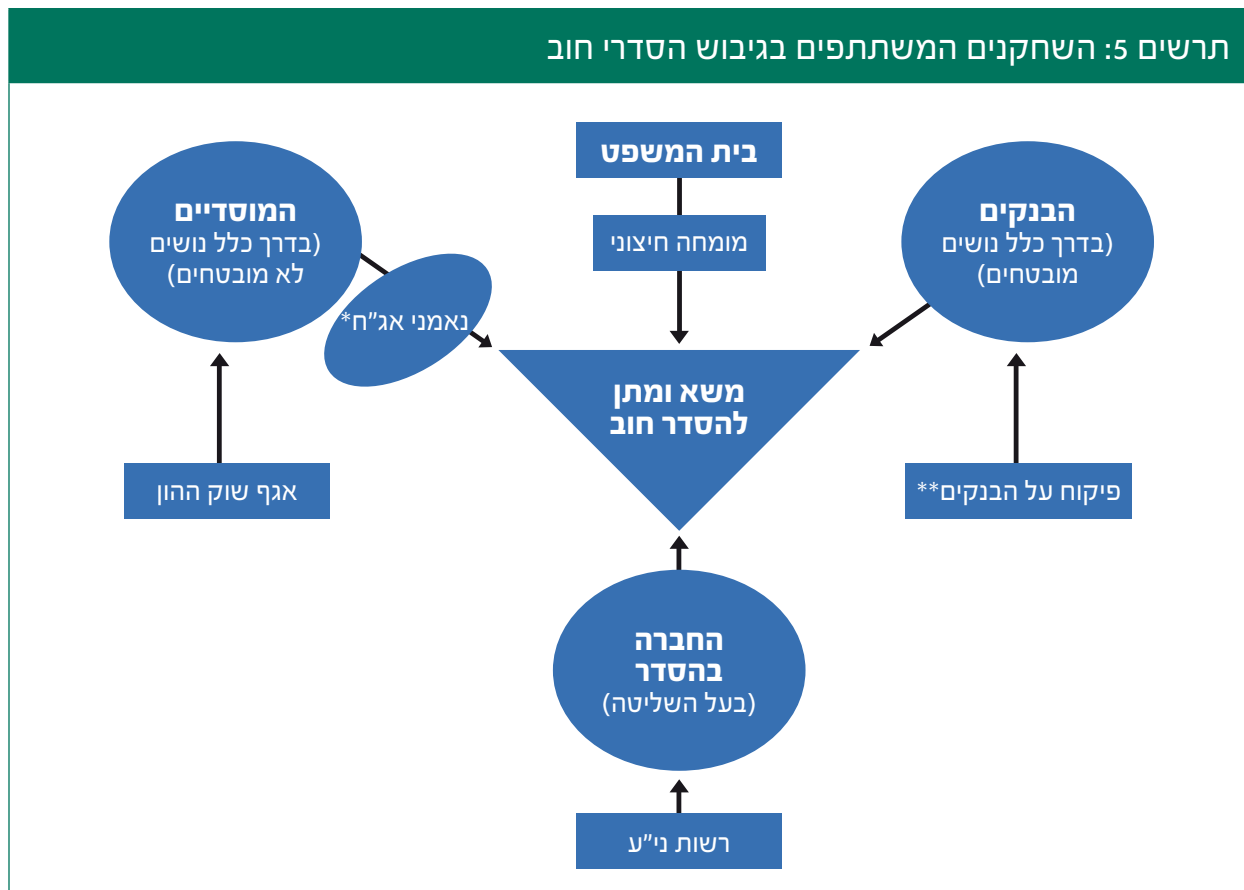
בהסדרי החוב משתתפים מספר שחקנים קבועים, שנחשבים לשחקנים ראשיים, לצד שחקנים שחשיבותם פחותה. בין השחקנים הראשים נמנים:

- חברות בקשיים, שלעתים מופיע בשמן בעל השליטה, אף שהוא מייצג את עצמו ולא את החברה.
- הנושים הלא מובטחים. בהכללה מדובר בגופים המוסדיים, שבשנות הגאות רכשו אג"ח חברות ללא הגנות משפטיות על זכויותיהם. הנושים הלא מובטחים אינם מהווים מקשה אחת, כפי שיפורט בהמשך.
- הנושים המובטחים. הבנקים בעלי החוב, שהחברה בקשיים חייבת להם כספים. חובות אלה מעוגנים בהסכמים, הכוללים שעבודים והתניות פיננסיות ומשפטיות.

האבחנה בין הגופים המוסדיים כנושים לא מובטחים, והבנקים כנושים מובטחים, הפכה פחות מדויקת לאחר המלצות ועדת חודק. בעקבות ההמלצות המגמה בשוק הנפקות האג"ח השתנתה, וכעת רוכשי האג"ח דורשים יותר ביטחונות. כמו כן, לא בכל המקרים אשראי שניתן על ידי הבנקים מגובה בביטחונות, כמו שעלה למשל בפרשת החוב של אי.די.בי פיתוח.

התפקידים, וכן חשיבותם של השחקנים, משתנה במהלך המערכות השונות. לצד השחקנים הראשים המשתתפים בכל הסדר, שחקנים נוספים (שיש הרואים בהם שחקני משנה) נוטלים חלק בגיבוש הסדר החוב: נאמני אג"ח; בית המשפט המפקח על ההסדר; המומחה החיצוני מטעמו; קרנות השקעה זרות (vulture funds); גורמי רגולציה, בעיקר אגף שוק ההון במשרד האוצר ורשות ניירות הערך. בשנים האחרונות, במיוחד לאחר המחאה החברתית של קיץ 2011, נוסף עוד שחקן עוצמתי – אמנם נטול מעמד רשמי – לתעשיית הסדרי החוב: התקשורת, ודעת הקהל. נוסף על כך, כל השחקנים נעשו רגישים להלכי הרוח של הציבור. תרשים 5 מסכם את אופן גיבוש הסדרי החוב, תוך הפשטה של מורכבות ההליך והתייחסות להליכים העיקריים בלבד.

תרשים 5: השחקנים המשתתפים בגיבוש הסדרי חוב



* נאמני אג"ח מקבלים את עמדת הגופים המוסדיים באמצעות הנציגות שלהם.
 ** הפיקוח על הבנקים ואגף שוק ההון לא נוהג להתערב בהסדרי חוב, לעומת הרשות לניירות ערך הדוגלת בגישה אקטיבית יותר.
 מקור: מכון מילקן, 2013.

5.1 חברות בקשיים

חברות הזקוקות להסדר חובות הן חברות המצויות בסכנת חדלות פירעון, שאיום הפירוק מרחף מעל פעילותן. בשונה מחברה שהיא כבר חדלת פירעון, אין הגדרה ברורה ופשוטה לחברה בסכנת חדלות פירעון. טכנית חברה בחדלות פירעון היא חברה שאין ביכולתה לעמוד בתשלומי החוב. עם זאת ייתכנו מצבים בהם חברה מסוגלת לעמוד בתשלומי החוב במשך תקופה ארוכה יחסית – לעתים יותר משנה – אבל תיקלע לחדלות פירעון בוודאות גבוהה בעתיד. הקביעה מאיזה שלב החברה לא סולבנטית, אף על פי שהיא עדיין מסוגלת להמשיך לפרוע את חובותיה, אינה פשוטה כלל ועיקר. הקושי העיקרי הוא לקבוע כי סיכון שהחברה לא תחזיר את החוב – סיכון שקיים תמיד – אכן התממש. לצד חדלות פירעון טכנית, שיטות משפט שונות גיבשו שורה של מבחנים נוספים, ביניהם מבחנים תזרימיים (the cash flow test), מבחנים מאזניים (the balance sheet test) ועוד.

החוק והפסיקה בישראל לא הגדירו באופן חד-משמעי מתי חברה היא חדלת פירעון. ההגדרה המופיעה בסעיף 258 לפקודת החברות מציינת שלושה תנאים. התנאי הראשון הוא חדלות פירעון טכנית, כלומר החברה לא שילמה את חובותיה

בזמן. זהו תנאי פשוט וקל להוכחה, אבל הסעיף מגדיר מקרה נוסף, שלפיו החברה תוגדר כחדלת פירעון אם "הוכח להנחת דעתו של בית המשפט, לאחר שהביא בחשבון את חביוותיה המותנות והעתידות, שאין ביכלתה של החברה לשלם את חובותיה"⁴⁹. כאשר החברה אינה מצויה בחדלות פירעון טכנית – קרי מפירה תניות פיננסיות או לא עומדת בתשלומים – להנהלה ולבעלי השליטה אין תמריץ להיכנס למשא ומתן על הסדר חוב. הנהלת החברה ובעליה עלולים לסרב לנהל משא ומתן עם הנושים בשל התמריצים להמשיך במצב הקיים (Berkovitch & Israel, 1999).

לכאורה, הצעד הראשון בדרך לפתרון צריך להיות הכרה בחומרת המצב מצד ההנהלה והסכמה לנהל דיאלוג עם הנושים. על פניו צעד זה מיטיב עם כל השחקנים המעורבים, אם כי בפועל מרבית החברות בקשיים סירבו לנהל משא ומתן כל עוד זה היה אפשרי.⁵⁰ תקופת הדמדומים – מהסימנים הראשונים למצוקה פיננסית ועד למצוק של פשיטת רגל – פוגעת הן בחברה הן בנושיה, משום שהמשך המצב הקיים מחמיר את הבעיות הקיימות ומקטין את סיכויי ההבראה.

להמשך הדין חשוב לציין שאפשר שחברה תהיה מצויה בקשיי נזילות זמניים בלבד, ושבחלוף זמן מצבה ישתפר ויעלה בידה לעמוד בהתחייבויותיה. אף שחברה כזו זקוקה להסדר חוב נקודתי, קשייה אינם מצביעים על בעיה מבנית או על צורך לנקוט צעדים מרחיקי לכת כמו פירוק החברה. שונה ממנה חברה הסובלת מבעיות מבניות, כגון הידרדרות מתמשכת בשווי נכסים, שכר הנהלה מופרז, פעילות לא רווחית וכיוצא באלה. הבעיות המבניות מעמידות בספק את יכולתה של החברה להבריא לאחר הסדר החוב. חברה כזו זקוקה לפתרון תפעולי במקרה הטוב – כגון החלפת ההנהלה או ארגון מחדש, וכן פתרון פיננסי – ובמקרי קיצון אין מנוס מפירוק החברה, שכן אין הצדקה לבצע הסדר חוב לחברה שאין טעם בהמשך קיומה (Moyer, 2005).

5.1.1 התמריצים של החברות בקשיים

שיקולי מוניטין

אין להתעלם מהעובדה שתחילת משא ומתן להסדר היא בבחינת גושפנקה רשמית שהחברה מצויה בקשיים ואינה יכולה להמשיך בעסקיה כתמול שלשום. משא ומתן להסדר חובות פוגע במוניטין החברה ומשליך על יחסיה עם הסביבה העסקית שלה, בין היתר עובדים, ספקים, לקוחות, משקיעים, כולל הנהלה הבכירה של החברה. חשובה במיוחד תגובת נותני האשראי, בעיקר הבנקים. משא ומתן להסדר חוב עשוי להפעיל תניות פיננסיות המאפשרות ולהעמיד חוב לפירעון מיד. בהתחשב באופן ניהול משא ומתן בישראל – המלווה בהדלפות תכופות לתקשורת על ידי כל הצדדים – משא ומתן להסדר חוב עלול לגרום לחשיפת מידע עסקי חסוי. מנגד, העלויות של אי-כניסה למשא ומתן גבוהות לאין שיעור מהסיכונים הכרוכים בפגיעה במוניטין.

התמריץ לשמור על המוניטין קשור פחות בחברה בסכנת חדלות פירעון ויותר בבעל השליטה בחברה. חלק מבעלי השליטה של הקבוצות הגדולות במשק הישראלי גייסו כסף בשוק ההון על בסיס המוניטין האישי שלהם. הייתה ציפייה שהם יעמדו מאחורי החברות, בין היתר בשל החשש מקושי לגייס חוב בעתיד. המציאות הוכיחה כי ציפייה זו לא התממשה. בעלי השליטה לא עמדו מאחורי החברות שהובילו באופן אישי, הם ביצעו הסדרי חוב אך לאחר מכן כן הצליחו לגייס חוב בשוק ההון.

⁴⁹ נכון לאמצע שנת 2013 הפסיקה עדיין לא הכריעה באלו תנאים חברה תוגדר כחדלת פירעון. הנושא התגלגל לפתחו של בית המשפט במקרה של אי.די.בי פיתוח, בבקשה לכפות על החברה תוכנית הבראה, אך לא הוכרע.

⁵⁰ יוער כי מצב של תשלומי אג"ח מקופת מזומנים מִדלדלת, תוך העמדת פנים שהעסקים נמשכים כרגיל, עלול להתגלגל להעדפת נושים אסורה בין סדרות אג"ח עם מח"מ קצר לעומת סדרות עם מח"מ ארוך.

שמירה על סטטוס-קוו

על פניו, נציגי החברה צריכים לבקש מהנושים להתחיל במשא ומתן להסדר חוב, היות שברשותם מידע עדיף והם מודעים טוב יותר ליכולת החברה לשרת את החוב (Garrido, 2012). מצד אחד כך אכן היה בחלק מהסדרי החוב, למשל באפריקה ישראל. מצד אחר משא ומתן להסדר חוב מסכן את מעמדם של בעלי השליטה ואת ההנהלה בחברה. סביר להניח כי קשיי החברה נזקפים לחובת ההנהלה או בעלי השליטה, לפחות באופן חלקי, והמצב לאחר הסדר חוב לא יהא זהה למצב לפניו. המשך המצב הקיים כל עוד זה אפשרי, אינו משרת את החברה אלא את הנהלתה ואת בעליה – שממשיכים ליהנות משכר גבוה (בדרך כלל מופרז) ומטובות הנאה אחרות הנובעות מהשליטה בחברה (Berkovitch & Israel, 1999).

