

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים, למעט ראשי הפורום בהתאם לעניין. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 4 במרץ 2013

נושא המפגש: תפקיד המומחה בהסדרי חוב – היבטים מימוניים

חומר רקע למפגש: חומר רקע ומצגת "הערכת הסדרי חוב" אשר הוכנה על ידי ד"ר רועי שלם ומר טל מופקדי לצורך הדיון ולבקשת הכני"ר.

אורחים שהוזמנו: כבוד השופטת ורדה אלשיך - סגנית נשיא בית המשפט המחוזי תל-אביב, ד"ר דויד האן - האפוטרופוס הכללי והכונס הרשמי, עו"ד ספי זינגר - משרד המשפטים, עו"ד גיא גיסין, מר אדוארד קלר, מר אייל גבאי, מר עמנואל אבנר, עו"ד צורי לביא.

נוכחים: שלומי שוב, אמיר ברנע, אלי אלעל, איציק מאיסי, ואדים פורטנוי, אבי זיגלמן, אלון גלזר, אבי בראור, עדי סקופ, רון מלכא, מאיר סלייטר, דורית סלינגר, יוסף פישלר, גל עמית, דגנית דניאל, קרן בנגלס שנער, רקפת שני, צביקה אקשטיין, יזהר קנה, אורן פרנקל, לילי איילון, אפרת טולקובסקי, דרור גילאון, אנה ברודסקי, הדר נאות.

צוות מקצועי: קרן בריג, עידו ספקטור, ליאור שחף.

פרופסור אמיר ברנע

בדיון היום נתמקד ביישום תיקון 18 לחוק החברות. בפרט נבקש לדון בהליך בחירת המומחה בהסדרי חוב ובתפקידו. לאור אופי המשתתפים בדיון, ננסה לענות גם על שאלות קונקרטיות בקשר להליך. בין היתר נתייחס לממשק בין המומחה ובית המשפט, השלב שבו הוא ממונה, הציפיות ממנו, האם הוא תפקידו רק לבחון הסדר קיים או גם להציע הסדרים חלופיים, האם בתפקידו הוא פועל מטעם נציגי מחזיקי אגרות חוב או שמא הוא מייצג גם נושים אחרים ועוד.

אציין כי כאשר חוקק תיקון 18 לחוק החברות התחושה הייתה כי הוא מטיל עומס נוסף על המערכת ומוסיף לה סיבוך.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

בעבר נציגי מחזיקי אגרות החוב היו מגיעים תחילה להסדר חוב עם החברה או עם בעל השליטה, ורק לאחר מכן מביאים את ההסדר בפני בית המשפט. במצב הדברים דאז התעוררה טענה כי ישנו ניגוד אינטרסים בין המשקיעים המוסדיים ובין יתר בעלי אגרות החוב, הקטנים בעיקר. כפועל יוצא, הוחלט לערב בתהליך בעל מקצוע שיחווה את דעתו על הסדר החוב המוצע. המומחה הנ”ל מתמנה על ידי בית המשפט. במסגרת הדיון ראוי לבחון מהן הדרכים לאפשר למומחה לבצע את עבודתו נאמנה ומה צריך להיות אופי הקשר בינו ובין הנאמנים. שאלה מרכזית נוספת היא מהן ציפיותיו של בית המשפט ממעורבות מומחה כאמור.

בדיון משתתפת כבוד השופטת ורדה אלשיך שהינה בעלת ידע ונסיון רב בדיונים בנושא הסדרי חוב. השופטת לא תתייחס למקרים ספציפיים הנידונים על ידה אלא רק לסוגיות עקרוניות בקשר לתפקיד המומחה ומעמדו כזרוע של בית המשפט.

ד”ר דויד האן

אני רוצה להתחיל דווקא בהיבט היסטורי, שכן היסטוריה לעיתים שופכת אור בנוגע לכוונות המחוקק. משרד המשפטים שקד במשך מספר שנים על תיקון מספר 19 לחוק החברות, העוסק בהבראת החברות ובהקפאת ההליכים. באופן כללי התיקון עיגן חקיקתית אלמנטים שנקבעו עד כה בפסיקה. בד בבד, באותה תקופה התעורר משבר חוב בישראל, בייחוד בחברות ציבוריות גדולות. התחושה הייתה שהמערכת חורקת. ישנם גורמים רבים המעורבים במשא ומתן להסדר חוב: החברה, נאמנים, בעלי השליטה, נציגות סדרות האג”ח ועוד. אולם, נראה היה כי ההליך נעשה במחשכים הרחק מהעין הציבורית, והתעורר ספק האם מלוא הזכויות של מחזיקי האג”ח מיוצגות כדבעי. יש לזכור כי קיימים ניגודי עניינים אינהרנטיים בין הגורמים השונים בהליך הסדר החוב. בין היתר, ישנו ניגוד עניינים בין משקיעים מוסדיים ופרטיים, בין רוכשי אג”ח במקור ובין אלו שרכשו אותו בניכיון עמוק וכיוצא בזה. שררה גם תחושה כי הדברים מגיעים לבית המשפט בשלב מאוחר מאוד של ההליך, אם בכלל מגיעים. ברצוני להדגיש כי מדובר היה בתחושה בלבד, ולא דווקא במציאות ששררה בפועל.

