

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש יולי 2016:

"ביטול המבחן המאזני על רקע המהפכה המוצעת בדיני חדלות הפירעון: האם אמות המידה הפיננסיות יצליחו להגן על הנושים ארוכי הטווח?"

בחודש מרץ 2016 פורסמה הצעת "חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי- התשע"ו - 2016"¹ אשר עיקרה הסדרה כוללת של דיני חדלות הפירעון בישראל. הרקע להצעת החוק הוא הרצון ליצור רפורמה בתחומי חדלות הפירעון ולחוקק דבר חקיקה ישראלי אחד ומקיף להבראה ופירוק חברות ולפשיטת רגל של יחידים ובכלל כך לחוקק גם חלק מסקנות ועדת אנדורן לבחינת הסדרי החוב בישראל. הצעת החוק משנה דרמטית את מבחני חדלות הפירעון הקיימים כיום ואשר שימשו בסיס לדיונים בהסדרי חוב משמעותיים שבוצעו במשך בשנים האחרונות כדוגמת מקרה איי.די.בי.

באופן כללי, חדלות פירעון הינה מצב בו חברה אינה מסוגלת לפרוע את חובותיה. במצב זה יש שתי דרכי התמודדות עיקריות: הבראה (הנקראת גם שיקום) או פירוק. אם נשווה באופן פשטני בין השניים, להבראה יש יתרונות על פירוק במובן המשקי (שמירת עסקים בחיים ולבעלי העניין בחברה - עובדים וספקים), ככל שיש לחברה יכולת להבריא ולהשתקם, באופן זה ניתן לנסות לייעל את פעילותה תוך ארגון מחדש של חובותיה. הליך ההבראה יכול להתבצע במספר צורות (כאשר אפשרי גם שילוב ביניהן): צורה ראשונה, שכיום מתרחשת לעיתים מחוץ להליך חדלות הפירעון הפורמאלי, היא הגעה להסדר חוב מתוך הפעילות הנמשכת של החברה. כלומר, הנושים מסכימים לוותר על חלק מחובם ו/או לעכב את מועד הפירעון שלו, וכך החברה מצליחה להתאושש ולהמשיך בפעילותה. צורה שניה היא מכירה של החברה "כעסק חי". במסגרת זו החברה נמכרת לצד שלישי כאשר היא ממשיכה לתפקד (לרבות המשך העסקת העובדים, המשך פעילות מסחרית וכו'), והכסף שמתקבל כתמורה למכירה משמש לתשלום לנושים. צורה שלישית היא הסדר חוב במניות. במסגרת זו נושי החברה מקבלים מניות של החברה, כתחליף לתשלום חובם במזומן. כך החברה יכולה להמשיך ולתפקד, שכן חובותיה נמחקים, והבעלות בה עוברת מבעלי המניות הקודמים לנושים. הצורה השלישית מקובלת בארה"ב (במסגרת פרק 11 לקוד חדלות הפירעון האמריקני), אך מקובלת פחות בישראל. במידה שאף אחד מצורות ההבראה לא צלח, ניתן לפרק את החברה. המשמעות של פירוק החברה היא מכירת כל נכסי החברה בנפרד (מה שנקרא בלעז – Liquidation). במסגרת הפירוק מוכרים כל נכס של החברה, בין אם נכסים בעין (נדל"ן או מיטלטלין), ובין אם נכסים אחרים

¹ ההצעה מצורפת לחומר הרקע.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

(פטנטים, חוזים וכו') למרבה במחיר, וסך הכסף המתקבל משמש כתשלום לנושים. בניגוד להליך ההבראה, בסוף הליך הפירוק החברה מתחסלת, ושוב אינה קיימת עוד.

החשיבות לפתיחת הליך חדלות הפירעון במועד היא רבה. ככל שיפתחו הליכי חדלות הפירעון מוקדם יותר, קיים סיכוי גדול יותר שהחברה תצליח להשתקם (להבריא) בטרם מצבה מתדרדר. פתיחה מאוחרת מדי של הליך חדלות הפירעון עלול להביא למצב שמרבית נכסיה כבר משועבדים, חובותיה גדולים כבר באופן כה משמעותי מנכסיה הלא משועבדים, לקוחותיה וספקיה כבר אינם רוצים לעבוד מולה, ולכן אין מנוס מלפנות להליך פירוק שתוצאותיו קשות – פיטורי עובדים, פגיעה בלקוחות קיימים, פגיעה בספקים הקיימים ואפילו פגיעה בציבור בכללותו.