שיקול נוסף, המתמרץ את מנהלי החברה לא להתחיל במשא ומתן להסדר חוב הוא ציפיות להתאוששות השוק ועליית ערך נכסי החברה, אירועים שעשויים ליתר את הצורך בהסדר חובות או למצער לשפר את מעמד החברה במשא ומתן (Moyer, 2005). בדרך כלל לא מדובר בציפיות "ריאליסטיות", אם כי במקרים נדירים אכן יכול לקרות אירוע שמשפר את מצב החברה, כמו למשל כניסת משקיע חיצוני.⁵¹

נטילת סיכונים מופרזים ומימוש נכסים

בחלופת פירוק אין לבעלי המניות כל זכות קניינית בנכסי החברה, ויש בכך תמריץ לקחת סיכונים עסקיים מופרזים – כולל סיכונים עם תועלת תוחלת שלילית – בתקווה להחיות את החברה. Bebuch מראה שבמצבים מוגדרים תעדיף חברה בקשיים – בהכרח – פרויקטים מסוכנים (Bebchuk, 2002). חברה המצויה בקשיים, שיש לה פרויקט לא מסוכן המניב רווח שאינו מספיק גבוה כדי לחלצה מחדלות הפירעון, תעדיף על פניו פרויקט מסוכן בתקווה שיניב לה רווח שימנע חדלות פירעון. פעילות כזו היא הימור לטובתם של בעלי המניות על חשבונם של הנושים. אם ההימור העסקי מצליח – בעלי המניות יהיו בין הנהנים מפירות ההצלחה, ואם הוא נכשל – יתרת החלוקה לנושים תקטן ללא כל השפעה על בעלי המניות (Eberhart & Senbet, 1993; Gertner & Scharfstein, 1991).

התמריץ החזק של בעלי המניות וההנהלה לדחות את הקץ מוביל לתמריץ שלילי נוסף – מימוש נכסי החברה במטרה לעמוד בלוח התשלומים. מימוש הנכסים יהיה כנראה במחירי הפסד, נוכח מצב השוק הכופה על החברה לממש נכסים. מימוש זה דומה במאפייניו לפירוק, שלא נעשה תחת פיקוח בית המשפט ולא נועד לטובת הנושים אלא לטובת בעלי המניות, המנצחים על התהליך (Moyer, 2005). מימוש נכסי החברה דוחה בדרך כלל את הקץ, ומשרת בעיקר בעלי אג"ח עם מח"מ קצר, ופוגע בבעלי אג"ח עם מח"מ ארוך. ניסיון העבר מוכיח שמרבית החברות הגדולות שיצאו למסע מימושים אגרסיבי, בציפיות שווא להתאוששות השוק, התבדו כעבור זמן לאחר שהנזק לחברה כבר נגרם. ייתכן שאם החברות בקשיים המנהלות משא ומתן להסדר היו נכנסות לתקופת ההקפאה בהתאם לתיקון 19, הדבר היה מגדיל את הסיכוי להצלחת ההסדר.

5.2 הנושים הלא מובטחים

רוב הנושים הלא מובטחים הם גופים מוסדיים, העשויים לפעול מתוך אינטרסים שונים בינם לבין עצמם וגם בינם לבין הנושים המובטחים. לעתים חלק מהנושים המוסדיים הם גם בעלי מניות. בעלי אג"ח מחזיקים בסדרות אג"ח עם משך חיים ממוצע (להלן: מח"מ) שונה, והאינטרסים של בעלי אג"ח עם מח"מ קצר הוא לא כאינטרס של בעלי אג"ח עם מח"מ ארוך. כמו כן, החברות מנפיקות סדרות עם רמת ביטחונות שונה, כך שלא כל בעלי אג"ח הם נושים לא מובטחים. לרוב

⁵¹ כך קרה בעסקה של רכישת חברת פרטנר בין אילן בן דב לחיים סבן.

האינטרסים של מחזיקי אג"ח נבדלים עקרונית, אך בזמן המשא ומתן עליהם להציג חזית אחידה מול הנהלת החברה ובעלי מניותיה, ובכלל זה גם מול בעל השליטה (Garrido, 2012).

הגופים המוסדיים העניקו אשראי ללא ביטחונות לחלק מהחברות על סמך מוניטין של בעלי השליטה בקצה הפירמידה (ראו מדינת ישראל, 2011). שררה אמונה או ציפייה, לא מבוססת על כל דין, כי אותם בעלי שליטה ערבים לפירמידה שבניהולם, ואם יקרה זעזוע שלילי יהיה ביכולתם לעמוד מאחורי החברה. ציפייה זו לא הייתה לגמרי מופרכת, בעבר – בהסדר חוב גדול באפריקה ישראל – בעל השליטה לב לבייב אכן הזרים סכומים גדולים מאוד ותרום רבות להצלחת ההסדר. כך קרה גם בהסדר החוב בצים. עם זאת בהסדרי חוב רבים אחרים התבדתה ציפייה זו והוכחה כחסרת כל בסיס, כאשר בעלי השליטה הודיעו שאין בידם להזרים כסף לחברה מהונם הפרטי. זו אחת הדוגמאות למידע אסימטרי, כאשר הנושים אינם יודעים להבדיל בין לווה עם אמצעים לבין לווה חסר אמצעים.

5.2.1 התמריצים של הנושים המוסדיים

בעיית הסוכן

מערכת היחסים בין הגופים המוסדיים לבין החוסכים מעוררת מטבעה את "בעיית הסוכן". האינטרסים של הגופים המוסדיים והאינטרסים של החוסכים עשויים להיות שונים בתכלית בשל מבנה הבעלות והניהול של הגופים המוסדיים. האינטרס של החוסכים הוא להשיג תשואה מרבית על ההפקדות שלהם, ואילו האינטרס של הגופים המוסדיים הוא להפיק רווח מרבי עבור בעלי המניות שלהם.

מקור הרווח של הגופים המוסדיים הוא דמי הניהול, ובנוסף הם רשאים לגבות הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות. הסדרה מפורטת של ההוצאות ודמי הניהול שהגופים המוסדיים רשאים לגבות מצויה בתקנות.⁵² חוזר אגף שוק ההון – "טיפול בחובות בעייתיים ופעולות גופים מוסדיים לגביית חוב" – התיר לגופים המוסדיים לגבות חמישים אחוז מהוצאות לגיבוש הסדר חוב. אף על פי שהתמריצים של הגופים המוסדיים להשקיע משאבים בגיבוש הסדר חוב השתפרו, חלק ניכר מההוצאות מוטל עדיין עליהם. הנהנים העיקריים של תוצאות ההסדר הם העמיתים, אך המוסדיים נדרשים להשקיע סכומים משמעותיים ביותר, לעתים עשרות מיליוני שקלים, מה שמעמיד אותם בדילמה קשה.⁵³

המצב הבעייתי בשלב גיבוש הסדר החוב הופך בעייתי עוד יותר בשלב ביצוע ההסדר. הגופים המוסדיים אינם רשאים להשית עלויות על העמיתים לאחר אישור ההסכם בהסדר החוב. מצב זה גורם להתמקדות בהיבטיים פיננסיים בלבד, שאינם דורשים מעקב ופיקוח של הנושים. עובדתית, כל הסדרי החוב בישראל (חלקם ינותחו בהמשך) התמקדו בהיבטים פיננסיים, וזנחו היבטים תפעוליים-עסקיים, הדורשים השקעת משאבים נוספים בזמן המשא ומתן להסדר ואחריו. שאלה כבדת משקל היא התפקיד שאמורים למלא הגופים המוסדיים. האם עליהם להשיא תשואה לעמיתים בטווח הקצר, או שגם למלא תפקיד רחב יותר בשוק ההון ובמשק הישראלי, למשל לגלות מעורבות יותר אקטיבית בניהול החברות, לבצע פיקוח ומעקב הדוקים לאחר הסדרי החוב, וגם "לחנך" את השוק במקרים המתאימים לכך. הסוגיה מורכבת מדי, ולא ניתן

⁵² תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות), תשס"ח-2008 ותקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (דמי ניהול) התשע"ב-2012.

⁵³ חוזר גופים מוסדיים 7.9.09: "טיפול בחובות בעייתיים ופעולות גופים מוסדיים לגביית חוב", ראו ozar.mof.gov.il/hon/2001/mosdiym/memos/2009-9-7.pdf.

לדון בה לעומקה במסגרת מחקר זה. בקליפת אגוז: הנחת המחקר היא שאין סתירה בין שני התפקידים בטווח הארוך, היות שהגופים המוסדיים הם שחקנים חוזרים עם אורך חיים בשוק ההון למשך עשרות שנים ויותר. לפיכך מילוי תפקיד יותר רחב ישיא את הרווח לעמיתים בטווח הארוך. המתח עשוי להתקיים בטווח הקצר, ואז יש לבחון כל מקרה לפי נסיבותיו.

מידע אסימטרי

בעיית פערי המידע מתבטאת בהיעדר כלים של נציגות הגופים המוסדיים להשיג את מלוא המידע הרלוונטי על מצב החברה, אם מהחברה עצמה ואם מנושים אחרים, בפרט מהבנקים. אג"ח שנרכש על ידי המוסדיים שייך לעמיתים שלהם, אבל הזכות לדרוש מידע מהחברה שמורה לא לגופים המוסדיים אלא לנאמן האג"ח, שרשאי לדרוש מהחברה מידע במצבים מסוימים. אמנם תיקון 18 פתר חלקית את בעיית פערי המידע, כיוון שכעת המומחה החיצוני המתמנה על ידי בית המשפט רשאי לקבל מידע רלוונטי מהחברה, אבל לא ברור עד כמה מידע זה יהיה נגיש לחברי הנציגות.

הנושים המובטחים (הבנקים) נפגעים הרבה פחות מבעיית המידע האסימטרי. לאור תפקידם הטבעי כמנהלי הפעילות הפיננסית במשק, ולצד היותם נותני אשראי, הבנקים מנהלים ממשק טבעי עם החברות שקיבלו מהם אשראי. לרוב, הבנק ידרוש כי פעילות החברה שקיבלה אשראי, או למצער חלק מהפעילות, תנוהל על ידו. לאור זאת, לבנקים יש מידע עדיף על מצב החברה ועל הסיכונים שלה. בהחלט אפשר לבחון דרכים שיאזנו את פערי המידע מול הגופים המוסדיים, ואת היתרון שיש לבנקים במידע על החברה, למשל באמצעות הגברת שיתוף הפעולה ביניהם או מעורבות מוגברת של המומחה מטעם בית המשפט בהסדר עם הבנקים.

ניגודי עניינים בקרב המוסדיים

אחד החסמים העיקרים המקשים על הגופים המוסדיים לנהל משא ומתן ביעילות בהסדר חוב הוא ניגודי ענייניים פנימיים. עדויות אמפיריות מראות שמספר נושים גדול עלול לסכל הגעה להסדר (Garrido, 2012). הנושים מחזיקים בדרך כלל באג"ח בשיעורים נמוכים, לעתים הבעלות בסדרת אג"ח מפוזרת בין עשרות משקיעים. כאמור, האינטרסים של בעלי סדרות עם מח"מ ארוך שונה מהותית מהאינטרס של בעלי סדרות אג"ח קצרות. מוסדיים המחזיקים בסדרת אג"ח שהחברה מסוגלת לפרוע (מח"מ קצר) לא יהיו מעוניינים בכל הסדר חוב המגלם ויתור על זכויותיהם. מצד שני, בעלי סדרות ארוכות יתנגדו להמשך פירעונות לסדרות קצרות, המרוקנים את חשבון החברה על חשבונם. בנוסף, ייתכן מצב שבו גוף מוסדי מחזיק הן בסדרות ארוכות הן בסדרות קצרות ומצוי בניגוד ענייניים פנימי.

המבנה הפירמידלי של קבוצות אחזקה מקשה עוד יותר על הגופים המוסדיים, שכן חלקם מחזיקים באג"ח או מניות של חברות אם או חברות בנות, וקבלת החלטות שלהם בניציגות מושפעת מאחזקות אחרות. ניגוד ענייניים נוסף מתקיים בקרב הנושים שמחזיקים במניות חברה בהסדר לצד החזקת אג"ח שלה.

עלויות עסקה

גיבוש הסדר חוב כרוך בשימוש נרחב ביועצים ובמומחים עצמאיים (Garrido, 2012). בחינת כדאיות כלכלית של כל חלופה (הסדר חוב, מכירת שליטה בחברה או פירוקה) דורשת השקעה כספית גבוהה. הגופים המוסדיים נדרשים לשלם שכר לחברי הנציגות ולממן את שכרם של עורכי דין, רואי חשבון, מומחים למימון ועוד, כאשר בהסדרי חוב גדולים מדובר בעשרות אנשים.

כאמור, עלות הסדר החוב לאפריקה ישראל הסתכמה ב-18 מיליון שקל. סכום זה הוציאה החברה בלבד, וסביר שנציגות מחזיקי האג"ח נשאה למצער בהוצאות דומות. נוכח תיקון 18, המערב מומחה מטעם בית המשפט ומומחים נוספים מטעם המומחה עצמו, ניתן להניח כי הוצאות הסדר החוב יגדלו עוד יותר. משא ומתן ארוך להסדר מייקר את הוצאות של כל המעורבים. דומה כי אפשר להעריך את עלות הסדר החוב בחברה גדולה בסדר גודל של עשרות מיליוני שקלים. מדובר בהוצאות עתק לחברה שמצויה בלאו הכי בסכנת חדלות פירעון.

שיקולי מוניטין

אף שהגופים המוסדיים נטולי תמריצים כלכליים להשקיע משאבים בהסדרי חוב, הם אינם אדישים לפגיעה במוניטין שלהם בעיני הציבור. פגיעה במוניטין כרוכה גם בפגיעה כלכלית, וזה מונע מהמוסדיים להיות רפים – או להצטייר ככאלה – במשא ומתן. עובדתית, חלק מהמוסדיים משקיעים משאבים ניכרים בניהול משא ומתן, אף על פי שלכאורה אין להם תמריצים ישירים לעשות זאת.⁵⁴

מעורבות התקשורת פועלת לשני הכיוונים. מחד גיסא תוצאות המשא ומתן מושפעות מהחשיפה התקשורתית, וסביר להניח כי ההשפעה לא תמיד חיובית. רתיעת הגופים המוסדיים להצטייר כוותרנים בעיני הציבור עלולה לעוות את שיקול דעתם ולפעול בטווח הרחוק נגד עמיתיהם. כאשר כל מה שעומד לנגד עיני המוסדיים הוא כותרות העיתונים על אחוזי "התספורת" שהם ספגו, הדבר מונע מהם לראות את טובת החברה בטווח הרחוק, לשקול שיקולי רוחב, לדאוג להבראת החברה ולחתור לשינויים תפעוליים הכרחיים שאינם תופסים כותרות. מאידך גיסא, התקשורת משמשת גורם מרתיע, המונע סגירת עסקה מאחורי הקלעים עם בעלי השליטה, הנמצאים בקשרים עם הגופים המוסדיים, ללא שקיפות ראויה וידוע של הציבור.