על רקע דברים אלה התחילו יוזמות בדמות הצעות חוק, בייחוד פרטיות, במטרה לחזק את מעמדו של ציבור מחזיקי אגרות החוב. הצעה אחת שעוררה הדים הייתה הצעת חוק פרטית של חברת הכנסת זהבה גלאון. מטרתה המרכזית של ההצעה הייתה לנסות ולהביא את הדינאמיקה של משא ומתן להסדר חוב לפתחו של בית המשפט בשלב מוקדם של ההליך. משרד המשפטים בחן את הדברים ומצא שיש מקום להסדרת העניין בהצעת חוק ממשלתית, לאחר התייעצות ותיאום עם הגורמים הרלבנטיים מהשוק הפרטי, אגף שוק ההון, הרשות לניירות ערך איגוד הנאמנים וכדומה.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

בלב תיקון 18 שתי סוגיות עיקריות: ראשית, התיקון קובע שאם החל משא ומתן להסדר חוב שצפויים להיות בו שינויים מהותיים בתנאי אגרות חוב, הנאמן או החברה עצמה נדרשים לפנות לבית המשפט למינוי מומחה מטעמו לבחינת הסדר החוב. זוהי דרישה מנדטורית, ללא שיקול דעת של החברה. שנית, אם בעבר הרצון היה רק להביא את הדברים לדיון בבית המשפט, כעת נוסף נדבך נוסף: מינוי מומחה מטעם בית המשפט לבחינת תוכנו של הסדר החוב. אנו מכירים פונקציות נוספות המתמנות על ידי בית המשפט בתחומים אחרים, אולם לא בהסדרי חוב.

עו"ד ספי זינגר

כפי שאמר ד"ר האן, התיקון לחוק מייצר שחקן חדש בתהליך הסדרי חוב. עד התיקון, היה זה הליך וולונטארי שהתנהל מחוץ לכותלי בית המשפט בין צדדים שהינם שחקנים חופשיים. תיקון 18 קובע כי לא ניתן לנהל תהליך הסדר חוב ללא מעורבות ופיקוח של בית המשפט. בית המשפט אינו יכול לפקח באופן ישיר ויומיומי על התהליך, ולכן קובע החוק כי בית המשפט ימנה מומחה מטעמו שילווה את המשא ומתן. תכליתו של המומחה כפולה, להיות ידו הארוכה של בית המשפט בליווי ופיקוח על תהליך הסדר החוב ולסייע למחזיקי אגרות החוב.

לגבי מועד מינוי המומחה- החוק קובע מהו מועד מינוי המומחה. על פי החוק, יש למנות את המומחה בתחילת המשא ומתן להסדר החוב. אציין כי לאור הרצון שהתהליך יפוקח לכל אורכו על ידי המומחה, נדרש למנות את המומחה בשלב מוקדם מאוד. יחד עם זאת יש ציין כי החוק מכיר בעובדה שלעיתים נדרש ששלביו הראשונים של המשא ומתן יהיו חשאיים ומאפשר דחיה של מינוי המומחה במקרים אלו.

תפקידי המומחה מפורטים בחוק. יחד עם זאת חלק מתפקידי המומחה, ובעיקר בנושא הסיוע במשא ומתן החוק אינו מפורט ונשאר עמום במידה מסוימת... במהלך כתיבת התיקון לחוק שמענו קולות שונים לגבי המצב הקיים. יש שטענו כי המצב פרוץ וכוחות השוק אינם מתפקדים כראוי. מאידך, היו שטענו כי הסדרי החוב מתנהלים כשורה ואין צורך בשינוי החוק ויש לתת לשחקנים בשוק להמשיך להתנהל בחופשיות. הצעת החוק ביקשה ללכת בין הטיפות ביחס לשתי גישות אלה, כך שמחד יבוא שחקן חדש להסדרי החוב שיהיה בעל השפעה על הסדרי החוב ומאידך לא יפגע בשחקנים הקיימים. משום כך נקבע, למשל, כי המומחה לא ינהל את המשא ומתן אלא רק יפקח עליו.