הצעת החוק מתייחסת למגוון נושאים שקשורים לחדלות פירעון ושיקום כלכלי של חברות ויחידים, לרבות בעניין סדרי הנשייה ועוד. המפגש יעסוק בשני נושאים עיקריים: הראשון בהגדרת חדלות פירעון המוצעת והשני – במעמדם של הנושים – בעיקר במתח בין הנושים שמועד הפירעון של חובותיהם עומד להגיע בזמן הקצר לבין נושים שמועד הפירעון של חובותיהם בעתיד – אנו נכנה אותם נושי הטווח הקצר לעומת נושי הטווח הארוך.

הדילמה העיקרית בנושאים אלה נוגעת לאיזון בין הרצון לעודד כניסה מוקדמת לתהליכי הבראה ושיקום מחד, ובין החשש מפגיעה בניהולה התקין של החברה מאידך. חשוב גם לציין כי פירעון המצב בו חברה מצויה בקשיים אינו תוצר של פעולה אחת אלא תקופת הידרדרות כלכלית מתמשכת של התאגיד המוגדרת לעיתים כ”אזור חדלות פירעון”. בתקופה זו גובר החשש מפני בעיית אינפורמציה אסימטרית, בעיית הסוכן ואינטרסים מנוגדים של ההנהלה, הדירקטוריון ובעלי המניות. למשל, להנהלה יכול ויהיה תמריץ להעדיף השקעות מסוכנות יותר, במטרה להרוויח מהר את הסכומים החסרים בקופה, ואילו לבעלי המניות יכול ויהיו דרישות לפירעון הלוואות בעלים לרבות על ידי מכירת נכסי החברה. במילים אחרות, מתרחש, למעשה, “קרב” על הכסף בקופה ועל הנכסים הטובים יותר של החברה. בהקשר זה, חשובה ההבחנה בין מכירת נכסים שהינם בליבת העסקים ולכן עלולה לפגוע בנושי הטווח הארוך לבין נכסים עודפים/אחרים.

בהקשר זה, יש לציין כי חלק ח' בהצעת החוק עוסק באחריות הדירקטורים כאשר החברה בחדלות פירעון וחלק י' עוסק במשא ומתן מוגן. נקודת האיזון של הצעת החוק היא איזון בין הגבלת נושים עתידיים, “גזר” לחברה לפתוח מוקדם בהליכים באמצעות המו”מ המוגן ו”מקל” לדירקטורים שלא התחילו בזמן בהליכים באמצעות חובות האחריות שבחלק ח'.

הגדרת אי סולבנטיות וביטול המבחן המאזני

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

באופן כללי ניתן לחשוב על שני מבחנים עקרוניים לעניין קביעת מצב חדלות הפירעון: המבחן המאזני והמבחן התזרימי. המבחן המאזני בוחן את סך נכסי החייב לעומת סך התחייבויותיו וקובע כי אם סך ההתחייבויות גדול מסך הנכסים, החייב נחשב חדל פירעון. המבחן התזרימי בוחן האם החייב יוכל לקיים את התחייבויותיו בהגיע המועד לקיומן תוך פרק זמן קצר, אם לא - יוגדר חדל פירעון. סעיף 258 לפקודת החברות [נוסח חדש] התשמ"ג-1983, מתייחס לשני מבחנים אלה, אם כי מדגיש את המבחן התזרימי. לפי סעיף 258 רואים חברה כחדלת פירעון כאשר מתקיים אחד משלושה מצבים חילופיים. שניים מהמצבים החילופיים מתייחסים במפורש לחדלות פירעון תזרימית,² השלישי מתייחס למבחן ספק תזרימי ספק מאזני, ולפיו חברה תחשב לחדלות פירעון אם: “הוכח להנחת דעתו של בית המשפט, לאחר שהביא בחשבון את חביוותיה המותנות והעתידות, שאין ביכולתה של החברה לשלם את חובותיה”.