שיקולי מוניטין גורמים לתוצאה לא רצויה נוספת – מכירת אג"ח של חברה העשויה לבקש הסדר חוב. חלק מהגופים המוסדיים אינם משתתפים בהסדרי חוב מהסיבה שהם נפטרים מחוב במצוקה ונמנעים מכל פעילות הקשורה בהסדר חוב. ההיגיון במכירת האג"ח הוא לא לנהל חוב שעלות שירותו גבוהה, ושביכולתו לגרום לגוף המוסדי להיכנס לתהליך שאינו בליבת הפעילות שלו – ניהול משא ומתן להסדר. יש לעמוד על משמעויות המהלך; מדובר בתספורת דה-פקטו לעמיתים, ובקיבוע הפסדים ללא תקווה להחזר חוב עוד בטרם משא ומתן כלשהו להסדר חוב. הקרנות או המשקיעים הפרטיים רוכשים את האג"ח במחירי רצפה, עם סיכוי גבוה לתשואה יחסית למחירי השפל שבה נרכשו. בעיקרון, אין סיבה ממשית שגם הגופים המוסדיים לא יגיעו לתוצאות שאליהן מגיעים המשקיעים הפרטיים. מכירת אג"ח של חוב במצוקה על ידי גוף מוסדי שקולה ל"תספורת" לעמיתים, שאינם מודעים לתספורת זו. ייתכן שחובה לדווח לעמיתים על מכירת אג"ח בהיקפים גדולים בהפסד, הייתה משפיעה על מערך התמריצים של הגופים המוסדיים.

5.3 הנושים המובטחים

השחקן המרכזי השלישי הוא הנושים המובטחים. בדרך כלל אלה הם הבנקים. החברות מגייסות אשראי במגוון דרכים, ורובן משתמשות גם במימון בנקאי, הניתן עם התניות חוזיות הכוללות שעבודים והגנות אחרות. תנאי ההלוואות של הבנקים

⁵⁴ כך למשל, בית המשפט פסגות התנגד לדחיית תשלום ריבית של אי.די.בי בסוף 2012. הוא הצביע נגד ההסכם ואיים לפנות לבית המשפט – אבל לא מימש את האיום. בית המשפט פסגות ניסח אמנה "למעורבות מוסדית", ואף הזמין חוות דעת משני מלומדים על הסדרי חוב. פעולות אלה זיכו אותו באהדה תקשורתית ויחסי ציבור טובים, אך הלכה למעשה לא ננקטו צעדים מעשיים לאימוץ הכללים שגובשו, והם נותרו קווי מדיניות בלבד כאשר כל מקרה "נבחן לגופו".

מעניקים להם קדימות על פני המוסדיים במקרה של חדלות פירעון, לבנקים ניתנת קדימות במקרה של הזרמת כסף לחברה או פירוק ומכירת נכסיה. משמעותה של הקדימות בסדרי הנשייה, היא שהבנקים מחזיקים דה-פקטו בזכות וטו על כל הסדר חוב, עובדה המצריכה את הצדדים למשא ומתן לקבל את אישור הבנק על מתווה הסדר החוב טרם אישורו.⁵⁵

יתרון חשוב של הבנקים על פני המוסדיים נובע ממספרם הקטן, יחסית לפיצול המאפיין את בעלי האג"ח. בזמן המשא ומתן נציגות הגופים המוסדיים מתקשה להציג חזית אחידה מול בעלי החוב, בשל ניגוד אינטרסים אינהרנטי שמאפיין את חברי הנציגות. מנגד, בכל הסדר מעורבים מספר מצומצם של בנקים, לכל היותר שלושה, וכל שחקן מציג דרישות ברורות ואחידות. כתוצאה מכוח המיקוח הגדול יותר והמידע העדיף, הבנקים מצליחים להגיע להסדרי חוב בתנאים טובים יותר מבעלי אג"ח.

הצדדים להסדר זקוקים לבנקים לצורך המשך הפעילות, היות שמרבית החברות זקוקות למימון נוסף לאחר השלמת הליך הסדר החוב. מטבע הדברים, אחד המקורות החשובים להמשך מימון החברה הוא הבנקים, ובכוחם למלא תפקיד חיובי לאחר ההסדר. בשלב המשא ומתן קיים ניגוד עניינים בין הבנקים למוסדיים, כי גיבוש הסדרי חוב הוא חלוקה לפי משחק סכום אפס (Moyer, 2005). אך לאחר הסדר חוב קיימת זהות אינטרסים בין כלל הנושים, המעוניינים שהחברה תבריא ותחזיר את חובותיה.

5.4 נאמני אג"ח

בהתאם לחוק ניירות ערך, בכל הנפקת אג"ח נקבע "שטר נאמנות" המסדיר את תנאי ההסכם בין רוכשי האג"ח לבין החברה המנפיקה. כמו כן, מתמנה נאמן אג"ח, שתפקידו לדאוג לזכויות שמקנה לבעלי האג"ח "שטר הנאמנות". את נחיצותו של הנאמן יש להבין על רקע פיזורם של בעלי האג"ח, שכל אחד מהם מחזיק בשיעור קטן בסדרה שהונפקה והוא נטול תמריץ לעקוב אחר יכולת הפירעון של החברה המנפיקה.

הנאמן חייב להיות חברה רשומה בישראל, שמטרתה העיקרית לעסוק בנאמנות. הנאמן ממונה על ידי החברה המנפיקה בזמן ההנפקה ומקבל את שכרו מהחברה, אף שמחזיקי האג"ח הם שמשמשים בשירותיו, בדומה לשיטת התגמול של חברות הדירוג. לאחר שנתיים ממועד ההנפקה רשאית אספת בעלי האג"ח להחליף את הנאמן. כל אירוע שמצריך התערבות נאמן, כמו כינוס אספת בעלי האג"ח, מזכה את הנאמן בתגמול נוסף, לפי תנאי הסכם הקבועים בשטר הנאמנות.

תעשיית הנאמנות ריכוזית מאוד בישראל, ולעתים נאמנים של סדרת אג"ח של החברה המנפיקה משמשים גם כנאמנים של סדרת אג"ח של חברה בת או חברה אם. במקרה זה הנאמנים עלולים למצוא את עצמם בניגוד עניינים, כאשר האינטרסים של הסדרה שהם מייצגים אינם זהים לאינטרסים של סדרה אחרת בנאמנותם. כוחו של הנאמן בא לידי ביטוי בתקופות משבר. בהסדרי חוב הנאמן עשוי למלא תפקיד מפתח, עד כדי החלטה אם החברה תפורק או תנהל מגעים להסדר חוב. הנאמן יכול להחליט, למשל, שמחזיקי אג"ח מסוימים נגועים בניגוד עניינים ופסולים להצביע על הצעה של החברה בעלת החוב. הוראות החוק משאירות שיקול דעת רחב לנאמן, שגורר אי-וודאות בצמתים קריטיים של פעילות החברה. לא אחת קרה שהנאמן ומחזיקי האג"ח לא היו בדעה אחת כיצד לנהוג כלפי חברה בסכנת חדלות פירעון.⁵⁶

⁵⁵ זכות זו אינה ערטילאית, ונעשה בה שימוש בהסדרי חוב מסוימים, כמו למשל אלביט הדמיה ובויםלגרין קפיטל.

⁵⁶ בהסדר החוב בקמור היו חילוקי דעות בין הנציגות, שרצתה לפנות לבית המשפט בבקשת פירוק, לבין הנאמן שרצה להמשיך בהידברות. חילוקי הדעות היו כה גדולים, שהנציגות החליטה להדיח את הנאמן.

5.5 בית המשפט והמומחה החיצוני מטעמו

התוצאות של הסדרי חוב מסוימים וביקורת ציבורית גוברת על הגופים המוסדיים גרמו למחוקק להטיל פיקוח חיצוני על התהליך של גיבוש הסדרי חוב. תיקון 18 הכניס שני שחקנים חדשים למשא ומתן להסדר חוב: בית המשפט והמומחה החיצוני מטעמו. נקבע כי אם החל משא ומתן בין חברת אג"ח לנושיה, על הנאמן של אג"ח או החברה לפנות לבית המשפט בבקשה למינוי מומחה חיצוני, לצורך ליווי ובחינת הסדר החוב. הנאמן רשאי להציע מועמדים לתפקיד, ובית המשפט ממנה מומחה לאחר שבחן מועמדים שהוצעו. על המומחה להיות בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית ובעל ניסיון מתאים. החוק מעניק למומחה שלוש סמכויות עיקריות:

- להגיש סיוע מקצועי במשא ומתן לגיבוש הסדר החוב, ולייעץ לבעלי אג"ח או לחברי הנציגות, בעצמו או באמצעות בעלי מומחיות אחרים.
- להכין חוות דעת לעניין כדאיות הסדר החוב לבעלי האג"ח, שתוגש לבית המשפט, לחברה, לנאמן ולבעלי האג"ח. על חוות הדעת להתייחס בין השאר לחלופות להסדר החוב, כולל חלופת פירוק החברה או אפשרות מכירתה לצד שלישי.
- לבחון אם החברה ביצעה חלוקת כספים אסורה בתקופה שקדמה להסדר החוב. על בית המשפט לקבוע את משך התקופה.

תיקון 18 מאפשר למומחה לדרוש מהחברה או מהנאמן כל מידע הנחוץ לו לשם מילוי תפקידו. שכר המומחה והעלויות הנוספות משולמות בידי החברה, לפי שכר שקובע בית המשפט.

מודל הפיקוח שנבחר מציב את בתי המשפט בעמדת "כלב השמירה" על האינטרס הציבורי. החלטה זו מכניסה יותר שקיפות ופיקוח, אבל גם מעוררת קשיים. המנדט שמעניק החוק לבית המשפט הוא לדון בהסדר המסוים בלבד, מה שמצמצם את האפשרות להתייחס גם לשיקולי רוחב, כמו למשל נורמות התנהגות בשוק ההון.

הסיכון המוסרי בהסדר חוב עלול להשפיע על השוק כולו, אך לא ניתן לקחת אותו בחשבון במקרה בודד. בדיון בהסדר חוב בדלק נדל"ן – טרם תיקון 18 – אמר בית המשפט דברים חמורים ביותר על התנהלות בעל השליטה בחברה, אך נמנע מלהתערב נוכח הרוב הגדול שהושג בהצבעות המחזיקים. ישנה אמירה נוסנה על בתי המשפט: *hard cases make bad law* (מקרים קשים יוצרים דין רע). הכוונה היא לנטיית בתי המשפט להעדיף את שיקולי הטווח הקצר, בעיקר טובת הצדדים המתדיינים בפניו, על פני שיקולים מערכתיים השייכים לשיקולי רוחב של הטווח הארוך. הספרות המשפטית התייחסה לנטייה זו, למשל Waldron (2006) בהקשר של משפט חוקתי, או Schauer (2006) שכתב באופן כללי על הנטייה להעדיף בחינת נסיבות פרטניות. מצב זה מתקיים כמעט בכל תחומי המשפט, אבל המייחד את הסדרי החוב הוא הסיכון המוסרי שהם עלולים ליצור בשוק. שיקול זה מצדיק התייחסות שונה להסדרי חוב. המחוקק נתן את דעתו לכשל זה באישור הסכמי פשרה בתביעות ייצוגיות, כאשר הטיל חובה לקבל חוות דעת של היועץ המשפטי לממשלה, המייצג את אינטרס הציבור. אישור הסדרי חוב מעלה קשיים דומים, אף שאין חובה פורמלית של בית המשפט להיוועץ בגורמים נוספים, פרט למומחה. בראיה כוללת, תיקון 18 משפר משמעותית את התהליך. הסדרי חוב מצריכים הבנה כלכלית מעמיקה וייחודית במגוון רחב של נושאים כלכליים, שאינה תמיד נחלת חלקם של בתי המשפט. לאחר התיקון, בית המשפט הודן בהסדר מסתייע במומחה בעל המומחיות הנדרשת. השימוש במומחה מסייע לבית המשפט, אבל שיטה זו מרכזת כוח רב בידי המומחה, ויש לזכור שמומחה – להבדיל מבית המשפט – אינו בהכרח אישיות נטולת אינטרסים הנקייה משיקולים זרים. הניסיון שהצטבר עד

כה מלמד שמומחים הם שחקנים חוזרים, לא רק בתעשיית הסדרי החוב אלא בתחומים רבים אחרים של משפט וכלכלה.⁵⁷ המומחים מעוניינים שחברות וגופים מוסדיים יסתייעו בשירותיהם ביותר מהסדר חוב בודד. אך המשך העבודה של המומחה עשויה להיות מושפעת מהמלצתו בהסדר חוב שבו היה מעורב, על אחת כמה וכמה כאשר מדובר בהסדר חוב גדול, המערב הרבה צדדים, מה שעשוי להטות את שיקול דעתו של המומחה. אחת הדרכים להתמודד עם המצב היא הבאת עמדתם של הרגולטורים, במקרים המתאימים לכך.

5.6 קרנות השקעה

קרנות השקעה הן קרנות המתמקצעות בהשקעה באג"ח של חברות במצוקה (distressed debt), בדרך כלל בערך הנמוך עשרות מונים מהערך שבו הונפקו. המניעים של הקרנות שונים בתכלית מהמניעים של הגופים המוסדיים. הקרנות אינן זקוקות לבנקים להפצת מוצריהן (בניגוד למוסדיים). בסיס הפעילות של הקרנות הוא בחו"ל, כך שהן אדישות לביקורת התקשורת, ולא חייבות לתת דין וחשבון לעמיתים. מנהלי הגופים המוסדיים, הבנקים ובעלי השליטה, מקיימים מערכות יחסים אישיות ועסקיות, ולרוב משא ומתן להסדר הוא חלק ממשחק חוזר, עובדה שיכולה להשפיע על קבלת ההחלטות בהסדרי החוב. מעורבותן של קרנות ההשקעה York Capital Management ו-DK Partners בהסדרי החוב באלבט הדמיה ואי.די.בי פיתוח משמשות הדגמה לשיטות הפעולה של הקרנות.