אחד מתפקידי המומחה במסגרת הסיוע למחזיקים במשא ומתן שפורט בחוק הוא סיוע בהעברת מידע לבעלי אגרות החוב ויתר הנושים, וזאת על מנת לצמצם את פער המידע המובנה בין החברה ובין נושיה.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

פרופסור אמיר ברנע

האם בסמכות המומחה לפנות לחברה ולדרוש חומר?

עו"ד ספי זינגר

התשובה חיובית. תיקון 18 קובע כי יש לתת למומחה גישה למלוא המידע שבידי החברה הנדרש לו למילוי תפקידו והוא אף רשאי להעביר את המידע למחזיקים במגבלות מסוימות הקבועות בחוק זאת מתוך מטרה להגדיל את נגישות הנושים למידע ולצמצם את פערי המידע מול החברה.

פרופסור אמיר ברנע

מהדברים עולה כי עד לתיקון שררו בשוק פערי מידע שנבעו מהעובדה שחברות לא נהגו לתת מידע רלבנטי להסדר חוב כלומר תגובת הנושים לא הסתמכה על ידע מלא.

דורית סלינגר

זה לא מדויק. יש לציין כי לאו דווקא מדובר במידע שהיה צריך לפרסם ולא פורסם. לא פעם מדובר במידע פנימי שהחברה לא הייתה חייבת לפרסם.

כבוד השופטת ורדה אלשיך

מן הדברים עד כה עולה שאלה מרכזיות: בכל הכבוד לחקיקה, התיקון אינו מבהיר מיהו הקליינט של המומחה – האם בית המשפט, הנושים או שמא בעלי אגרות החוב. לי התשובה אינה ברורה. על החוק להגדיר ברחל בתך הקטנה מיהו הקליינט שלו. דרישה זו מתעצמת לאור העובדה כי מקורו של החוק הוא ביזמות פרטיות של חברי כנסת. לעיתים אני לומדת מראש על חברות שעתידות להגיע לבית המשפט, שכן ההסדר כבר החל דרך דפי העיתון. מצב דברים מעין זה נותן הרגשה כי בית המשפט משמש מעין חותמת גומי לאישור הסדר החוב. הסדרי חוב הם לא תחומי המקצועי של בית המשפט, וקיימים מומחים גדולים יותר לנושא מחוץ לכתליו. יחד עם זאת, תחומי של בית המשפט לשמש כלב שמירה בתהליך. אם בית המשפט מעורב רק בשלבים מאוחרים ולאחר התגבשות ערימות של מסמכים, לא בטוח כי מטרת החוק הושגה.

עלתה השאלה מהו החומר המועבר למומחה. כפי שנאמר, לא את כל החומר חובה להעביר למומחה. לכל חברה יש מסמכים פנימיים, ויש לזכור כי אף חברה לא נולדה כדי להתפרק ובכדי להגיע להסדר חוב. גם בעבר ניתן היה לפנות לבית המשפט ולבקש צו למסירת חומר על ידי החברה. יש לזכור כי החברה היא היושבת על ברז המידע. מסירת מידע תמיד הייתה, אך שכיום ניתנו למומחה כלים מוצקים יותר לעשות כך. ברור שבכדי להגיע למידע ציבורי המומחה לא זקוק לעזרתו של בית המשפט שכן המידע גלוי וידוע.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

ביישום Chapter 11 בארה"ב החברה מגיעה לבית המשפט עוד לפני שקרסה, וזאת בכדי לבקש הגנה מפני אפשרות קריסה. מנגד, בישראל בדרך כלל ההסדר מגיע לבית המשפט רק כאשר קלו כל הקיצים. ואז שוב עולה השאלה מיהו הקליינט של החוק. על רקע זה יש לזכור כי לחברה נושים נוספים מלבד בעלי אגרות החוב. ספקים למשל הם שחקנים חוזרים בכל חברת מזון שקורסת.