בהתאם הפסיקה הישנה הדגישה את המבחן התזרימי (גם אם לא פסלה את מבחן המאזני במקרה הצורך). כך, למשל, בפס"ד בנק ארץ-ישראל בריטניה³ קבע השופט ברנזון לגבי מבחן חדלות הפירעון כי: “המבחן הוא, אם מסוגל הוא לעמוד בהתחייבויותיו השוטפות ולענות לדורשיו. במילים אחרות, אין זו שאלה של עריכת מאזן וקביעת היחס בין האקטיבה והפסיבה.”⁴ פסיקה חדשה יותר מדגישה דווקא את המבחן המאזני. כך למשל, בפרשת IDB⁵ היה מוסכם על כל הצדדים כי אי.די.בי פיתוח מסוגלת לשלם את כל חובותיה למשך שנה הקרובה. אך למרות שמבחינה תזרימית, לפחות בטווח הקצר, לא הייתה בעיה, סבר בית המשפט שיש להתחיל בהליך חדלות פירעון (למנות לה בעל תפקיד, אם כי בעל סמכויות מוגבלות). בית המשפט קבע כי מניתוח מאזנה של החברה עלה שלו תשלם החברה את חובותיה בשנה הקרובה לא יוותרו לה די נכסים לתשלום הנושים ארוכי הטווח, והוא חשש מהעדפת טובתם של הנושים הטווח הקצר על נושי הטווח הארוך (עמדה דומה נקבעה גם בפרשת רשות הדואר⁶).

אחת הטענות העולות בנוגע להסדרי החוב במשק הישראלי, ונמצא לה הד גם בפסיקת בתי המשפט, היא שחברות נוטות לפנות לתהליך של הסדר חוב בשלב מאוחר מדי. התייחסות למבחן תזרימי בלבד עלול ליצור הפרש עיתוי בין הכשל במבחן המאזני וההכרזה המשפטית על חדלות פירעון,

² לפי סעיף 258(1) – “נושה שמגיע לו מן החברה, על פי המחאה או באופן אחר, סכום העולה על חמישה שקלים שהגיע זמן פרעונו, מסר לחברה במשרדה הרשום דרישה חתומה בידו לשלם לו את חובו, ובמשך שלושה שבועות לאחר הדרישה לא שילמה החברה את החוב ולא נתנה ערובה ולא הגיעה לידי סידור להנחת דעתו הסבירה של הנושה. לפי סעיף 258(2) צו הוצאה לפועל או כתב-דין אחר שניתן על פי פסק דין או צו של בית משפט לטובת נושה של החברה לא קויים כולו או מקצתו”

³ ע"א 577/74 בנק ארץ-ישראל בריטניה נ' היועץ המשפטי לממשלה, פ"ד כט(2) 6

⁴ ראו גם ע"פ 174/75 מדינת ישראל נ' בן-ציון פ"ד ל(1) 119, 129-131.

⁵ פר"ק פרק (ת"א) 36681-04-13

⁶ פר"ק (י"ם) 26836-07-14

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

ועלול לגרום להשמדת ערך בחברה ואי הגעה להסדר מיטבי אשר היה מתגבש אילו הייתה לנושים היכולת לכפות על החברה הסדר חוב בשלב מוקדם יותר. לעומת זאת חשוב לזכור כי קיומה של יכולת תזרימית בטווח הקצר אינה מצביעה בהכרח על כך כי החברה יכולה לפרוע את חובותיה בעתיד וזאת לאור היקף חובותיה הכולל ושווי נכסיה. לפיכך, קיומו של מבחן משולב יכול דווקא לתת את האינדיקציה המיטבית.

במסגרת החוק המוצע, **חדלות פירעון מוגדרת כ”מצב שבו התאגיד אינו יכול לשלם את חובותיו במועדם”**. כלומר, המבחן המאזני נזנח ואילו המבחן התזרימי מוגדר כמבחן בלעדי. בנוסף, בכדי לייצר וודאות, נקבע כי **הזכות לנקיטת פתיחת הליך נגד תאגיד תהיה רק לנושים בהווה ולא לנושים עתידיים**. מדברי ההסבר לחוק עולה כי המבחן המאזני והזכות של נושה עתידי (למעט נושה בעל הסדר חוזי) לפתיחת הליך נגד תאגיד פוגעים בוודאות ולכן יש לבטלם.