השתתפות הקרנות בשוק של חוב במצוקה טומנת בחובה יתרונות רבים (אף שאינה נקיה מחסרונות). ריכוז החוב בידי מספר קטן של נושים מסייע בדרך כלל לניהול משא ומתן. בנוסף, הקרנות מתמקצעות בחוב במצוקה, ויש להן ידע בניהול משא ומתן מול חברות במצוקה. בכך הן תורמות לניהול משא ומתן על ידי הנציגויות של הגופים המוסדיים (Garrido, 2012). מאזן השיקולים של הקרנות שונה מהשיקולים של המוסדיים, שרכשו אג"ח במחיר מלא ומרוויחים מדמי ניהול. אמנם לכל הנושים אינטרס משותף למקסם את ערך החוב, אבל למשקיעים יכולה להיות ראייה אסטרטגית שונה לגבי התוצאה הרצויה של הסדר החוב. למשל, הקרנות יכולות לסבור שהשוק אינו מעריך נכון את ערך החברה בקשיים, והון המניות שלה שווה הרבה יותר מערך השוק. על כן ניתן לרכוש שליטה בחברה בזול באמצעות רכישת אג"ח, השתלטות על החברה ומקסום ערכה. משקיעים כאלה יחתרו לקבל נתח גדול ככל הניתן מהון החברה (equity). לעומת זאת הגופים המוסדיים יחפצו לקנות ודאות על ידי הסדר חוב הכולל הזרמה כלשהי, שהיא וודאות, על פני חלופה אחרת (Moyer, 2005).

הניסיון מוכיח שהקרנות מתאפיינות בהתנהלות תקיפה בזמן המשא ומתן לקראת הסדר חוב, התנהלות שעשויה להפוך ל"בעיית הסחטן" (holdout problem). לאור הניתוח לעיל, סביר שבחלק מההסדרים לא כל חברי הנציגות רואים עין בעין את התוצאה הרצויה. יחסם של השחקנים לסיכון אף היא שונה בגלל אופי ההשקעה, עיתויה ומחירה. החוקרים Gertner & Scharfstein (1991) הראו, שבהסדרי חוב שחקנים לא גדולים מסוגלים לטרפד הצעה שאינה תואמת את האינטרס שלהם או לדרוש פיצוי יתר. בדומה לכך, קרנות יכולות לטרפד הצעה שאינה משרתת את האינטרסים האסטרטגיים שלהן, אף על

⁵⁷ אייל גבאי, מומחה חיצוני בהסדר של אי.די.בי אחזקות, שימש בזמן ההסדר כיו"ר קרן ההשתלמות של המורים והגננות וכיהן בעבר כמנכ"ל משרד ראש הממשלה; אדוארד קלר, מומחה בהסדר פולאר השקעות, היה מעורב בשורה של הסדרי חוב, בין היתר היה בנציגות מחזיקי האג"ח של דלק נדל"ן, בנציגויות של חברת קמור, אנגל משאבים, טאו תשואות, גול פרטנרס וחברות נוספות; אבי זיגלמן, מומחה בסנטרל יורופיאן, היה דירקטור בבנק מזרחי טפחות, אורמת תעשיות, כת"ב, תפרון, גינדי השקעות, עורב טכנולוגיות, הפניקס, מגדל שוקי הון, 012 קווי זהב, אופיר אופטרוניקה ועוד; יואב כפיר היה מומחה בקמון ובפטרו גרופ.

פי שהצעה זו אולי משרתת באופן מיטבי את האינטרסים של נושים אחרים. איום בהשתלטות על חברה והחלפת הנהלתה, המגיע בדרך כלל מכיוון הקרנות, משפר ללא ספק את משמעת השוק, שהייתה כה חסרה בשוק הישראלי. בהנחה שהקרנות אכן מצליחות לשפר את ניהול המשא ומתן להסדר, מדובר בתופעה מבורכת. מנגד יש לזכור שהצלחה זו באה לעתים קרובות על חשבון ביצועים של גופים מוסדיים מסוימים. חלק מהמוסדיים מקבלים החלטה כללית להיפטר מהחוב, שעלויותיו רבות, ערכו בשוק נמוך, והוא מתגלגל לקרנות. משמעות המהלך, הלכה למעשה, היא תספורת לעמיתים טרם משא ומתן להסדר. זו יכולה להיות החלטה לגיטימית בניהול חוב במצוקה, אבל היא גם יכולה להיות מונעת משיקולים לא ענייניים, כמו היעדר רצון לפעול מול בעל שליטה או רצון להימנע מחשיפה תקשורתית שלילית.

5.7 רגולטורים

טרם המשבר של שנת 2008 לא הייתה בישראל תשתית רגולטורית המסדירה הסדרי חוב. חוסר הוודאות באותה תקופה היה כה גדול, שלגופים המוסדיים היה ספק אם מותר להם להתארגן ולתאם עמדות במשא ומתן להסדר חוב (להקים נציגות), בלי שיסתכנו בהפרת חוק ההגבלים העסקיים. מאז עבר השוק כברת דרך, והתפתחה גם הפעילות הרגולטורית. היום חלוקת האחריות בין הרגולטורים היא כזו, שאגף שוק ההון מפקח על פעילות הגופים המוסדיים, הפיקוח על הבנקים מפקח על פעילות הבנקים המקומיים, ורשות ניירות הערך מפקחת על החברות הציבוריות.

החוק אינו מטיל חובה על רגולטור כלשהו להתערב בהסדרי חוב, לעומת תיקון 18 שהעניק סמכויות מנדטוריות לבית המשפט לפקח ולאשר כל הסדר חוב. התיקון שינה ושיפר את המצב שהיה נהוג קודם לכן, אבל עדיין רצוי שבית המשפט ייחשף לעמדת הרגולטורים לפני אישור הסדר החוב. עמדת הבנק העולמי היא שגורמי ההסדרה צריכים למלא תפקיד מכוון ומסייע בהסדר החוב, אבל אין מקום להתערבות אקטיבית במשא ומתן בין הצדדים.⁵⁸ בפרשת הסדר החוב של אי.די.בי פיתוח דרש בית המשפט לקבל את עמדת הרגולטורים בסוגיה. לפרשה זו הייתה חשיבות מיוחדת בשל גודל החוב, מרכזיות החברה במשק והיעדר תקדים משפטי. שכרה של הדרישה, שכל רגולטור יגיש את עמדתו בכל הסדר חוב, עלול לצאת בהפסדה, משום שדרישה זו תטיל עלויות אדמיניסטרטיביות גבוהות מאוד. קיימות אלטרנטיבות מאוזנות יותר, למשל שבית המשפט יעביר את הסדר החוב המוצע לאישור הרגולטורים הרלוונטיים, שיוכלו להביע את עמדתם טרם האישור או אף להתנגד להסדר.

⁵⁸ ראו עיקרון B4 של הבנק העולמי (Garrido, 2012).

6. ניתוח הסדרי חוב נבחרים

6.1 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

ההסדר באפריקה ישראל בשליטת לב לבייב היה בין הסדרי החוב הגדולים ביותר מבחינת גודל החוב – כ-7.5 מיליארד שקל. לאחר חודשים ארוכים של משא ומתן אישר בית המשפט את ההסדר במרץ 2010, ואלה עיקריו:⁵⁹

- בעל השליטה, לב לבייב, התחייב להשקיע בחברה 750 מיליון שקל, בפריסה לארבע שנים. החלק הראשון בסך 300 מיליון שקל במועד השלמת ההסדר (מועד הביצוע); 100 מיליון עד לתום שנה ממועד הביצוע; 100 מיליון עד לתום שנתיים ממועד הביצוע; 100 מיליון עד לתום שלוש שנים ממועד הביצוע; 150 מיליון עד לתום ארבע שנים ממועד הביצוע. כל הזרמה צריכה להתבצע בתמורה להנפקת מניות, כך שבכל פעם גדלים שיעורי האחזקה של לבייב בחברה בתמורה להון המוזרם.
 - בוצע פדיון חלקי של איגרות חוב בשווי כולל של 560 מיליון שקל במזומן.
 - כל איגרות החוב הוחלפו בשתי סדרות חדשות: כ"ה וכ"ו. סדרת כ"ה נפרעה בתום שנתיים ממועד ביצוע ההסדר, וסדרה כ"ו תיפרע החל בתום שלוש שנים ממועד הביצוע, מ-2013 עד 2025.⁶⁰
 - תמורת יתרת החוב הוקצו לבעלי האג"ח מניות בשווי של כ-1.4 מיליארד שקל (השווי נכון למועד ביצוע ההסדר), שכללו 33% ממניות אפריקה ישראל, 17.7% ממניות אפ"י פיתוח ו-16% ממניות אפריקה נכסים.
 - בנוסף, החברה הבטיחה את תשלום החוב באמצעות ביטחונות, בין היתר שעבוד מניות החברה, שעבוד זכויות החברה בהלוואות הבעלים ודמי ניהול, שעבוד זכויות בפרויקט גדול של חברת בת ושעבוד שלילי. החברה התחייבה לעמוד באמות מידה פיננסיות – כלומר, עד פירעון מלא של סדרות האג"ח החדשות, היחס בין החוב הפיננסי ל-CAP לא יעלה על 70%, וחלוקת דיבידנד תותנה בעמידה באמות המידה הפיננסיות.
 - סוכם שבמשך חמש שנים ממועד הביצוע יהיה הנאמן של סדרות האג"ח החדשות רשאי להחליט על מינוי דירקטור אחד בחברה.
- על רקע הסדר החוב הפיננסי המפורט – שנחשב מוצלח יחסית – בולטת היעדרותה המוחלטת כמעט של התייחסות להיבטים עסקיים-תפעוליים בפעילות החברה. השינוי היחיד בממשל התאגידי של החברה היה מתן אפשרות למנות דירקטור בלתי תלוי בתקופה של חמש שנים בלבד ממועד ביצוע ההסדר.

⁵⁹ לבקשה לאישור ההסדר ומתווה ההסדר ראו: http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_.cd=522316&CompCd=611

⁶⁰ סדרת אג"ח כ"ה הייתה סדרה עם מח"מ קצר, הקרן בסך של 1 מיליארד שקל נשאה ריבית קבועה בשיעור של 4.5%, ששולמה עם הקרן במועד הפדיון בתום שנתיים. סדרה כ"ו, הארוכה, בסך של כ-3.526 מיליארד שקל, היא צמודה למדד ונושאת ריבית בשיעור ממוצע של 7% לשנה. סוכם שהקרן של סדרה כ"ו תעמוד לפירעון ב-13 תשלומים עוקבים, החל בתום שלוש שנים ממועד הביצוע, כלומר משנים 2013 עד 2025. הריבית תשולם בתשלומים חצי שנתיים, בין השנים 2010 עד 2025.

חלק חשוב של ההסדר היה ויתור על תביעות עתידיות של בעלי אג"ח כלפי בעלי השליטה, דירקטורים ונושאי משרה שניהלו את החברה לפני ההסדר ונשאו באחריות לתוצאותיה. הויתור על תביעות עתידיות הפך לציון דרך חשוב בהסדרי חוב אחרי ההסדר באפריקה ישראל. בכל הסדר חוב מאז, הפך התנאי של ויתור על תביעות עתידיות לתנאי הכרחי.

6.2 דלק נדל"ן בע"מ

הסדר החוב בדלק נדל"ן היה חריג הן בסדר הגודל שלו הן בהיקף הויתור על חלק מהחוב (תספורת) שספגו הנושים הבלתי מובטחים של החברה. לאחר שדלק נדל"ן נקלעה למשבר בסוף 2008, קבוצת האם דלק נפרדה ממנה באמצעות חלוקת דיבידנד בעין לבעלי המניות של הקבוצה.⁶¹ החברה החלה במשא ומתן להסדר, כאשר היא נושאת על גבה חוב של כ-3.8 מיליארד שקל, מתוכם 2.2 מיליארד שקל למחזיקי האג"ח. אל מול החוב העצום, לחברה לא היו נכסים ראליים משמעותיים הניתנים למימוש או להשבחה. המשא ומתן נמשך יותר משנה, אך עיקרי ההסכם ניתנים לתמצות במספר סעיפים:⁶²

- תשלום חוב 100 מיליון שקל במזומן בביצוע ההסדר.
- הנפקת סדרת אג"ח חדשה בסך של 657 מיליון שקל, שתפרס על פני 7 שנים בריבית לא צמודה של 6%. האג"ח הונפקו על ידי חברה פרטית ואינן סחירות.
- הנפקת סדרת אג"ח בסך של 91 מיליון שקל, שתשולם בעוד 7 שנים רק בהתקיים תנאי מתלה, לפיו מניית קבוצת דלק תעלה מעל ל-1,200 שקל.
- להבטחת תשלום החוב נרשמו שעבודים על נכסים פרטיים של בעל השליטה.
- דלק נדל"ן הפכה לחברה פרטית ונמחקה מהמסחר בבורסה, תמורת תשלום של 21.5 מיליון ₪ לבעלי המניות.
- מתן פטור מתביעות אישיות.

בית המשפט מתח ביקורת קשה ביותר על התנהלות בעל השליטה והחברה.⁶³ לבסוף סיכם בית המשפט כי "אין עסקינן ביום חג, ואף לא בסיומה המוצלח של דרך". ההסדר גרר גל של ביקורת ציבורית, ותיקון 18 היה אחת התגובות להסדר.

6.3 טאו תשואות בע"מ

חברת טאו תשואות נמצאת בשליטתו של אילן בן דב, השולט גם על חברות סאני וסקיילקס. סאני היא חברת האם של סקיילקס, המחזיקה בפעילות סמסונג ישראל ובאחוזים בודדים בחברת פרטנר. טרם הכניסה להסדר, לחברת טאו היה חוב של כ-800 מיליון שקל, מתוכם כ-310 מיליון למחזיקי אג"ח סדרה ב וסדרה ג.

במסגרת המתווה להסדר החוב הוצעו הצעות שונות, אך לאור התוצאה הסופית – אי-ביצוע הסדר החוב – אין נפקות לפרטי ההצעות השונות שהועלה בזמן המשא ומתן. לאחר סאגה משפטית שנמשכה יותר משנה, הגישו בעלי האג"ח בקשה לפירוק החברה. מנגד הגישה החברה ביוני 2012 בקשה להקפאת הליכים לשם המשך קיום המגעים. בית המשפט נעתר לבקשה ונתן את הצו, אולם במרץ 2013, לאחר תקופה נוספת של כתשעה חודשים, החליט בית המשפט שלא להאריך את

⁶¹ ראו http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=435516

⁶² לדוח משלים בדבר כינוס אספת נושים בלתי מובטחים של דלק נדל"ן, הכולל את פרטי ההסדר, ראו <http://mayafiles.tase.co.il/RPpdf/763001-764000/P763150-00.pdf>

⁶³ פר"ק 12-04-12230 כלל פיננסים נאמנויות 2007 בע"מ ואח' נ' דלק נדל"ן בע"מ ואח'.

הקפאת ההליכים ומינה מפרק זמני לחברה. לאחר מינוי המפרק הוגשה הצעה חדשה להסדר: המרת החוב למניות ורכישת המניות על ידי בעלי השליטה, הנפקת סדרת אג"ח חדשה והעברת זכויות על נכסי נדל"ן שבבעלות בן דב בשווי של 80–90 מיליון ש"ח.⁶⁴ נציגות האג"ח החליטה לדחות את ההצעה, וסוף הסאגה לא נראה באופק.