מצד אחד, מטריד אותי מצב עולם בו כל ההליך מתנהל מחוץ לבית המשפט, ובין המשפט משמש רק חותמת גומי לאישור ההסדר. מן הצד השני, מומחה אינו יכול להוות פתרון קסם ולתת מענה כולל בטיפול בהסדר החוב. כך לדוגמה, באחד התיקים בהם נתקלתי היה ויכוח באיזה רוב נדרש לאשר את הסדר החוב: מהו הרוב הדרוש, האם הוא כולל גורמים נגועים או לא וכיוצא בזה. שאלות אלו לא יפתרו על ידי המומחה המקצועי כי אם על ידי בית המשפט שנותן שחקן חשוב בהליך.

עו"ד גיא גיסין

לנאמן יש סמכות ובסיס בחוק. יחד עם זאת לאורך שנים הנאמן שימש "מפיק" אסיפות כלליות ולא מעבר לכך. נאמנים נוטים שלא להבין את האחריות הכבדה הרובצת עליהם. מבחינה זו התיקון לחוק חשוב מאוד, שכן הוא נותן שיניים למוסד שאמור להגן על בעלי אגרות החוב. כמו כן לראייתי, מחזיקי אגרות החוב הם הקליינטים העיקריים של החוק והם שעמדו לנגד עיניו של המחוקק.

בעבר אם נאמן רצה לפנות לבית המשפט הוא קיבל מטר של מכתבים המטילים עליו את האחריות לקריסת החברה. במצבים כאמור אני חווה גם כיום. לראייתי, תפקיד המומחה הוא להפוך את ההליך לסטנדרטי: מן הרגע שמתחיל משא ומתן להסדר חוב יש לפנות לבית המשפט ולמנות מומחה מקצועי בעל סמכויות.

כבוד השופטת ורדה אלשיך

לדעתי, יש סתירה פנימית בדבריך. אתה מנסה לעשות האדרה של המומחה, ומייחס לו מומחיות כללית לאגרות החוב. אולם לאילו אגרות חוב הוא מומחה, האם לקצרות או לארוכות?

עו"ד גיא גיסין

התשובה היא של שני הסוגים. על המומחה הכלכלי להתייחס לכל הגורמים בהליך ולהגיע לשיווי המשקל המבטא את האינטרסים הן של מחזיקי האגרות הקצרות והן של מחזיקי האגרות הארוכות.

עו"ד צורי לביא

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

ברצוני לציין מספר הערות כלליות. ראשית כפי שאמרה השופטת, לא הוגדר הקליינט של המוסד. לראייתי, במובנים רבים המומחה מיותר שכן בהווה המידע קיים וחשוף. כך למשל, איני מבין כיצד אמור המומחה לאזן בין האינטרסים של הסדרות השונות של אגרות החוב – האם יאמר להן כיצד להצביע בהסדר החוב?

יש לזכור כי משנת 2007 נציגויות הסדרות השונות לוקחות לעצמן מומחים מטעמן. השחקן המרכזי בהסדר חוב הינו הנושה, ואין גורם על שיש בכוחו להורות לו מה לעשות וכיצד לנהוג. על רקע זה יש גם לזכור כי חלק מהשחקנים הם מנוסים מאוד ובעלי מומחיות בעצמם.

עם כל הכבוד לעקרון השקיפות, לעיתים יש יתרון לעמימות. מידה מסוימת של עמימות עשויה לייעל את ההליך ולקדם אותו. כאשר ישנה עמימות כל צד שוקל את צעדיו בהתייחס למידע שברשותו. הסדרים עלולים לקרוס ולו בשל גורם הזמן, והחדרת פונקציה נוספת הדורשת חומר וחוקרת עלולה להזיק בסופו של יום.

לאחרונה ניתנה החלטה על פיה יש לערב את בית המשפט בשלבים מוקדמים במיוחד של הסדר החוב. לטעמי, החלטה זו היא בעייתית. תהליך ההפנמה של חברה את מצבה העגום עשוי לקחת זמן, ואין בזה פגם. יש לזכור כי בשנים האחרונות חזינו בהסדרי חוב של חברות החזקה בעיקר – זוהי פריבילגיה. באופן יחסי חברות החזקה עמידות יותר בהליך הסדר החוב לאור העובדה שהחברות המוחזקות ממשיכות בפעילותן לאורך ההליך. מנגד, חברה פעילה רגישה יותר להליך הסדר חוב והוא אף עלול לשתק אותה. באופן טבעי עשוי השיתוק העסקי להכשיל את הסדר החוב.

אני מקווה כי בסופו של דבר יהפוך המומחה למעין יועץ – על של בעלי אגרות החוב. איני רואה טעם בתיקון החוק אם בסופו של דבר תוצאתו תהיה רק הוספת ערכאה נוספת.