הטענה היא שהגבלת הנושים העתידיים מהגשת בקשה המבוססת על חדלות פירעון עתידית נועדה למנוע מצב שבו נושים עתידיים מגישים בקשות המסתמכות על ניתוחים כלכליים מורכבים שאינם מאפשרים הכרעה שיפוטית פשוטה וברורה. טענה נוספת היא שבמקרים מסוימים נראה כי הבקשה לא נועדה להכרעה אלא כדי שיהיה הליך תלוי ועומד שבאמצעותו ניתן יהיה לפקח על הנעשה בחברה. מצב זה בו תלויה בקשה כנגד החברה זמן רב ללא הכרעה שיפוטית אינו בריא ופוגע בוודאות וביציבות של השחקנים במשק.

עוד נטען בדברי ההסבר שהשימוש במבחן המאזני בידי נושים עתידיים רלוונטי רק לנושים פיננסיים בגלל העלויות הרבות הכרוכות בהוכחת המבחן המאזני ופערי המידע שיש בין החברה ליתר הנושים. נושים אלו הם נושים מתוחכמים שיכולים להגן על עצמם באמצעות תניות חוזיות כמו תניות לפירעון מידתי. תניות חוזיות מעצם טבען יכולות להיות גמישות יותר ומותאמות לאופי החברה ופעילותה ולכן יוכלו להיבנות כך שיקטינו את מידת חוסר הוודאות והמורכבות שכרוכות בהוכחת התקיימותן (לדוג' תנייה שמבוססת על עליית התשואה על האג"ח בשיעור מסויים משיעור התשואה שהונפקה לפיו).

בהקשר זה ראוי גם לציין כי בארה"ב על מנת להגיש בקשה כפויה לחדלות פירעון (involuntary bankruptcy filing) יש צורך ב-3 נושים שהחייב אינו משלם להם תביעות בסך כולל של \$10,000 (ראו סעיף 303 לקוד חדלות הפירעון האמריקני). המבחן האמריקני, אפוא, דומה למבחן המוצע בהצעת החוק, משום שעל מנת לפתוח הליך חדלות פירעון כפוי החוק דורש שהתביעות של הנושים הפונים לא יהיו מותנות או עתידיות, אלא תביעות חוב שזמן פירעוןן כבר עבר.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

אי סולבנטיות אל מול הערת “עסק חי”, דו”ח תזרים חזוי ומבחן יכולת הפירעון

אם נשווה את מבחן חדלות הפירעון המוצע בחוק למבחן יכולת הפירעון לעניין חלוקת רווחים בחוק החברות, ניתן לראות כי חוק החברות משתמש במבחן משולב: “חברה רשאית לבצע חלוקה מתוך רווחיה (להלן – מבחן הרווח), ובלבד שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחובותיה הקיימות והצפויות, בהגיע מועד קיומן”, לא מן הנמנע ששילוב שני המבחנים כאמור, כפי שבא לידי ביטוי במבחן הרווח, הוא הפתרון האופטימלי בבחינת חדלות פירעון, **תאגיד יוגדר חדל פירעון אם בשים לב לנכסיו ולהתחייבויותיו הקיימות והצפויות לא יוכל לעמוד בפירעון חובותיו בהגיע מועד פירעונם.**

לפי דרישת ה-IFRS יש לרשום הערת “עסק חי” כאשר ישנה אי ודאות מהותית אשר עשויה להטיל ספק משמעותי בדבר יכולת החברה לפעול כעסק חי. ניתן לראות שרבים המקרים בהם הערות עסק חי נכללות סמוך מאוד לתחילת משא ומתן על הסדר חוב ולמעשה מהוות כשל דיווחי (שכן הערה מסוג זה אמורה להיכלל במצב בו קיימים ספקות משמעותיים לגבי יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה במועדן ולא רק במצב שבו ברור כי אין לחברה יכולת לפרוע את חובותיה במועד). הגורם המהותי לדחיית רישום הערת עסק חי ודחיית כניסה להליך חדלות פירעון הוא זהה – החשש כי הנבואה תגשים את עצמה. כלומר, הכללת ההערה או פנייה לבית המשפט תוביל לבעיות מול לקוחות, ספקים בעלי חוב ובסופו של דבר לקריסת החברה אשר ייתכן והייתה נמנעת ללא ההערה או הפנייה לבית המשפט.