מקרה זה מדגים כיצד משא ומתן שנמשך תקופה ארוכה מאוד אינו מתגבש להסדר חוב, ובסבירות גבוהה לא יבשיל להסדר, אך בוודאות גורר הוצאות גבוהות.

6.4 צים שירותי ספנות משולבים בע"מ

חברת צים היא חברה פרטית בשליטתה של החברה לישראל. בסוף שנת 2009 היה לחברה חוב של 3.5 מיליארד דולר, מתוכו כ-424 מיליון דולר חוב פיננסי לא מובטח. החוב הלא מובטח היה לגופים המוסדיים בישראל (סדרות אג"ח א, ב, ג) ולנושים אחרים, בין היתר לבנק מזרחי טפחות. לאחר המשבר, שוק הספנות העולמי חווה הרעה משמעותית בתנאי הפעילות, בעיקר בשל עודף היצע בשוק וביקוש נמוך. ההרעה השפיעה על כלל החברות בענף, וגם על צים, שהעריכה כי בשנים 2009–2013 תיקלע לגירעון תזרימי בסך של כמיליארד דולר.

החברה גיבשה תוכנית הבראה, שכללה מספר הסדרי חוב משניים עם מלווים ברחבי העולם. החברה לישראל הודיעה כי לצים צורך מידי בהזרמת כספים, והביעה נכונות להזרים אליה 450 מיליון דולר ועד לסכום של 575 מיליון שקל.

מתווה ההסדר, שאושר בנובמבר 2009 לאחר כמה חודשי משא ומתן עם הנושים המוסדיים, כלל דחיית פירעון האג"ח לאוקטובר 2016 ותוספת ריבית שנתית של 1.2% בכל שנה מ-2013 עד 2015 לכל סדרות האג"ח. הפירעון ב-2016 הותנה בעמידתה של צים ביחס מינוף, וסוכם כי אם החברה לא תעמוד ביחס המינוף תיפרע הקרן ב-4 תשלומים שנתיים שווים החל בשנת 2017. כחלק מתוכנית הבראה של חברת צים, הוזרמו אליה 350 מיליון דולר מהחברה לישראל, והופחתו 60 מיליון דולר מדמי החכירה שמשלמת החברה.⁶⁵

הסדר החוב בצים היה ייחודי כי הוא נוהל מול עשרות נושים בעולם, ביניהם בנקים בישראל ובח"ל. החברה ניהלה מגעים תחת אילוץ להגיע להסדר בפרק זמן מסוים, כדי לא להגיע לחדלות פירעון פורמלית. כאשר החל המשא ומתן להסדר הנושים המוסדיים היו בעמדת נחיתות ברורה, ללא ביטחונות, ובמקרה של פירוק, דיבידנד הפירוק שהיו מקבלים הנושים הבלתי מובטחים היה זעום. למרות זאת הצליחו הגופים המוסדיים להגיע להישגים על בסיס העיקרון שתמרץ את הבעלים לעמוד בהסדר ולהעמיד בטוחות לבעלי אג"ח תמורת הורדת ריבית, ובד בבד הובטחה לנושים השתתפות במקרה של אירוע אקזיט. נכון לאמצע שנת 2013, ביצוע ההסדר מוטל בספק. נוכח הרעה מתמשכת בתנאי הפעילות, החברה פתחה במגעים עם המוסדות הפיננסיים בבקשה להסדר חוב נוסף, ופנתה לנושים הלא מובטחים בבקשה לדחות מתן ביטחונות שסוכמו בהסכם. הנושים הלא מובטחים דחו את פניית החברה.

6.5 אי.די.בי אחזקות ואי.די.בי פיתוח

חברת אי.די.בי אחזקות נשלטת על ידי נוחי דנקנר דרך שתי חברות פרטיות בבעלותו, טומהוק וגנדן, שחייבות לבנקים יותר מ-800 מיליון שקל. החברה חייבת כ-1.8 מיליארד שקל לבעלי האג"ח. היא בנויה כפירמידה רב-שכבתית, שהנכס

⁶⁴ ראו maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=816014&CompCd=637

⁶⁵ למתווה מפורט של ההסדר ראו maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=481579

העיקרי שלה הוא החברה הבת אי.די.בי פיתוח, שגם היא שקועה בחובות כבדים – של כ-4.1 מיליארד שקל לבעלי האג"ח, ושל 1.9 מיליארד שקל לבנקים – ומצויה אף היא בסכנת חדלות פירעון. אי.די.בי פיתוח מחזיקה בשורה של חברות פיננסיות וריאליות, כמו דיסקונט השקעות, השולטת בסלקום, שופרסל, נכסים ובניין, גיוון אימג'ינג וכור (המחזיקה בבנק השווייצרי קרדיט סוויס (2.3%). זוהי אחת הפירמידות הגדולות והממונפות במשק, עם השפעה מרחיקת לכת הן על שוק ההון הישראלי הן על הכלכלה הראלית.

סימני המצוקה שריחפו מעל החברה לא נעלמו מעיני הנושים, שדרשו מהחברה מאמצע שנת 2012 לפתוח במשא ומתן להסדר. פניות אלה נענו בסירוב עיקש. לקראת סוף 2012 הצליחה החברה להיחלץ בעור שיניה מחדלות פירעון, והשיגה את הסכמת הנושים לדחיית ריבית בסך של 65 מיליון שקל, ללא כל פיצוי לנושים.

החברה פרסמה במרץ 2013 את עקרונות המתווה להסדר חוב.⁶⁶ המתווה גובש בין הנציגות של מחזיקי האג"ח – שהורכבה מגלעד ואקסלנס (בעקבות פרישת פסגות מהנציגות ופסילת הראל על ידי הרשות לניירות ערך) – לבין החברה. על המשא ומתן ניצח מטעם החברה בעל השליטה. המתווה הראשוני שגובש (וכלל את התנאי "ההכרחי" של פטור מתביעות אישיות) קרס. ההצעות הראשונות התבססו על דחיית חוב ארוכה מאוד, יותר מעשור, ויתור של עשרות אחוזים מהחוב, ואי-ודאות גבוהה ביחס לביצוע ההסדר בעתיד. נוכח ההתרחשויות המאוחרות אין כל משמעות למתווה זה, אך אילו היה מאושר ההסדר, הוא היה הופך לתקדים הפוגע קשות במשמעות השוק, נוכח ויתור גדול על החוב ללא פיצוי הולם, ללא מתן ביטחונות לביצוע ההסדר, וללא החלפת ההנהלה או השליטה בחברה.

באפריל 2013 פנו נושי אי.די.בי פיתוח לבית המשפט בבקשה לסעד זמני. הם דרשו להכריז שהחברה חדלת פירעון ולכפות עליה הסדר חוב כפוי (שכונה בקשת הבראה). החברה טענה בתשובה כי אין כל בסיס לבקשה והיא כשרת פירעון.⁶⁷ הבקשה הייתה תקדימית, נוכח העובדה שהיו בקופתה של החברה מזומנים לתשלום חוב במשך כשנה.

בית המשפט דחה לבסוף את הבקשה לסעד זמני, אבל מינה בעל תפקיד שכונה "משקיף חיצוני", כדי שישגיח על פעולות החברה ועל הממשל התאגידי הלקוי, שבו רוב הדיירקטורים בקבוצה נמנו עם משפחות בעלי המניות.⁶⁸ בהמשך החליט בית המשפט להקפיא את כל תשלומי החברה – דה פקטו, מצב של הקפאת הליכים חלקית – וכפה עליה למכור את הנכס העיקרי בבעלות ישירה של אי.די.בי פיתוח (חברת כלל ביטוח) בתוך תקופה קצובה. ההחלטה סתמה את הגולל על הניסיון לקדם עסקת בעלי עניין של מכירת כלל ביטוח לכור, להבדיל מעשרות עסקאות בעלי עניין שביצע בעלי השליטה קודם לכן.

המשא ומתן עבר הרבה תהפוכות, שהיריעה קצרה מלהכיל. במהלך הדיונים בתיק נוצרו תקדימים משפטיים, שהחשוב שבהם הוא האיום באובדן שליטה כלפי מי שהוגדר כ"טייקון" במשק הישראלי. המתווים שהעלו נושי אחזקות ופיתוח היו דומים לשיטות הטיפול בחדלות פירעון הנפוצות בעולם, בין היתר בארצות הברית. מתווים אלה כלל לא הוצעו בישראל קודם לכן. אחד המתווים שעלה היה העברת מניות לנושים וחלוקתן באופן שווה ביחס לגודל החוב (pari passu); או הותרת "חבילת שליטה" בידי נאמן מטעם הנושים, שיקיים מכרז וימכור את השליטה לכל המרבה במחיר, לכשיבשילו התנאים.

⁶⁶ לדיווח החברה לבורסה ראו maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=801293.

⁶⁷ ראו maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=810926.

⁶⁸ ראו maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=811824.

6.6 גילת

הסדר החוב בגילת ממחיש כיצד הסדר חוב נכון מצליח לשרת את הנושים, להבריא את החברה, ובמשתמע לתרום לכלכלה ולהשריש נורמות ראויות בשוק ההון. הסדר החוב גובש בזמן הקפאת ההליכים בשל חובות החברה. גילת הייתה חייבת לבעלי האג"ח כ-360 מיליון דולר, לבנק הפועלים כ-100 מיליון דולר, לבנק לאומי כ-30 מיליון דולר ולבנק דיסקונט כ-13 מיליון דולר. הסדר זה שונה בתכלית מכל ההסדרים האחרים בגישתו הבסיסית לשאלה, מהו הסדר חוב וכיצד יש ליישמו. להלן מאפייניו העיקריים של ההסדר:⁶⁹

- מלכתחילה ההסדר אינו מתבסס על גורם חיצוני שיזרים כספים לפירעון חובותיה של החברה, וגובש כך שהמקור הבלעדי להחזר החוב הוא כושר הרווחיות ותזרים המזומנים העתידי הצפוי של החברה. לפיכך הושם הדגש על הבראה תפעולית של החברה, ולא על הסדר פיננסי.
- התוכנית העסקית החדשה של החברה נבחנה על ידי משרד רו"ח בטרם הוגשה לבית המשפט.
- הסדר החוב גובש עם הנושים הבלתי מובטחים והמובטחים של החברה, כחבילה אחת.
- בעלי האג"ח קיבלו 80% ממניות החברה תמורת 77% מהסכום שהחברה הייתה חייבת להם (כ-278 מיליון דולר). כנגד יתרת החוב לבעלי האג"ח (כ-83 מיליון דולר) הנפיקה החברה אג"ח חדשות המירות למניות.
- לבנק הפועלים הוקצו 18 מיליון מניות, המהוות כ-7% ממניות החברה, תמורת 25 מיליון דולר מתוך חוב החברה לבנק. סוכם שיתרת החוב לבנק (71 מיליון דולר) תיפרע במשך 10 שנים, שמתוכן שתי שנות גרייס על הקרן.
- להבטחת כלל חובותיה והתחייבויותיה של גילת לבנק הפועלים, רשמה החברה שעבוד על כלל נכסיה ושעבוד ספציפי על מניות חברה בת של גילת.
- החוב ללאומי (30 מיליון דולר) נפרס לפירעון במשך 10 שנים.

כאמור הדגש היה על ארגון מחדש. הנושים שהפכו לבעלי המניות החדשים מינו לחברה מנכ"ל ויו"ר דירקטוריון חדשים, שהחליפו את ההנהלה הקודמת. פעולתם הנבונה והנכונה של הנושים, שלקחו את מושכות החברה, הצליחה תוך תקופה לא ארוכה להבריא את גילת.

6.7 סיכום הסדרי החוב הנבחרים

היקף החוב בשבע החברות שנסקרו לעיל מגיע לסך של כ-40% מסך החוב שנכנס להסדר משנת 2009, אף שמדובר במספר לא גדול של חברות מתוך יותר ממאה שנכנסו להסדר חובות. הסדרי החוב שנסקרו הם בין הגדולים והמשמעותיים ביותר, ועל כן מייצגים מגמות, וניתן ללמוד מהם במידה מסוימת על התנהלותו של כלל השוק. הסיכום להלן מתבסס על סקירת שבע החברות וכמו כן על הסדרי חוב נוספים במשק, שלא פורטו בסקירה.

אחת המסקנות מההסדרים בישראל היא הנחיצות לבצע בדיקת נאותות לחברה ולבחון, טרם הכניסה למשא ומתן להסדר, אם יש בכלל מקום לבצע הסדר חוב בחברה. במצב הקיים, הנושים אינם מסוגלים לבצע בחינה כזו כי אין להם נגישות למידע פנימי על מצב החברה לאשורו. כאמור, לא תמיד הסדר חוב צריך להיות ברירת המחדל – אם אין הצדקה להמשך

⁶⁹ misc-148-78-254-86.pool.starband.net/investor/20f/20f-02.pdf

קיומה של חברה אין גם הצדקה להסדר חוב – ועל כן יש לבדוק תחילה אם נכון לעשות הסדר חוב בחברה שבקשיים. כניסה למשא ומתן להסדר כרוכה בהוצאות רבות, העולות בחלוף הזמן. בתרחיש שבו הצדדים אינם מצליחים להגיע להסדר והחברה מגיעה לפירוק, ההוצאות שהושקעו במשא ומתן נגרעות מכיס הנושים. בדיקת ההיתכנות של ההסדר צריכה להתבצע בשיתוף החברה, שתחשוף בפני נציגות הנושים את מלוא המידע הרלוונטי.

על פניה, בדיקה כזו מובנת מאליה וצריכה להתבצע לכל אורך התהליך – בתחילתו, במשך המשא ומתן, וגם לקראת סופו, על מנת לשקול את כדאיות הסדר החוב לעומת חלופת הפירוק. בפועל, בדיקה כזו לא נעשית בשוק הישראלי, בעיקר משום שלנושים אין מידע מהימן על מצב החברה המבקשת הסדר חוב. בכמה מדינות בעולם, למשל יפן ואנגליה, בדיקת היתכנות היא שלב הכרחי לחברה שרוצה לבצע הסדר חוב. הרציונל העיקרי הוא לסנן מראש חברות שאינן ראויות להיכנס למסלול של הסדר חוב. בדיקה כזו מסוגלת לחסוך בעלויות משא ומתן לצדדים וגם למערכת המשפט. לא מעט מהחברות הישראליות שניהלו משא ומתן להסדר חוב התגלגלו בסופו של דבר לפירוק, וההוצאות שהושקעו במשא ומתן באו על חשבון הנושים.⁷⁰ בנוסף, הצדדים שמנהלים משא ומתן ארוך השקיעו כספים ומשאבים בהליך, וישנו קושי לשנות כיוון בזמן המשא ומתן, ולחזור אחורה ולהחליט על פירוק.