רו"ח שלומי שוב

בהקשר זה, ברצוני להתייחס לזווית החשבונאית של הערות עסק חי. הנתונים בשטח מלמדים כי כל עוד זה תלוי בהן, חברות דוחות את הקץ בכל הקשור להצגת הערת עסק חי.

פרופסור אמיר ברנע

עולה השאלה האם הערת עסק חי היא עילה לפנייה לבית המשפט?

עו"ד גיא גיסין

בישראל הערכת עסק חי ניתנת לא פעם רק לאחר ההסדר, ולכן ברמה הפרקטית לא בטוח כי היא רלבנטית.

אדוארד קלר

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

אני עוסק בהסדרי חוב ומשתתף בנציגויות שונות. ערב תיקון החוק, באופן אינטואיטיבי חשבתי תחילה שהמומחה צריך להיות חלק מצוות הנציגות, אולם שוכנעתי אחרת. אני רואה שני יתרונות למומחה על פני הנציגות. הראשון, הוא בכל הקשור להשגת אינפורמציה. כפי שנאמר, לא פעם חברות מנסות ככל הניתן לדחות את העברת האינפורמציה, ומעורבות המומחה עשויה לסייע בעניין זה. יתרון נוסף נובע מהעבודה שלמומחה סמכות לחקור נושאים שהתרחשו גם לפני המשא ומתן על הסדר החוב וקריסת החברה.

לראייתי ישנם ארבעה מצבי טבע כלכליים באינטראקציה בין המומחה ומחזיקי אגרות החוב:

1. הן המומחה והן הנציגויות מסכימים כי הסדר החוב ראוי.
 2. הן המומחה והן הנציגויות מסכימים כי הסדר החוב לא ראוי.
 3. הנציגויות חושבות שהסדר החוב ראוי והמומחה חושב שלא.
 4. הנציגויות חושבות שהסדר החוב אינו ראוי והמומחה חושב שכן – זהו המצב המורכב ביותר.
- מעבר לבחינת ההסדר הכלכלי, על המומחה לפעול לחלוקת תמורת ההסדר באופן שוויוני. ברור כי לכל בעלי סדרה בהסדר עמדה משלו. בהסדרים רבים מעל חצי מהזמן הוקדש למאבק בין הסדרות, וזאת במקום להתאחד ולפעול יחדיו מול החברה ולהשאיר את סוגית החלוקה בידי גורם אובייקטיבי. להערכתי, לא רחוק היום בו יידרש המומחה להתייחס גם לחלוקה הפנימית של תמורת ההסדר בתוך הסדרות, וחלוקה זו לא בהכרח תהיה שוויונית.

פרופסור אמיר ברנע

אני מבין משהו. מדוע לא ניתן לפשט את ההליך ולפתור את ניגודי העניינים על ידי הגדרה מראש של הזכויות החוקיות שיש לכל סדרה במצב בו החברה חדלת פרעון. במלוא האחריות המקצועית אציין כי אין בספרות מודל כלכלי הקובע מהי חלוקה הוגנת למשל בין סדרות קצרות וארוכות.

ד"ר דויד האן

עולה השאלה האם במסגרת ההסדר יש להתייחס לכל אגרות החוב כמקשה אחת או שיש להבחין בין הסדרות. גם בעיסוקי האקדמי עסקתי בשאלה זו. לדעתי, המבחן המשמעותי ביותר לעניין זה הוא האם החברה חדלת פירעון או לא. אם החברה חדלת פירעון אז השאלה על החלוקה בין הסדרות הקצרות והארוכות מתייתרת, שכן כל החובות עומדים לפירעון באותו הרגע ויש לחלק את התמורה באופן שווה. אין ספק כי במישור ניהול סיכונים נקודת המוצא של הסדרות היא שונה, אך כאמור כל זה לא רלוונטי כאשר החברה הפכה חדלת פירעון.

כבוד השופטת ורדה אלשיך

השאלה מתי היא חדלת פרעון. אם היום היא מסוגלת לפרוע את הסדרה ובעוד שנה לא?

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

רו"ח שלומי שוב

לפי מה שאני מבין מדבריו של הכנ"ר, גם אם אתה יודע עכשיו שבעוד שנתיים לא תוכל לעמוד בהתחייבויות אתה חדל פרעון.

ד"ר דויד האן

יש לציין כי הקביעה אם החברה חדלת פירעון היא קביעה כלכלית וחמקמקה ולא קביעה משפטית. כמובן שזה משולב עם סוגיות משפטיות אך זוהי קביעה כלכלית- האם יש לי יכולת לפרוע את ההתחייבויות שלי.