ההסתמכות הבלעדית על המבחן התזרימי בהווה, ללא הסתכלות על העתיד, יכולה להוביל לסתירה לוגית ביחס לחברה אשר התגלו לגביה סימני אזהרה, **מחויבת לכלול גילוי על דו”ח תזרים מזומנים חזוי לתקופה של שנתיים.**

בהקשר זה, יש לציין כי ההגבלה למבחן תזרימי בהווה מוגבלת רק לעניין זכותו של הנושה לכפות הליכים על החברה. החברה עצמה צריכה להתכונן לחדלות הפירעון ולמנוע אותה גם כאשר הבעיה היא מאזנית. בהקשר הזה, גם אם המבחן התזרימי ישאר כפי שהוא, נשאלת השאלה מהן חובות שנושאי המשרה הן גם בחדלות פירעון מאזנית.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

ההיבט הכלכלי

בימים אלו מתבצע במכון אהרן למדיניות כלכלית במרכז הבינתחומי הרצליה מחקר בנושא מדיניות כלכלית להסדרי חוב בישראל⁷. מחקר זה מנתח בצורה מתודית כלכלית את האתגרים בניהול הסדרי החוב בישראל ומתווה כלים ומבחינים שיסייעו בפתרון הבעיות הכלכליות המתעוררות בהסדרי חוב.

המחקר דן בנושא זיהוי מצוקה פיננסית מהותית בדגש על בעיית זיהוי עיתוי הכניסה למצוקה הפיננסית והגדרת חדלות פירעון. ככל שהסדר החוב מתחיל בשלב מאוחר יחסית כך נפגעים נכסי החברה וסיכוי הצלחת ההסכם. לכן, יש להעלות את הנושא לפתחו של בית המשפט לא רק ברגע בו יש אי עמידה בפירעון חוב מסוים אלא גם במקרה בו קיימת רק הסבירות לאי עמידה בהתחייבות עתידית.

על פי המחקר התשובה להגדרת חדלות הפירעון נעוצה בעלויות כלכליות אלטרנטיביות. יש שני סוגי עלויות בהקשר חדלות פירעון, עלויות המתהוות לחברה המצויה במצוקה כלכלית אך לא הכריזה על חדלות פירעון (למשל - עלויות סוכן והשמדת ערך) ועלויות הנובעות לחברה המצויה בהליך חדלות פירעון מוכרז (למשל – עלות יועצים, בעיות מול לקוחות, בעלי חוב ומכירת בזק). ככל שעלויות מהסוג הראשון גדולות רצוי יותר לקבוע כלל מחמיר להגדרת חדלות פירעון (קרי כלל שמביא לריבוי מקרי חדלות פירעון) וככל שהעלויות מהסוג השני גדולות רצוי כלל מקל יותר (קרי כלל שמביא למעט מקרים של חדלות פירעון).

⁷ ד"ר טל מופקדי, ד"ר רועי שלם, היבטים בקביעת מדיניות כלכלית להסדרי חוב בישראל, טיוטת מאמר (מאי 2016), מכון אהרן למדיניות כלכלית, המרכז הבינתחומי הרצליה