בדיקת היתכנות מחייבת קבלת מידע מהימן מהחברה על אודות מצבה, ברוח של גישת לונדון. החברות לא ינדבו מידע מרצונן הטוב, קל וחומר כאשר המידע עלול להוביל לפירוק. אין זה אומר שבדיקת היתכנות אינה ניתנת לביצוע, אלא שיש לוודא שהנושים ובעל התפקיד יקבלו מידע מקדמי. התמריץ יכול להיות בצורת "מקל" ו"גזר", למשל חברה שלא תספק מידע לא תהיה רשאית להיכנס למשא ומתן להסדר חוב, וחברה שתשתף פעולה תזכה להקפאה זמנית מצד הנושים. מסקנה נוספת, מקדמית לניתוח תוצאות הסדרי החוב, היא תלות של הנושים ב"רצונה הטוב" של החברה לפתוח במשא ומתן. בהחלט ייתכן שהחברה סבורה כי אין מקום להסדר וביכולתה לשרת את החוב. ניהול החברה במצב עניינים רגיל מופקד בידי ההנהלה, המתמנה על ידי בעלי המניות – בעלי השליטה בשוק הישראלי – ולנושים אין זכות להתערב בניהול זה. קביעה זו פחות קטגורית בתחום האפור של Bankruptcy Zone, כאשר החברה עדיין כשרת פירעון, אבל הסימנים מעידים כי היא עלולה להיקלע לחדלות פירעון בוודאות גבוהה. מדובר באינדיקציות אובייקטיביות כגון היעדר יכולת למחזר חוב, מצוקה תזרימית, הרעה בסביבה העסקית, שווי נכסי נקי (NAV) שלילי ועוד. במצבים מסוג זה מוטלת על החברה חובה להניח את דעתם של הנושים כי תוכל לעמוד בהתחייבויות, משום שהמשך המצב הקיים פוגע בנושים ומוריד את סיכויי ההצלחה של הסדר החוב. האפשרות היחידה לכפות על החברה לנהל מגעים להסדר, היא באמצעות פנייה לבית המשפט. הגשת בקשה כזו כרוכה בהוצאות רבות, והיא פותחת פתח לסחבת משפטית ארוכה, גם במקרים שזמן הוא מרכיב חיוני בהצלחת הסדר החוב.

סירובה של חברת אי.די.בי אחזקות לנהל משא ומתן להסדר במשך תקופה, בעת שהקונצרן הגיע למעשה לחדלות פירעון (נוכח אי-תשלום ריבית לפי לוח הסילוקין), מצביע כנראה על היעדר סנקציות משפטיות ממשיות שיכולים לנקוט הנושים

⁷⁰ בין החברות האלה אפשר לציין את אמפל-אמריקן ישראל קורפוריישן, אולימפיה החזקות נדל"ן, דוראה השקעות ופיתוח, לגנא הולדינגס, סיביל ג'רמני פאבליק קו לימיטד, נאות הפסגה מודיעין עילית, קמן אחזקות, אקסום, אורן השקעות, גילאון השקעות, קמור, ב.ס.ר אירופה. לחלק מהחברות ברשימה מונה מפרק קבוע, לחלקן מונה מפרק זמני, וכנגד אחרות תלוי צו פירוק.

נגד חברה סרבנית.⁷¹ העמדת פנים כי עסקי החברה מתנהלים כתמול שלשום, והמשך מתן תגמול נדיב לבכירים כשהחברה נמצאת על סף קריסה, מעלה טעם לפגם. זהו סימן להיעדר הרתעה, והיעדר due diligence.

הסדרי חוב הם תמונת ראי לחלופה אחרת, ובחדלות פירעון החלופה העיקרית היא פירוק החברה. ככל שחלופה זו פחות טובה וזמינה, כך חלופת ההסדר הופכת להיות עדיפה בעיני הנושים. מדדי הבנק העולמי, שבחן את הליכי חדלות הפירעון (חלופת הפירוק) בישראל, הראו תוצאות עגומות. אפשר שהנושים מעריכים כי חלופת הפירוק אינה ראויה, ועל כן כושר המיקוח שלהם במשא ומתן להסדר הוא נמוך.

ההסדר בדלק נדל"ן חידד את הדילמה שבפניה ניצבים לא אחת בעלי האג"ח: האם לבחור בחלופת הפירוק ו"לחנך" את בעל השליטה באמצעות הליכים משפטיים; או שמא להסכים להסדר חוב, שאמנם מחזיר שיעורים קטנים מהחוב המקורי, אך מקנה ודאות ושיעורי החזר חוב יותר גבוהים לעומת פירוק. בית המשפט שדן בהסדר עמד על הבעייתיות בחלופת הפירוק, שאולי הייתה משרתת בצורה טובה יותר את האינטרס הציבורי, לצד סיכוי מסוים להטיל אחריות אישית על הנהלת החברה ובעל השליטה, אבל להערכת בית המשפט הבטיחה החזר של כ-10% בדיבידנד פירוק, לפני עלויות עתידיות של הליך משפטי יקר. מחזיקי האג"ח, בראשם הגופים המוסדיים, לא סברו כי עליהם לשרת את "האינטרס הציבורי", והעדיפו כמעט פה אחד את חלופת ההסדר.

מנגד ניתן לסבור, כי ללא קשר לאינטרס הציבורי היה על מחזיקי אג"ח להעדיף את חלופת הפירוק משיקולים עסקיים, ולא משיקולים של "אינטרס הציבור". ייתכן שחלופת הפירוק משרתת את האינטרסים של בעלי החוב בטווח הרחוק, כיוון שהגופים המוסדיים הם שחקנים חוזרים, והחלת נורמות התנהגות רצויות בשוק ההון תטיב אתם בטווח הארוך, למרות פגיעה אפשרית בטווח הקצר. טיעון זה נכון בהתקיים מספר תנאים, בראש וראשונה שפירוק החברה יאותת לכלל השוק, שהנושים מענישים הנהלה שסרחה במטרה למנוע הישנות סיכון מוסרי בכל השוק. צעד זה הוא הולם, כאשר קיים אינטרס שהנהלת החברה או בעליה לא יישארו במקומם בשל אחריותם להידרדרות החברה. שיקול זה לא חמק מעיני העוסקים בנושא. Moyer טוען כי הסדר חוב עלול להיות משחק עם תוחלת שלילית, כאשר אחד השחקנים רוצה ליצור מוניטין למשחקים אחרים ומוכן להשאר אחריו "אדמה חרוכה".⁷² דיון זה מעלה את השאלה מהו התפקיד שצריכים למלא הגופים המוסדיים בשוק ההון, וכאמור לעיל בפרק 5, מדיניות ראויה צריכה לעודד את הגופים המוסדיים למלא תפקיד רחב ואקטיביסטי.

מסקנה העולה מההסדרים עצמם, היא שהשוק הישראלי מתמקד בהיבטים פיננסיים של הסדרי החוב, ומזניח היבטים עסקיים-תפעוליים. הסדרי חוב שונים מהדפוס האמור היו אלה שנעשו בגילת ובצים, שגובשו כחלק אינטגרלי מתוכנית הבראה ולא כהסדרי חוב שנועדו לפתור קשיים פיננסיים. ההתמודדות עם קשיים פיננסיים בלבד מפשטת את ההסדר לשני הצדדים. לעומת זאת התמודדות עם קשיים תפעוליים מצריכה הכרה בשגיאות העבר, שעליהן צריך לתת את הדעת מי שניהל את החברה טרם ההסדר ולעתים מייצג אותה במהלכו. מצד הנושים מצריך מהלך כזה השקעת משאבים באיתור כשלים, והשקעת משאבים נוספים בעתיד במעקב אחר ביצוע ההסדר התפעולי. היעדר השקעה בהיבטים תפעוליים ובגיבוש תוכנית עסקית – מרכיב הכרחי בהסדרי חוב בחוץ לארץ – עלול להוביל לאי-ביצוע ההסדר, כפי שקרה בלא מעט חברות.⁷³

⁷¹ לאחר החלטה על דחיית הריבית, שאושרה באספת מחזיקי האג"ח, הודיעה החברה שהיא פותחת במגעים "לחיזוק המבנה הפיננסי של החברה", ללא ציון העובדה שהחברה אינה מסוגלת לעמוד בהתחייבויות ומבקשת הסדר חוב.

⁷² עמדת Moyer ראויה לציון, כי הוא עסק רבות בחובות במצוקה ובהסדרי חוב, בפן המעשי ולא רק בפן התאורטי.

⁷³ רשימת החברות שביקשו הסדר חוב בפעם השנייה כוללת את החברות האלה: סוברין נכסים, וויטסמוק תוכנה (לשעבר "אלדן טק"), פרופיט תעשיות בנייה, פולאר השקעות, שפיר פרויקטים, אורכית תקשורת, אס.אר. אקורד, גמול השקעות.

כמפורט לעיל בפרק 4, הגופים המוסדיים נעדרים תמריצים להשקיע משאבים בהסדרי חוב שאינם משיאים את שורת הרווח שלהם. במהלך הסדרי החוב, הגופים המוסדיים חרדים למוניטין שלהם לאור הסיקור התקשורתי, שעשוי להתגבש גם לפגיעה ממשית ברווח. אבל המצב משתנה לאחר ביצוע ההסדר; העניין הציבורי בהסדר (בהנחה שהיה קיים) פוחת, והגופים המוסדיים אינם מעוניינים להמשיך במעורבות פעילה בחברה, שמשמעותה פגיעה ברווחיהם. בהסדר החוב באפריקה ישראל ניתנה לנאמן זכות למנות דירקטור חיצוני אחד במשך תקופה של חמש שנים בלבד, קרי עד 2015, אף על פי שהתשלומים לבעלי האג"ח צפויים להימשך עד 2025.

הסדרי חוב אחרים כלל לא התייחסו להיבטים תפעוליים, אף ברמת מינוי דירקטור. התנהלות זו עומדת בניגוד מוחלט להסדר שבוצע בגילת, שהתייחס הן להיבטים פיננסיים הן להיבטים עסקיים, והוכיח את עצמו כמוצלח מאוד. בגילת הפכו נושי החברה לבעלי המניות, ולכן היה להם תמריץ ברור להבריא את החברה ולגבש הסדר המתייחס לשלל ההיבטים הפיננסיים והתפעוליים.

סביר להניח שמקור ההבדלים הוא בתמריצים השונים של הצדדים. בעוד שבגילת הפכו הנושים לבעלי מניות, ביתר המקרים אין לגופים המוסדיים תמריץ לגלות מעורבות בחברה לאחר סיום המשא ומתן. במקרה של צים, החברה לישראל גיבשה תוכנית הבראה ככל הנראה במטרה להבטיח שהזרמת הכספים הגבוהה לא תרד לטמיון, וכדי לשכנע עשרות נושים בארץ ובעולם שחלופת ההסדר היא הטובה ביותר – לאור תוכנית הבראה אמינה המגובה בהזרמת הון חיצונית. רוב החברות במשק (לא בהכרח החברות שנותחו לעיל) העדיפו לבצע הסדר חוב פיננסי ללא תוכנית התייעלות מקיפה. דפוס פעולה זה מחמיץ את ההזדמנות, הטמונה בהסדר, להבריא את החברה שבמשבר. סקירה משווה מראה שהמרכיב של תוכנית עסקית הוא לבו של כל הסדר חוב, ולא ניתן לאשר הסכם ללא תוכנית עסקית חדשה.

תובנה נוספת מההסדרים שנעשו היא, שבהיעדר כל מסגרת זמן פורמלית, ההסדרים יכולים להימשך תקופה ארוכה מאוד. חברה שאינה מצליחה להגיע להסדר עם הנושים, לא תסכים במהרה ומרצונה החופשי לחלופת הפירוק. היא תעשה ככל העולה בידה למשוך זמן ולהמשיך במשא ומתן, בתקווה לסחוט מהנושים הסכמה לויתורים. ברוב המקרים תסתיים גרירת הרגליים בפירוק, אבל תעלה כסף לנושים, ולכן אילוץ חיצוני יזרז ויטיב את התהליך. בהנחה שכל הצדדים רוצים להגיע להסדר חוב, הקצבת זמן עשויה להיות לטובתם בלבד.

שינוי התהליך של משא ומתן להסדר באמצעות תיקון 18 ישפיע בוודאי על תוצאות ההסדרים העתידיים, אבל מוקדם מדי לסכם את תוצאות הרפורמה. מכל מקום, אין בתיקון זה מזור לכל הכשלים שצוינו לעיל, אם כי צפוי שהתיקון יסייע לתקן חלק מהם. לאור הסיקירה והניתוחים בפרקים הקודמים, אפשר למנות מספר מרכיבים כלליים (שלאו דווקא משקפים את המצב המצוי אלא יותר את המצב הרצוי) שראוי שיעמדו ביסודו של כל הסדר חוב. המרכיבים המצוינים להלן אינם מהווים רשימה סגורה, המבטיחה הסדר חוב מיטבי בכל המקרים האפשריים, אלא עקרונות כלליים להתוויית שיקול הדעת של הצדדים המעורבים בהסדר החוב:⁷⁴

1. **הקלה בנטל החוב:** לוח תשלומים חדש צריך להתאים ליכולת הפירעון של החברה לאחר הסדר חוב, ולאפשר הבראת החברה והמשך תקין של פעילותה.

⁷⁴ רשימת המרכיבים העומדים בבסיס הסדרי החוב מבוססת בחלקה על המאמר "חוב וסדר: ממשבר להסדר? שוק אגרות חוב הקונצרניות הדור הבא", שהופיע בגלובס מחקרים. ראו smile.globes.co.il/research/cbonds.pdf.