רו"ח שלומי שוב

גם את הסדרות הארוכות?

ד"ר דויד האן

כן. חשוב לציין כי על פי סעיף 350 שנכנס במסגרת תיקון 19, ניתן במקרים יוצאים מן הכלל לבצע countdown בדומה ל – chapter 11 האמריקאי.

צורי ציין כי הסדר חוב בחברות החזקה הוא פשוט יחסית ביחס להסדר חוב בחברות פעילות. אני מסכים עם טענה זו. יש לזכור כי באופן כללי בחברות החזקות ישנו אבטיפוס אחד של נושים, בעלי אגרות חוב ולכל היותר גם נושה בנקאי. מנגד, בחברות תפעוליות המצב נוטה להיות מורכב יותר לאור קיומם של ספקים ונושים נוספים.

לראיית, סוגיה חשובה שיש לבחון היא הפרספקטיבה של נושים, כמקשה אחת או לאו, אל מול בעל השליטה בחברה הקורסת. יש לזכור כי מבחינה כלכלית בהסדרי חוב בעלי האקוויטי רוכשים את זכויותיהם בחזרה מבעלי החוב, שכן לאור קשיי הפירעון של החברה הם כעת בעליה.

לדעתי, הקליינט של המומחה הוא בית המשפט, ומפה עולה שאלה רגישה בנוגע להיקף שיקול הדעת של בית המשפט. כך למשל, האם יכול בית המשפט לפסול הסדר שאושר ברוב קולות על ידי הנושים?

כבוד השופטת ורדה אלשיך

זה עשוי להישמע קיצוני אולם לדעתי, נדרש לקבוע מאגר של מומחים במסגרת נספח לחוק.

דורית סלינג'ר

יש לזכור כי בהסדרי חוב עולות סוגיות מימוניות מורכבות. אין ספק כי במסגרת ההליך נדרשת מעורבותם של יועצים משפטיים וחשבונאיים, אולם עבודת המומחה אינה למשפטן או לרואה חשבון גרידא. השוק הישראלי הוא קטן מאוד, ומי שהצליח להשיג מומחיות בהכרח יצר קשר כזה או אחר עם צד להסדר במהלך חייו המקצועיים. כפועל יוצא, הליך המינוי צריך להיות פשוט

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

וקונקרטי יותר: יש להגדיר את הכישורים הדרושים מהמומחה, ועל בסיס זה לבנות קבוצה ראויה של מומחים.

אייל גבאי

בעיית הנציג בהסדרי חוב היא קשה. מצד אחד, החשיפה הכספית של המשקיעים המוסדיים אינה גבוהה באופן יחסי, אולם מצד שני הם מחויבים להשתתף בנציגות לאור תפקידם הציבורי. למעשה לא פעם המשקיעים המוסדיים מפסידים מהשתתפותם בהליך המשא ומתן. המומחה שינה את הדינאמיקה. בכוחו של המומחה להשתמש בסמכויותיו ולנתב את המשא ומתן כבר במהלכו. כפועל יוצא, חשוב כי המומחה יהיה מעורב כבר בתחילתו של התהליך. כמו כן, לראייתו הלקוח של המומחה הוא עולם המחזיקים – זוהי הייתה נקודת מבטו של המחוקק, ובמידה רבה של צדק.

כבוד השופטת ורדה אלשיך

אם כן, אז מיהו הגורם אשר יכפה את דעתו של המומחה, האם בית המשפט או המחזיקים?

אייל גבאי

בשל אופייה של הדינאמיקה, להערכתי ברוב המקרים תתקבל תוצאה המוסכמת על ידי הצדדים. לפיכך, רק במקרים קיצוניים בהם לא יפתרו חילוקי דעות תידרש הכרעתו של בית המשפט.

רו"ח שלומי שוב

עולה השאלה האם מידת המומחיות המצופה מהמומחה היא ריאלית. מדבריתם עולה כי הוא נדרש להיות בעל ידע משפטי, חשבונאי, מימוני וכיוצא בזה.

אייל גבאי

יש לזכור על פי החוק יכול המומחה לפנות לבית המשפט בבקשה למנות יועצים, וכפועל יוצא הדרישות הן ריאליות. יחד עם זאת לא כדאי להעמיס עוד הוצאות על החברה, שכן אלו מוטלות בסופו של דבר גם על הנושים. כמו כן מידה רבה של מומחיות בתחומים השונים מצויה גם ברשות הצדדים השונים בהליך, ויש להשתמש גם בה.

