

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש מרץ 2013:

“תפקיד המומחה בהסדרי חוב: היבטים מימוניים”

א. רקע

ב- 7.2.2012 הוסף לספר החוקים תיקון 18 לחוק החברות העוסק ב"מינוי מומחה לבחינת הסדר חוב בחברת איגרות חוב". הצעת החוק שפורסמה במרץ 2012 הגדירה, בראשית דבריה, את מטרת מינוי המומחה כהתמודדות עם "בעיית נציג וניגודי עניינים בין הגורמים המעורבים בחייה של החברה". ההצעה לחוק מדגישה את הבעיה כ- "בעיות ייצוגיות, הנובעות מהפיזור הרב של בעלי איגרות החוב ומכך שחלק ניכר מאיגרות החוב מוחזק בידי גופים מוסדיים".

להלן סעיף 350 י"ט לחוק החברות המגדיר את תפקיד המומחה:

- (1) להגיש סיוע מקצועי בניהול המשא ומתן לגיבוש הסדר החוב, ובכלל זה לתת ייעוץ מקצועי, בעצמו או באמצעות בעלי מומחיות אחרים מטעמו, לבעלי איגרות החוב או לנציג שמינו מטעמם, ולמסור להם מידע הדרוש להם לשם ניהול המשא ומתן;
- (2) להכין, בהתאם להוראות בית המשפט, חוות דעת לעניין כדאיות הסדר החוב לבעלי איגרות החוב (בסימן זה – חוות דעת המומחה); חוות דעת המומחה תומצא לבית המשפט, לחברה, לנאמן ולבעלי איגרות החוב, זמן סביר לפני כינוס האסיפות לפי סעיף 350, במועד שיורה בית המשפט;
- (3) לבחון אם חלוקה שביצעה החברה בתקופה שקבע בית המשפט ושקדמה להגשת הבקשה לכינוס אסיפות לפי סעיף 350, היא חלוקה אסורה; ממצאי הבחינה כאמור יומצאו לבית המשפט, לחברה, לנאמן ולבעלי איגרות החוב לא יאוחר ממועד המצאת חוות דעת המומחה.

הגדרת התפקיד, כפי שמצוין בחוק, מהווה לכאורה כפילות בין תפקיד המומחה ותפקיד הנציגות ו/או של הכנ"ר, בעיקר לאור חיזוקו לאחרונה של הנאמן. כאמור, אין מקום, בשלב זה, לאחר השלמת החקיקה, לפתח לדיון סביב הסוגיה האם כפילות זו רצויה והאם איננה פוגעת במעמד הנציגות ו/או מממניה, הגופים המוסדיים. יש מקום, בשלב זה, לנסות להכיל תוכן להגדרה "ייעוץ מקצועי": האם מתבקש המומחה לנתח את הקיים, לנתח את ההסדר, להציע הסדר, להביע דעה באשר לכדאיות ההסדר? התשובות לשאלה זו מגדירות גם את מועד

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

מינויו ואת מועד הגשת הדוח. המחוקק סבור כי החוק מגדיר מועדים אילו וכי הנאמן יאכוף דרישות אילו למרות שעד עתה, במקרים רבים, הנאמן לא היה מיודע בכל שלבי ההליך.

הסדר חוב מוצלח מעניק מענה הולם לכל הגורמים הלוקחים בו חלק: חברה, נושים מובטחים, נושים לא מובטחים. האם עבודת המומחה מחויבת למחזיקי אג"ח בלבד או גם לנושים מובטחים ונושים לא מובטחים אחרים?

בהקשר זה אפשר לשאול מי יכול להתמנות כמומחה וכיצד נתפסים “ניגודי עניינים” הקשורים לעבודות קודמות שעשה בשם מי מהצדדים. אפשר שרצוי הקמת מאגר מומחים ממנו יתמנה המומחה, כאשר הכנ”ר יבצע את סלקציה המועמדים למאגר.

לבסוף, סעיף (3) מורה את המומחה לבחון עניין חלוקה אסורה. בחינת הסדר ובחינת חלוקה אסורה דורשת שתי מיומנויות שונות (ראו גם סעיף 350כ(ג) להלן). בנוסף, בחינה מעמיקה אינה יכולה להתבצע בפרק הזמן הדרוש לשם השלמת הסדר. אילו תוצרים על מומחה להפיק?

דוח המומחה

ב- 1.9.2012 נכנס החוק לתוקף והחל ממועד זה כל הסדר חוב שהוגש לבית המשפט מחויב במינוי מומחה. עד כה הוגשו לבית המשפט עשרות בודדות של דוחות מומחה המלמדות בעיקר על חוסר אחידות ואי וודאות באשר לתפקיד המומחה ובהתאמה למהות הדוח שעליו להגיש. חלקו נובע מחוסר הלימות בין דרישות החוק לבין התהליך בפועל וחלקו מעמימות החוק. להלן עיקרי סעיף 350 כ' לחוק החברות המגדיר את חוות הדעת אותה נדרש להגיש המומחה:

(א) חוות דעת המומחה תתייחס, בין השאר, לחלופות להסדר החוב המוצע ולתקבולים המשוערים שהיו מקבלים בעלי איגרות החוב בכל אחת מהחלופות, ובכלל זה יבחן המומחה את החלופה של פירוק החברה ואת אפשרות מכירתה לצד שלישי.

(ב) ייוותרו, בהתאם להסדר החוב המוצע, מניות בידי מי שהיו בעלי המניות של החברה ערב ההסדר, תכלול חוות דעת המומחה התייחסות גם לאלה:

(1) ערכן של המניות שייוותרו כאמור ובפרט המניות שייוותרו בידי בעל השליטה בחברה, והתמורה שיינתנו בעלי המניות בעדן;

(2) האפשרות לפירעון איגרות החוב בדרך של הקצאת המניות שייוותרו כאמור לבעלי איגרות החוב או בדרך של מכירתן לצדדים שלישיים.