2. **פיצוי לנושים:** על בעלי האג"ח לקבל פיצוי תמורת מחילת חוב או דחיית פירעונות לפי לוח התשלומים המקורי. תמורה זו יכולה להיות בצורה של הקצאת מניות החברה לנושים או מכשירים פיננסיים אחרים, כגון אופציות או אג"ח להמרה. בידי הנושים לדרוש כינונם של מנגנונים נוספים, שיגנו ויפצו על ויתוריהם. מנגנון נוסף הוא הזרמת הון בעלים לחברה. הזרמת הון חיונית הן מהיבט חיזוק הצד הפיננסי הן מהיבט ההצהרתי של הבעת אמון בחברה. אין חיוב בדין לעשות כן, לאור העיקרון שחברה בע"מ היא אישיות משפטית נפרדת מבעלי המניות. פיצוי מלא לא תמיד אפשרי, כי אחרת אין ויתור על החוב אלא המרתו בהון מניות. הנושים ובעלי המניות נדרשים לויתורים הדדים, בידיעה שחלופת הפירוק תביא לתוצאות גרועות יותר.
3. **שינוי בממשל תאגידי ומבנה החברה:** הסדר החוב נועד לטפל בכלל בעיותיה של החברה, ולא רק בפריסה פיננסית של החוב. עליו לשפר הן את מבנה ההון של החברה הן את המבנה התאגידי, למשל "לשטח" מבנה פירמידלי שמקשה על פעילות תקינה.⁷⁵ באותו אופן צריך גם הממשל התאגידי של החברה לעבור שינויים במידת הצורך.
4. **שיתוף פעולה עם הבנקים:** כאשר שחקן מהמערכת הבנקאית מעורב בהסדר חוב, קשה עד בלתי אפשרי להוציא לפועל את ההסדר, כיוון שהבנקים זכאים לממש ערבויות ושעבודים בחברה, והם עלולים להכשיל בכך כל הסדר חוב. גם אם הבנקים אינם מעורבים בהסדר, בסיום התהליך החברה זקוקה לאשראי חדש, כדי לחזק את איתנותה הפיננסית ולהתחרות בהצלחה בשוק. שיתוף הפעולה עם הבנקים יכול להתקיים גם במתן אשראי נוסף או בהגדלת מסגרות האשראי לחברה (new money).
5. **הבראה תפעולית ועסקית:** שינוי המבנה הפיננסי או התאגידי בלבד אינו מסוגל לפתור בעיות עומק בחברה שנקלעת לחדלות פירעון. בדרך כלל חברה כזו זקוקה לשינוי, שיתן מענה לבעיות העסקיות והתפעוליות שדרדרו את מצבה ערב הכניסה להסדר החוב. הדבר חיוני כדי להבטיח שהחברה לא תיקלע לקשיים כעבור זמן קצר מהסדר החוב בשל כשלים קודמים. שינוי תפעולי יכול לכלול שינוי בשכר העובדים וההנהלה, צמצום או שינוי אופן הפעילות, החלפת השדרה הניהולית ועוד. כדי למקסם את סיכויי ההבראה, הנושים רשאים לדרוש מנגנונים שיקנו להם מעמד ויכולת התערבות בניהול עתידי של החברה, כגון מינוי דירקטורים חיצוניים, אמות מידה פיננסיות באג"ח החדשות, מתן זכות וטו על השקעות עתידיות, הסדרת חלוקת רווחים ושינוי תנאי ההעסקה של הנהלת החברה.

⁷⁵ ראו את "טיטות המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק" המתייחסת לחסרונות של שליטה באמצעות מבנה פירמידלי: www.mof.gov.il/lists/list26/attachments/291/2011-1111.pdf

7. עיקרי ההמלצות להסדרה

הסקירה לעיל הצביעה על כשלים בשוק הישראלי לכל אורך השרשרת של ביצוע הסדרי החוב, החל בחוסר היעילות הכללית של הליך חדלות הפירעון, דרך ניתוח תמריצי השחקנים הרלוונטיים, וכלה בעניינים פרוצדורליים שבכוחם לשפר את היעילות וההוגנות של ההליך. הפרק הנוכחי מציע כיוונים לתיקון הכשלים ולהסדרה של התופעה. הסדר חוב הוא הליך מורכב ואין "מתכון" אחד שיפתור את כלל הבעיות, אך אפשר להצביע על כיוונים כלליים הדורשים בחינה נוספת. כפיית רגולציה במשא ומתן וולונטרי שמנהלים הנושים והחברה פוגעת בחופש הבסיסי לנהל משא ומתן ולכרות הסכמים רצוניים, ולכן ראוי שזו תינקט רק בכשלי שוק ברורים כגון בעיית הסוכן. ההמלצות שלהלן חולקו להמלצות כלליות הנוגעות לחסמים ולתמריצים של השחקנים המעורבים בהסדרי חוב, ולהמלצות המתייחסות בעיקר לתהליך.

7.1 החסמים והתמריצים

ייעול הליך חדלות פירעון והליך הסדר חוב: כדי לחזק את כוח המיקוח של הנושים, במיוחד של הנושים הלא מובטחים, ולהעמיד שתי אפשרויות כדאיות (הסדר חוב או פירוק) נגד עיני השחקנים, רצוי לבצע שינויים בכל הליך חדלות הפירעון. לאורך שנים מצביעים המדדים של הבנק העולמי, שההליך בישראל יקר, ארוך ומסורבל, ואינו מהווה חלופה ראויה להסדר חוב. במצב השורר כיום הנושים מעדיפים הליכי פירוק רק במצבי קיצון, כלומר כאשר הסדר חוב כלל אינו אפשרי או שהוא מניב תוצאות זעומות. אף שלא ניתן לפסול את האפשרות שהמדדים של הבנק העולמי אינם מדויקים, התנהגות הנושים וההעדפה הברורה להסדר חוב על פני הליך של פירוק הם אינדיקציה לכך שהליך הפירוק טעון שיפור. שיפור כזה – בעיקר קיצור משך הזמן והוזלת ההליך – יהא צעד משלים להבטחת הליך הוגן ויעיל של הסדר חוב.

בנוסף, חשוב שהסדר החוב יהיה הליך ודאי, פשוט ויעיל עד כמה שניתן. התהליך בצורתו הנוכחית מצטיין בריבוי שחקנים, המקשה על משא ומתן יעיל והגעה להסכם בפרק זמן קצר. אפשר לשקול הרחבת סמכויות הכנ"ר (כונס הנכסים הרשמי) בדומה לסמכויות של ה-US Trustee בארצות הברית, שיוכל למנות חברי נציגות בהתייעצות עם רשות ניירות הערך, או מודל שבו ייקבע מספר חברי הנציגות מקסימלי, כך שהנציגות תורכב ממספר מצומצם של הנושים הגדולים ביותר. אפשרות נוספת לפשט את גיבוש הסדר החוב, היא לקבוע שתקיים נציגות אחת לכל סדרות האג"ח, הן לסדרות הארוכות הן לסדרות הקצרות, ואספה אחת תאשר הסדר חוב. למרות הבדלי האינטרסים בין הסדרות, נציגות אחת תקל על כל השחקנים בניהול המשא ומתן, ותמנע סחטנות אפשרית של סדרה אחת.

בנוסף, ההליכים בבתי המשפט מתאפיינים ב"יצירתיות משפטית", שפוגעת בוודאות של השחקנים. מיסוד התהליך, שמצוי עדיין בהתהוות ובקביעת הלכות משפטיות, יתרום להגברת הוודאות ויקל על הנושים ועל החברות בהחלטתם אם לפנות למסלול של הסדר חוב בעיתוי המתאים.

שיפור התמריצים של הגופים המוסדיים והחברות: במצב הנוכחי הגופים המוסדיים נעדרים תמריצים חזקים להשקעת משאבים למען הסדר חוב מיטבי, שיבטיח את שיפור מבנה החברה ואופן פעילותה. המצב הזה נכון בזמן המשא ומתן, וקל

וחומר לאחר סיום הסדר החוב. יש בכך החמצה הן לנושים הכורתים הסכם חדש עם חברה הממשיכה לסבול מבעיות בגיבוי נקלעה להסדר, הן לחברה שהסדר החוב מטיל עליה אילוץ חיצוני לבצע פעולות נחוצות להבראתה, שלבסוף אינן מתבצעות.⁷⁶

שינוי מודל התגמול יכול להיות דו-כיווני, מצד אחד חלוקה שונה של הוצאות של הגופים המוסדיים לצורך גיבוש הסדר חוב אף מעבר לחמישים האחוז המותרים, למשל השתתת חלק מההוצאות על החברה וחלק גדול יותר על העמיתים; ומהצד האחר הכללת הוצאות הפיקוח והבקרה על ביצוע הסדרי חוב – ולא ניהול המשא ומתן בלבד – בהוצאות הישירות שניתן לגבותן מהחברה או מהעמיתים. אפשרות זו תעודד את הגופים המוסדיים לערוך הסדרי חוב המוכוונים לטווח ארוך והמתמודדים עם כלל הבעיות של החברה בהסדר, תוך מתן תמריץ לפיקוח על ביצוע ההסדר.

שיפור התמריצים צריך להיות גם במישור מְנַהֵל החברות ובעלי השליטה, כדי לעודדם לבצע את הסדר החוב בעיתוי הנכון, שימקסם את סיכויי הצלחת ההסדר ואת הבראת החברה לאחר מכן. עיתוי ההסדר הוא קריטי להצלחת ביצועו. תחילת משא ומתן להסדר חוב בשלב מאוחר מדי, כאשר החברה מצויה בקשיים, עלולה להיות חסרת משמעות אם החברה כבר מצויה בקשיים גדולים ואין ביכולתה לקבל אשראי חדש או להמשיך בפעילות. חשוב שלבעלי השליטה יהיו תמריצים חיוביים (כמו למשל הותרת נתח מסוים מהון המניות לאחר הסדר החוב) ותמריצים שליליים (כמו למשל היעדר אפשרות לקבל פטור מתביעות, ואף הטלת אחריות אישית) לבקשת הסדר חוב בעיתוי שאינו מאוחר מדי. באופן דומה, התגמול למנהלי החברה יכול להיות מושפע ממידת שיתוף הפעולה שלהם במהלך המשא ומתן ומתרומתם לאחר מכן.

7.2 שיפור התהליך

מסגרת כללית לאופן גיבוש הסדר חוב: המגזר הפיננסי והמגזר העסקי בשיתוף פעולה עם הרגולטורים הרלוונטיים יכולים לגבש מסגרת כללית להסדר חוב, שתשמש מעין "מדריך להסדר חוב" ותסייע לצדדים לנהל את ההליך. אפשר לבסס את המסגרת על עקרונות בינלאומיים, למשל שמונת העקרונות של Insol.

המסגרת תנחה את הצדדים לאורך גיבוש ההסדר, החל בשלב המגעים טרם כניסה להסדר ועד לשלב הסופי של אישור ההסדר, ותשמש גם את בית המשפט המפקח על ההסדר. המסגרת יכולה להיות נטולת מעמד נורמטיבי מחייב, או לחלופין, לכפות על הצדדים אופן פעולה ולוח זמנים שסטייה מהם תצריך אישור של כל הצדדים המעורבים, או אישור של בית המשפט. אף אם למסגרת לא יהא מעמד מחייב, היא תנח תוואי ברור שעל הצדדים לדבוק בו. מסגרות כאלה הוכיחו את עצמם והן מצויות בשימוש ביפן, בתאילנד, בהונג קונג ובעוד מדינות. השוק הישראלי עדיין מצוי בשלבי למידה והתגבשות, ולכן מדריך כגון זה עשוי לכוון את השוק לפרקטיקות יעילות יותר.

בתוך ה"מדריך" אפשר לכלול הקצבת זמן לניהול משא ומתן להסדר, היכולה לקצר את הזמן הנדרש להסדר ולחסוך בעלויות לגיבוש. התארכות המשא ומתן מזיקה לבעלי האג"ח ולחברה, כיוון שבזמן המשא ומתן החברה סובלת משיתוק בפעילות וחוסר ודאות, ולעתים היא מתרוקנת מנכסיה בגלל הוצאות ההנהלה. למשא ומתן עצמו יש עלות גבוהה, המתבטאת בתשלומים לבעלי המקצוע המעורבים בהסדר (ראו מקרה טאו למשל). הקצבת זמן, לעומת זאת, פוגעת בחופש החברות לנהל משא ומתן בקצב שהן מוצאות לנכון, והיא עלולה להיות חרב פיפיות שתכשיל את המשא ומתן במקום לסייע לו. ניתן אפוא להציע לוח זמנים במסגרת לא פורמלית ("המדריך"), כלוח זמנים שיכנס את הצדדים לתוואי מוגדר. הקצבת

⁷⁶ הסדר חוב הוא הזדמנות להבריאה חברה באמצעות השטחת פירמידה, אם החברה היא חלק מפירמידת חברות; צמצום או שינוי פעילות לא רווחית, מעשה שעשוי להיות כרוך בפיטורין; חילופי הנהלה; קיצוצי שכר; או דרכים אחרות להתייעלות.

הזמן יכולה לקבל מעמד נורמטיבי חזק יותר באמצעות לוח זמנים המוכתב על ידי בית המשפט וניתן להארכה באישורו, כמו למשל בהקפאת הליכים. החלטת בית המשפט בתיק של אי.בי.בי פיתוח קבעה תקדים בהקצבת זמנים לכלל הצדדים בהתקדמות בהסדר חוב, והיגיון זהה פועל במקרים נוספים של גיבוש הסדר חוב.

ביצוע בדיקת היתכנות של הסדר לחברה: טרם כניסה למשא ומתן, הנושים יבצעו בדיקת היתכנות של הסדר חוב על סמך הפרמטרים העיקריים של המשך קיום החברה כעסק חי, ובדיקת כדאיות של חלופת הפירוק לעומת החלופה של הסדר חוב. על הבדיקה להתבצע בשיתוף החברה, שתמסור את כל המידע הרלוונטי. חברה שלא תשתף פעולה לא תוכל להשתמש באופציה של הסדר חוב, והחלופה היחידה שתעמוד מול עיניה היא חלופת הפירוק. ניתן ליישם הצעה זו על ידי הוספת סמכות למומחה מטעם בית המשפט לבצע בדיקה מקדמית, על סמך מידע שיקבל מהחברה, כשלב מחייב ומקדמי למשא ומתן להסדר חוב.

זהות והסמכת מומחה מטעם בית המשפט: יש מקום לשקול הקמת מאגר מומחים ובעלי מקצוע להסדר חוב, שיעברו הכשרה ויפעלו בהתאם לתעריפים ולתקנון מסוימים, בדומה לפרקטיקה הנהוגה ברבות ממדינות העולם, למשל יפן וצרפת. מומחה לחדלות פירעון חייב להיות בעל ידע וניסיון ייחודיים בתחום חדלות פירעון, שיקום חברות וממשקים בין משפט וכלכלה. פרקטיקה דומה קיימת בהליכי בוררות, גישור ופישור. בהליכי בוררות שהמדינה מעורבת בהם ישנו תעריף חשכ"ל, וניתן לקבוע שכר בהתאם לכישורי המועמד. במשא ומתן להסדר חוב, אחת האפשרויות היא שהכנ"ר ימליץ על מספר מצומצם של מומחים מתאימים בכל הסדר מתוך מאגר מומחים, יפרט את המומחיות של כל מועמד, ובית המשפט יבחר. בד בבד, הצדדים בהליך לא יהיו רשאים להתערב או לחוות את דעתם על זהות המומחה.⁷⁷

הסכנה בהסדר זה היא שתעריף קבוע עלול להוציא מהשוק מומחים מהשורה הראשונה, שלא יהיו מוכנים לקחת על עצמם את התפקיד אלא בשכר גבוה מאוד. אין מניעה לתת מענה גם במקרים חריגים ומורכבים, למשל באישור בית המשפט הצדדים יורשו לגייס מומחים שלא מן המאגר.