ואדים פורטנוי

תיקון 18 לחוק החברות הוא אחד הביטויים לתהליך האבולוציה של שוק ההון בישראל. בעת הנוכחית לא פעם הגורמים המנהלים את המשא ומתן מול החברה אינם בעלי האג"ח המקוריים שרכשו אותה לשם קבלת ריבית, כי אם משקיעים שרכשו את האיגרת ממניעים אחרים. יש לזכור כי מניעיו של משקיע שרכש אג"ח ששיעור התשואה לפדיון שלה הוא 6% שונים ממניעיו של משקיע שרכש אג"ח ששיעור התשואה לפדיון שלה הוא 50%. באופן גס, האחרון ככל הנראה רכש את האג"ח בכדי להשתלט על החברה.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

פרופסור אמיר ברנע

יש משקיעים מוסדיים גדולים שקבעו לעצמם נורמות משלהם בכל הקשור להתנהלות בהסדרי חוב. לא ברור לי הממשק בין המוסדיים והמומחה.

אייל גבאי

שאלת המדיניות הינה דרמטית בהסדרי חוב, ולכן חוות הדעת לא יכולה להיות מתמטית גרידא. במקרים בהם כפות המאזניים מאוזנות, הפעלת שיקול המדיניות עשויה להיות לגיטימית. כאשר המומחה נותן חוות דעת על הסדר מסוים, הוא מוכרח להתייחס גם לשאלת שיקול המדיניות.

עו"ד ספי זינגר

לתיקון 18 שני עקרונות ראשיים. העיקרון הראשון עליו דובר בהרחבה הוא הוספת שחקן חדש לתהליך הסדר החוב, המומחה.

עיקרון שני ואולי לא פחות מרכזי הוא הגדרת רכיבי החובה שצריכים להיות כלולים בכל הסדר חוב. החוק קובע רשימה של פרמטרים אליהם צריכה להתייחס חוות דעת המומחה. הרכיבים הללו מתווים את המסגרת הכלכלית המשפטית שהחוק רואה לנגד עיניו בהסדר חוב. כך לדוגמה בדרישה הקבועה בחוק לכימות תרומת הבעלים במקרה של השארת השליטה. דרישה זו מבטאת את עמדת המחוקק כי נקודת המוצא של הסדר חוב הינה שהערך השיווי של החברה צריך להיות מועבר למחזיקי אגרות החוב וכי הגעה להסדר בו נשארת השליטה בידי בעלי השליטה הקיימים של החברה הינה למעשה קניית החברה על ידו מידי המחזיקים המחייבת מתן תמורה ראויה.

יחד עם זאת חשוב להדגיש שתפקידו של המומחה הוא לחוות את דעתו על כדאיות ההסדר למחזיקים אולם הוא אינו מחליף את הצדדים למשא ומתן. כפועל יוצא, תשובת המומחה אינה צריכה להיות בהכרח בינארית- בעד ההסדר או נגדו ויכולים להיות בה גם גוונים של אפור בהתאם לנסיבות העניין.

עו"ד גיא גיסין

אני מבקש לתקן את דבריי. הבעיה היא איזון כוחות. היות שאין זה כדאי עבור משקיעים מוסדיים לנהל את הסדרי החוב והצפת בעיית הנציג, בית המשפט נרתם לסייע. הדבר יצר בעיה אקוטית: בסופו של דבר הפך בית המשפט לחותמת גומי שכן אין לו את הכלים הפרקטיים להוות צד במשא ומתן. לדעתי, תפקיד המומחה הוא לשלב בין הדברים: מחד, עליו לשמור על האינטרסים של מחזיקי אגרות החוב, ומאידך עליו להפעיל שיקולים רוחביים ובין היתר לקחת בחשבון גם את נושיה האחרים של החברה.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

פרופסור אמיר ברנע

לא ברור לי כיצד על המומחה לקחת בחשבון גם את האינטרסים של הנושים האחרים. הרי ידוע כי האינטרס של ספקי החברה הוא לא פעם על חשבון האינטרס של בעלי אגרות החוב. כפי שצינתי, אין בנמצא מודל תיאורטי לחלוקה צודקת בהסדר חוב.