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

שאלות ונושאים נוספים לדיון

1. האם הצעת החוק מובילה לשינוי נכון בשיווי המשקל הקיים היום בעיתוי הכניסה להליכי חדלות פירעון: שהרי מצד אחד, אי עמידה בהחזר חוב כלשהו לא בהכרח מעידה על חדלות פירעון ומצד שני, עמידה בתשלומי הטווח הקצר יכולה לעיתים להחמיר את מצבם של בעלי האג"ח הארוכות וכן להעיד על מצב של חדלות פירעון.
2. עד כמה הערך של וודאות ויציבות בראיית השוק ובכלל זה, הבאה לבית המשפט של שאלות שיש בהן יכולת הכרעה פשוטה יחסית להבדיל מהערכות שווי מורכבות, צריכה להיות שיקול בקביעת הגדרת חדלות פירעון?
3. האם אמות המידה הפיננסיות יכולות להוות תחליף מנקודת ראות של בעלי אגרות החוב הארוכות להעמדת החוב לפירעון מיידי וביחס למצב כיום? אם לא - מדוע? האם קיימים קשיים בהעמדה לפירעון מיידי לעומת פתיחה בהליכי חדלות פירעון ומהם?
4. מה יהיה המצב מנקודת ראות של ספקים של שירותים או מוצרים שלהם אין בדרך כלל אמות מידה פיננסיות?
5. האם יש קשר בין המבחן התזרימי לבין המבחן המאזני? שהרי לכאורה כל נכס והתחייבות במאזן מייצגים תזרים עתידי. בהקשר זה, לאיזו תקופה ובאיזו רמת ודאות יש לבחון יכולת תזרימית?
6. האם נכון לזנוח לחלוטין את המבחן המאזני? ניתן לראות דוגמה להכלאה בין המבחנים במבחן יכולת הפירעון לעניין מבחן הרווח בחוק החברות ולשקול מבחן חלופי לפיו חדלות פירעון תוגדר כמצב בו תאגיד בשים לב לנכסיו, ולאור התחייבויותיו הקיימות והצפויות לא יוכל לעמוד בפירעון חובותיו בהגיע מועד פירעונם.
7. מהי “סביבת חדלות פירעון” ומהן השלכותיה? בחוות הדעת של אי. די. בי אחזקות הוצע כי סולבנטיות תקבע אם החברה יכולה להציג שירות חוב ברמה גבוהה מאוד לשנה הקרובה, גבוהה במשך שנתיים וסבירה (מעל 50%) לטווח הארוך, הם ניתן להשתמש בהגדרה זו למבחן חדלות פירעון? אם לא מה ההגדרה המומלצת לאור מקרה זה?
8. מהו תפקיד הנאמן? באיזה תדירות יש לבחון עדכון ההערכה ומי עושה זאת?
9. מה תפקיד הדירקטור מטעם בעלי האג"ח? עד כמה הדבר אפקטיבי והאם יש להרחיב זאת?
10. האם נכון ליצור ניתוק מוחלט בין עיתוי הערת עסק ח/דו"ח תזרים חזוי/מבחן יכולת הפירעון לבין הגדרת חדלות פירעון?
11. מהי אחריות הדירקטוריון ומגישי חוות הדעת כלפי נושים בעקבות השינוי?
12. עד כמה, אם בכלל, החוק ישנה את שיווי המשקל במתן אשראי בין הגופים הבנקאים לגופים החוץ הבנקאיים?

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

13. נוכח ההתמקדות רק על ההווה, האם ייתכן מצב בו חברה בעלת סימני אזהרה אשר מצהירה כי צפוי שלא תעמוד בהתחייבויותיה לא תוגדר חדלת פירעון?
14. האם יש הצדקה כלכלית לשלול את זכותו של נושה עתידי לפתוח בהליכי חדלות פרעון.
15. כיצד עלולה ההצעה להשפיע על התנהלותן של חברות אם אין לחברה סיבה לחשוש מנושים עתידיים? האם לא תיפגע “משמעת השוק”
16. בהצעה קיימים 3 דרכים להבראה: הראשונה היא בהליך לשיקום כלכלי במסגרת הליכי חדלות פירעון, השנייה במסגרת הפרק העוסק בהסדר חוב שלא במסגרת בקשה לצו הליכים (סעיף 320-336), בתוכו כלול גם פרק הדן בהסדר חוב מהותי בחברת איגרות חוב. בשתי דרכים אלה נושה יכול לנקוט בהליכים ונושה עתידי מנוע. הדרך השלישית מוסדרת בסעיפים 337-348 במסגרת מו”מ מוגן בידי תאגיד המתנהל מחוץ לבית המשפט ביוזמת החברה בלבד ובתנאים הקבועים בו. השאלה היא האם קיומן של 3 דרכים אלו מעלות את סיכויי ההבראה והשיקום של חברות ואם כן אלו מבין הדרכים נראית עדיפה ולמי? האם קיומה של אפשרות למו”מ מוגן כמוצע לא פוגע במעמדם של הנושים ארוכי הטווח?