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

(ג) כלל הסדר החוב המוצע הוראה ולפיה בעלי איגרות החוב או החברה יהיו מנועים מלתבוע נושא משרה בחברה, בעל עניין בה או אדם אחר (בסעיף קטן זה – פטור מאחריות), תכלול חוות דעת המומחה התייחסות גם לאלה:

(1) בחינה אם פעולות או עסקאות שביצע האדם שלגביו מוצע הפטור, בתקופה שקדמה למועד הגשת הבקשה לכינוס האסיפות לפי סעיף 350, מקימות לבעלי איגרות החוב או לחברה עילות תביעה נגדו, לרבות עילת תביעה לפי סעיף 106(ג);

(2) הערך הכלכלי המשוער של הפטור מאחריות בהתחשב בממצאי הבחינה לפי פסקה (1), והשיקולים למתן הפטור כאמור.

(ד) כלל הסדר החוב המוצע תקבולים שונים לבעלי איגרות חוב מסדרות שונות, תכלול חוות דעת המומחה התייחסות גם לכדאיות ההסדר המוצע לכל אחת מהסדרות ולהוגנות חלוקת התקבולים בין בעלי איגרות החוב.

(ה) היה הסדר החוב המוצע חלק מפשרה או הסדר כמשמעותם בסעיף 350 בין החברה ובין נושים אחרים, תכלול חוות דעת המומחה התייחסות גם לכדאיות ההסדר לאותם נושים, והוראות סימן זה יחולו, בשינויים המחויבים, אלא אם כן קבע בית המשפט אחרת.

לאחרונה ביטאו חלק מהגורמים הקשורים להסדרי חוב את דעתם על הצורך בהאחדת הדוח ואפיונו. מעבר להגדרה ברורה של מטרת הדו"ח ומרכיביו אשר תקל על עבודת המומחה, אפיונו יהווה מעין רשימת תוצרים (check list) אשר תסייע לבית המשפט לבחון את מרכיבי ההסדר ובאופן עקיף תחזק את מהותיות התפקיד.

ב. אומדנים למדידת שווי החלופות המוצעות בהסדר

המומחה נדרש להציג בדו"ח ערכים לשווי החלופות. הסדר חוב מורכב, בד"כ, מתשלום במזומן, הנפקת אג"ח חדשות ארוכות בעלות grace והקצאת מניות. האג"ח בד"כ סחירות, לעיתים לא. חישוב שווי אג"ח סחיר שעדיין לא הונפק הינו מורכב. בנוסף, כאמור, יש לאמוד את שווי התמורה שיקבלו הנושים גם בחלופות להסדר: פירוק, פירוק מפעיל, המרה מלאה למניות.

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

הספרות הפיננסית מציעה מספר דרכים עיקריות לחישוב שווי חוב :

- א. מודלים כלכליים שונים (כמו מודל מרטון ופיתוחים של מודל מרטון).
- ב. חישוב שיעור ההיוון לפי חברות דומות לאחר הסדר לרבות ביצוע אדפטציות (ענף, מאפיינים ספציפיים, בטוחות וכו').
- ג. חישוב שיעור ההיוון ע"י השוואה לחברות בעלות דירוג דומה.
- ד. היוון כל תשלום ריבית וקרן לפי שיעור היוון שונה לפי סיכון שונה שמאפיין כל תשלום. באופן פשוט יותר, אך פחות מבוסס, אפשר גם לקבוע שיעור היוון אחיד לכל הסדרה גם יחד.

ג. שווי שליטה

חלק גדול מההסדרים מבוססים על הזרמת הון אשר בד"כ כרוכה בהעברת או שמירה על שליטה. לשון החוק מציעה כי כל עוד לא בוצעה הזרמת ההון, בעלות החברה היא של הנושים. לכאורה, העברת השליטה דורשת תשלום פרמיה. אין היום מענה כיצד על המומחה להעריך (אם בכלל) את זכויות השליטה. סוגיה זו רלבנטית גם כאשר מתבצעת השתלטות של הנושה העיקרי בחברה.

ד. שאלות לדיון

1. מי יכול להתמנות כמומחה – שאלת ניגוד העניינים.
2. מהו תפקיד המומחה: לנתח את הקיים, לנתח את ההסדר, להציע הסדר, להביע דעה באשר לכדאיות ההסדר? מה מידת מעורבות המומחה בשלב המו"מ?
3. מהו מועד ראוי להגשת הדוח? האם יש מקום להגיש דו"ח ביניים?
4. האם עבודת המומחה צריכה להתייחס גם לטובת נושים לא מובטחים שאינם בעלי אג"ח?
5. מה הם המודלים המתאימים לחישוב החלופות המוצעות בהסדר? האם הם משקללים default במהלך תקופת ההסדר?
6. מהו המודל המתאים להערכת שווי אג"ח סחיר אשר יונפק פוסט-הסדר? האם יש מקום לקבוע שיעור היוון שונה לסיכון של סדרה?
7. האם יש להעריך את שווי השליטה בעקבות שינוי באחזקות?
8. מהם העקרונות בבסיס חוות הדעת? אילו מאפיינים איכותיים ישפיעו על עיצוב חוות הדעת? האם נתבסס על המאפיינים של התקינה הבינלאומית (מובנה, רלוונטיות, מהותיות, מהימנות, מצג נאמן, מהות קודמת לצורה, ניטרליות, זהירות, מידע מלא והשוואתיות)?