בעיה ידועה בספרות היא ניגוד העניינים בין נושים מובטחים ונושים לא מובטחים. במצב בו נכסי החברה מספיקים לפצות רק את החוב המובטח יעדיפו הנושים המובטחים את חלופת המשך הקיום כעסק חי ולא פירוק. כמו כן מבחינה כלכלית פירוק הוא האלטרנטיבה לעסק החי רק בהיעדר כשלי שוק. למעשה כל הדיון נוגע לכשלי השוק: עדיף להמשיך כעסק חי על פני פירוק כאשר עקב כשלי שוק קיים קושי לממש את נכסי החברה ולסלק את התחייבויותיה בשווי הוגן. אם קיים כשל שוק כאמור, תוצאת הפירוק היא נחותה מהחלופה להמשיך ולהתקיים כעסק חי. לאור אלה, תפקיד המומחה הוא לשקול בין חלופת העסק החי ובין חלופת הפירוק תוך הצבעה על כשלי השוק הרלבנטיים שזיהה.

יוסף פישלר

אני מסכים עם טענתך. כפועל יוצא, המומחה צריך להיות אינטרדיסציפלינרי ואיש עסקים על מנת שיוכל להסיק האם כדאי להמשיך ולתפעל את החברה. העברת הסוגיה למשפטים ורואי החשבון תפגע באפקטיביות התהליך.

כבוד השופטת ורדה אלשיך

לדעתי, עבודת המומחה צריכה להיות מצומצמת בהיקפה. על המומחה לבחון את סבירות תהליך המשא ומתן אך לא לשמש חוקר המסרב את ההליך.

דרור גילאון

פרמטר נוסף שיש לבחון הוא היחס בין שכר המומחה לגודל ההסדר הנדון. זאת בשל העובדה שעלות המומחה ממומנת מקופת החברה אשר ממילא מדוללת ולכן הנושים משלמים על כך בפועל. מה עוד שבמרבית המקרים המומחה לא צפוי לשנות את תוצאות ההסכם אליו נציגות האג"ח והחברה. בסופו של דבר לראייתי, על המומחה לשמש כמבוגר האחראי המפקח על התהליך. כפועל יוצא, עבודת המומחה צריכה להיות מצומצמת יחסית. ודי בנוכחותם בכדי ליצור דינאמיקה של טובת הנושים.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת “פורום שווי הוגן” (FVF) Fair Value Forum, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בראשותם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, סגן דיקן (חשבונאות), בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

משתתפי הפורום (לפי סדר א'-ב'):

רו"ח לילי איילון (רשות החברות הממשלתיות), פרופ' רפי אלדור (המרכז הבינתחומי הרצליה),
 גיורא אליגון (אקטואר), רו"ח אלי אל-על (חברת שווי הוגן), פרופ' צבי אקשטיין (המרכז
 הבינתחומי הרצליה), רו"ח אביבית בן שמחון (KPMG סומך חייקין), רו"ח נבו ברנר, אבי בראור
 (אקטואר), ירון בלוח (לאומי פרטנרס), רו"ח דוד גולדברג (לשכת רואי חשבון), פרופ' דן גלאי
 (האוניברסיטה העברית), אלון גלזר (לידר ושות'), רו"ח עידו גליל (הפיקוח על הבנקים, בנק
 ישראל), פרופ' צבי וינר (האוניברסיטה העברית), רו"ח דני ויטאן (KPMG סומך חייקין), רו"ח
 שחר זיו (זיו האפט BDO), רו"ח יובל זילברשטיין (גיזה זינגר אבן), רו"ח גיא טביביאן (ברייטמן
 אלמגור זוהר Deloitte), סיגל יששכר (מידרוג), רו"ח רם לוי (Variance Economic Consulting Ltd),
 מר איציק מאיסי (אלון ריבוע כחול), רו"ח גיל מור (PWC קסלמן את קסלמן), רו"ח רונן
 מנשס (קוסט פורר גבאי את קסירר EY), חיים מסילתי (שמאי מקרקעין), רו"ח זאב נהרי (בנק
 ערבי ישראלי), רו"ח דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה), פרופ' יורם עדן (המסלול האקדמי
 המכללה למנהל), רו"ח גל עמית (עמית חלפון), יוסף פישלר (שמאי מקרקעין), רו"ח צור
 פניגשטיין (PWC קסלמן את קסלמן), רו"ח אורן פרנקל (אלוני חץ), רו"ח דורון קופמן (נשיא
 לשכת רואי חשבון), רו"ח גדי קוניא (גזית גלוב), רו"ח יזהר קנה (פאהן קנה ושות'), רו"ח עינת
 שפרלינג (קוסט פורר גבאי את קסירר EY), פרופ' עודד שריג (הממונה על שוק ההון, ביטוח
 וחיסכון, משרד האוצר), שלי תשובה (טריגר פורסייט).