הגבלת הוצאות שכר: משא ומתן להסדר יכול להימשך תקופה ארוכה מאוד, ובמהלכו ההנהלה ובעלי השליטה ממשיכים לקבל תגמול כתמול שלשום, שלעתים אינו הולם את מצב החברה. אפשר אפוא להעניק למומחה הבוחן את ההסדר אפשרות להגביל את תגמול בעלי השליטה ונושאי המשרה, ולצמצם את הוצאות החברה בתקופת ההסדר.

שיפור הממשל התאגידי ומבנה פעילות החברה: הסדר חוב הוא הזדמנות לשיפור הממשל התאגידי הרופף למדי במשק הישראלי. בדומה לתיקון 16, ניתן להציע תיקון של ממשל תאגידי לחברה שעברה הסדר חוב בשיטת "אמץ או הסבר", קרי אם הצדדים אינם מאמצים את הקוד המוצע עליהם להסביר מדוע החליטו להשאיר את ההסדר הישן על כנו. הקוד החדש יכול להתייחס לכללי חלוקה חדשים, דיווח מוגבר לנושים, אישור עסקאות בעלי עניין, ושינויים מבניים בתגמול מנהלים בחברה. לצד שינויים בממשל התאגידי ניתן לבנות מנגנון פיקוח ובקרה של הנושים, שיעקוב אחר ביצוע הסדר חוב, למשל פיקוח דירקטורים מטעם הנושים. ככלל, בעלי המניות צריכים לפקח על הנהלת החברה ולנווט את דרכה, ולא הנושים. אבל בחברה

⁷⁷ היו מקרים שבהם מחזיקי האג"ח (הגופים המוסדיים) והחברה בקשיים "המליצו" לבית המשפט על זהות המומחה המועדף עליהם, כמו למשל בהסדר באי.די.בי אחזקות, שבו הצדדים ביקשו למנות את דורית סלינגר למומחה מטעם בית המשפט. המומחה צריך לפקח על הצדדים ולחוות את דעתו על חלופות להסדר חוב – עקרונית גם להמליץ על חלופת הפירוק – כלומר עליו להיות נטול כל אינטרס זר. אם הצדדים ממליצים על מינוי מאן דהו ברור כי המומחה הופך להיות תלוי במידה זו או אחרת באלה שהמליצו עליו, קל וחומר כאשר מדובר בשוק קטן ובשחקנים חוזרים.

שביצעה הסדר חוב ולא עמדה בהתחייבויות כלפי נושיה המצב שונה. בד בבד עם ההתקדמות בביצוע ההסדר אפשר להקטין את מידת ההתערבות, למשל על ידי הקטנת כמות הדירקטורים המתמנים על ידי הנושים.

הבראה תפעולית ועסקית: כל הסדרי החוב בישראל, ללא יוצא מן הכלל, התמקדו בצדדים פיננסיים של ויתורים ופריסת חובות מחדש, ותו לא. לעתים המצוקה אכן נובעת מבעיה תזרימית רגעית, אבל ברור שבחלק מהמקרים החברה נקלעת לקשיים בגלל בעיות מבניות. בנוסף, חלק מהחברות המבקשות הסדר חוב הן חברות אחזקה, קרי חברות פיננסיות מטבען, וטענה אפשרית היא שחברות כאלה זקוקות להסדר חוב פיננסי בלבד במעלה הפירמידה, ולא לכל אורכה. טיעון זה נכון באופן חלקי, משום שהסדר חוב מאפשר שיפור מבנה החברה, למשל השטחת הפירמידה במקום שאין הצדקה לקיומה. כאמור, ההסדרה במדינות אחרות בעולם דורשת, כמעט באופן גורף, התמודדות הן עם בעיות פיננסיות הן עם בעיות מבניות. התמודדות זו אינה מתקיימת בשוק הישראלי, בין היתר בגלל בעיית הנציג ומבנה שוק ההון. כדי לפתור כשל זה ניתן לחשוב על מספר אלטרנטיבות, אחת מהן היא להטיל על המומחה החיצוני לבחון תוכנית עסקית שיגבשו כל הצדדים במהלך המשא ומתן, כחלק מחייב מההסדר. בית המשפט יאשר את התוכנית העסקית לאחר המלצת המומחה כחלק מאישור ההסדר.

חוות דעת רגולטורית: מוצע שהרגולטורים יעבירו את עמדתם טרם אישור סופי של הסדר חוב, כדי שבית המשפט המאשר את הסדר החוב יוכל לקבל החלטה מושכלת, המשכללת את כל ההשלכות של המקרה הנידון בפניו. זווית הראיה של הרגולטורים המפקחים על הצדדים המעורבים – הרשות ניירות ערך, אגף שוק ההון והמפקח על הבנקים – שונה מזווית הראיה של בית המשפט הדין והמאשר הסדר חוב. הסדר חוב מסוים יכול להיטיב עם הנושים בהשוואה לחלופת הפירוק, אבל להרע עם כלל השחקנים בהיבט של סיכון מוסרי. חוות דעת כזו מוגשת לעתים על ידי הכ"ר, שרשאי להתייצב בהליך ולהביע את עמדתו, המגובשת לעתים בשיתוף פעולה עם הרשות לניירות ערך. ברם רגולטורים נוספים – אגף שוק ההון והפיקוח על הבנקים – אינם מביעים את עמדתם, אף שיש להם זווית ראיה ייחודית ושונה. מכאן שראוי להביא את עמדתם לבית המשפט במקרים מסוימים, בעיקר במקרים תקדימיים או במקרים של הסדר חוב גדול.

הגשת חוות דעת תטיל עלויות אדמיניסטרטיביות נוספות על הרגולציה בישראל, לכן יש לפתח מודל מאוזן. המודל הקיים לאישור פשרות בתביעות ייצוגיות, ניתן לאימוץ בשינויים מסוימים עבור אישור הסדרי חוב. כשצדדים בתביעה ייצוגית מבקשים להתפשר ומגישים הסדר פשרה לאישורו של בית המשפט, מובאת הפשרה לעיונו של היועץ המשפטי לממשלה, והוא אמור להמליץ לבית המשפט אם לאשר אותה, לשנותה או לדחותה. בית המשפט רשאי לאשר או לדחות את ההסכם בהתחשב בחוות הדעת של היועץ, המייצגת אינטרסים ציבוריים בפני בית המשפט. למשל, כל הסדר חוב יועבר טרם אישורו לעיון הרגולטורים, שיוכלו להחליט מתי ברצונם להתייצב ולהביע עמדה. או לחלופין, בית המשפט יכול לדרוש התייצבות ומתן עמדה, בהתאם לשיקול דעתו.

ההמלצות שלעיל שואפות לייעל את ההליך ולהבטיח את הגינותו. להשלמת התמונה צריך להדגיש שוב, שהכבדת הרגולציה לא תמיד משרתת את מטרותיה, והתוצאה הסופית יכולה להתברר כהפוכה מהמיוחל.

ביבליוגרפיה

בנק ישראל, דין וחשבון לשנת 2010.

בנק ישראל, דין וחשבון לשנת 2011.

בנק ישראל, דין וחשבון לשנת 2012.

חודק, ד' ואחרים. 2010. דוח הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות.

מדינת ישראל. 2004. דוח הצוות הבין משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון, ירושלים.

מדינת ישראל. 2011. טיוטת המלצות הוועדה להגברת התחרותיות במשק.

קמחי, ע'. 2012. "דיני חדלות פירעון מגישה חברתית לגישה כלכלית", עיוני משפט.

Adler, B. E. 1991. "Bankruptcy and Risk Allocation". *Cornell L. Rev.* 77: 439.

Akerlof, G. A. 1970. "The Market For Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *The quarterly journal of economics*: 488–500.

Araujo, A., R. Ferreira & B. Funchal. 2011. "The Brazilian Bankruptcy Law Experiment". Available at SSRN 1853984

Ayotte, K. 2007. "Bankruptcy and Entrepreneurship: The Value of a Fresh Start". *Journal of Law, Economics, and Organization* 23 (1): 161–185.

Bebchuk, L. A. 2002. "Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy". *The Journal of Finance* 57 (1): 445–460.

Benmelech, E. & N. K. Bergman. 2011. "Bankruptcy and the Collateral Channel". *The Journal of Finance* 66 (2): 337–378.

Berkovitch, E. & R. Israel. 1999. "Optimal Bankruptcy Laws across Different Economic Systems". *Review of Financial Studies* 12 (2): 347–377.

Berkowitz, J. & M. J. White. 2004. "Bankruptcy and Small Firms' Access to Credit". *RAND Journal of Economics*: 69–84.

Bris, A., I. Welch & N. Zhu. 2006. "The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation Versus Chapter 11 Reorganization". *The Journal of Finance* 61 (3): 1253–1303.

Cavalier, G. 2008. "French Bankruptcy Law and Enforcement Procedures: Commercial Code-Article L. 632-2 Para. 2". Available at SSRN 1174292

Claessens, S. 2005. "Policy Approaches to Corporate Restructuring around the World: What Worked, What Failed?". *Corporate Restructuring*: 11.

- Eberhart, A. C. & L. W. Senbet. 1993. "Absolute Priority Rule Violations and Risk Incentives for Financially Distressed Firms". *Financial Management*: 101–116.
- Garrido, J. M. 2012. *Out-of-Court Debt Restructuring*. World Bank.
- Gertner, R. & D. Scharfstein. 1991. "A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law". *The Journal of Finance* 46 (4): 1189–1222.
- Gilson, S. C. 1991. "Managing Default: Some Evidence on How Firms Choose between Workouts and Chapter 11". *Journal of Applied Corporate Finance* 4 (2): 62–70.
- Goode, R. & R. M. Goode. 2010. *Principles of Corporate Insolvency Law*. Sweet & Maxwell.
- Grossman, S. J. & O. D. Hart. 1983. "An Analysis of the Principal-Agent Problem". *Econometrica: Journal of the Econometric Society*: 7–45.
- Harper, S. 2011. "Credit Rating Agencies Deserve Credit for the 2007-2008 Financial Crisis: An Analysis of Liability Following the Enactment of the Dodd-Frank Act". *Wash. & Lee L. Rev.* 68: 1925.
- James, C. 1996. "Bank Debt Restructurings and the Composition of Exchange Offers in Financial Distress". *The Journal of Finance* 51 (2): 711–727.
- Jensen-Conklin, S. 1992. "Do Confirmed Chapter 11 Plans Consummate-the Results of a Study and Analysis of the Law". *Com. LJ* 97: 297.
- Laryea, T. 2010. *Approaches to Corporate Debt Restructuring in the Wake of Financial Crises*. International Monetary Fund.
- Lipson, J. C. 2009. "The Shadow Bankruptcy System". Available at: http://works.bepress.com/jonathan_lipson/2.
- Longhofer, S. D. & C. T. Carlstrom. 1995. "Absolute Priority Rule Violations in Bankruptcy". *Economic Review — Federal Reserve Bank of Cleveland* 31: 21–30.
- Lubben, S. J. 2000. "The Direct Costs of Corporate Reorganization: An Empirical Examination of Professional Fees in Large Chapter 11 Cases". *Am. Bankr. LJ* 74: 509.
- Marinč, M. 2012. *The Economics of Bank Bankruptcy Law*. Springer-Verlag, Berlin & Heidelberg.
- Melitz, M. J. 2003. "The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity". *Econometrica* 71 (6): 1695–1725.
- Miwa, Y. & J. M. Ramseyer. 2005. "Does Relationship Banking Matter? The Myth of the Japanese Main Bank". *Journal of Empirical Legal Studies* 2 (2): 261–302.
- Moyer, S. G. 2005. *Distressed Debt Analysis: Strategies for Speculative Investors*. J Ross Pub.
- Pannen, K. 2007. *European Insolvency Regulation: Commentary*. De Gruyter.

- Poundstone, W. & N. Metropolis. 1992. "Prisoner's Dilemma: John Von Neumann, Game Theory, and the Puzzle of the Bomb". *Physics Today* 45: 73.
- Povel, P. 1999. "Optimal 'soft' or 'tough' bankruptcy Procedures". *Journal of Law, Economics, and Organization* 15 (3): 659–684.
- Rodano, G., N. Serrano-Velarde & E. Tarantino. 2011. "The Causal Effect of Bankruptcy Law on the Cost of Finance". Available at SSRN 1967485
- Schauer, F. 2006. "Do Cases Make Bad Law?". *The University of Chicago Law Review*: 883–918.
- Shavell, S. 1979a. "On Moral Hazard and Insurance". *The quarterly journal of economics* 93 (4): 541–562.
- Shavell, S. 1979b. "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship". *The Bell Journal of Economics*: 55–73.
- Takagi, S. 2003. "Restructuring in Japan". *International Insolvency Review* 12 (1): 1–10.
- Tomasic, R. 2007. *Insolvency Law in East Asia (Ebk)*. Gower Publishing Company, Limited.
- Von Thadden, E.-L., E. Berglöf & G. Roland. 2010. "The Design of Corporate Debt Structure and Bankruptcy". *Review of Financial Studies* 23 (7): 2648–2679.
- Waldron, J. 2006. "The Core of the Case against Judicial Review". *The Yale Law Journal*: 1346–1406.
- Warren, E. & J. L. Westbrook. 1999. "Financial Characteristics of Businesses in Bankruptcy". *Am. Bankr. LJ* 73: 499.
- Warren, E. & J. L. Westbrook. 2009. "The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics". *Michigan Law Review* 107: 603–641.
- Westbrook, J. L. 2000. "A Global Solution to Multinational Default". *Michigan Law Review* 98 (7): 2276–2328.
- White, J. J. 1995. "Harvey's Silence". *Am. Bankr. LJ* 69: 467.

FELLOWS | MILKEN
PROGRAM | INSTITUTE

תוכנית עמיתי מכון מילקן
רחוב ושינגטון 4
ירושלים, 9418704

info@mifellows.org
www.mifellows.org