

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. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 7 ביולי 2016

נושא המפגש: ביטול המבחן המאזני על רקע המהפכה המוצעת בדיני חדלות הפירעון: האם אמות המידה הפיננסיות יצליחו להגן על נושים ארוכי טווח?

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון, הצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ו 2016.

אורחים שנכחו בדיון: נשיא בית המשפט המחוזי, השופט איתן אורנשטיין, עו"ד מוטי ימין (ראש מחלקת תאגידים, רשות ניירות ערך) עו"ד ספי זינגר (מחלקת ייעוץ וחקיקה, משרד המשפטים), עו"ד גור בליי (יועץ משפטי, וועדת חוק חוקה ומשפט, הכנסת), פרופ' דוד האן (כונס הנכסים הרשמי), ד"ר עומר קמחי (אוניברסיטת חיפה), עו"ד ענת פילצר סומך (איגוד החברות הציבוריות).

נוכחים: פרופ' אמיר ברנע, רו"ח שלומי שוב, רקפת שני, פרופ' עודד שריג, פרופ' אסף חמדני, ענת לוין, עדי סקופ, עו"ד אברמי וול, פרופ' עדי פוזנר, יונל כהן, עו"ד סיגל רוזן-רכב, דגנית דניאל, דן אבנון, עמנואל אבנר, ואדים פורטנוי, גלי עטרון, לילי איילון, רו"ח דני ויטאן, פרופ' יורם עדן, מנחם שוורץ, עו"ד ענת צדקה, אמיר סוראיה, עו"ד מני נאמן, סאמר חאג' יחיא, ד"ר רועי שלם, ד"ר טל מופקדי, ד"ר אסתר גלעז רן, פרופ' דן אלנתן, עו"ד נטלי גייקובס, צורי לביא, עו"ד רות חרדון אביב, אמיר ברטוב, עו"ד פיני רובין, רו"ח משה דגנסקי, עו"ד שיראל גוטמן, גנאדי גולדשטיין, עו"ד ורו"ח איתן עבדו.

צוות מקצועי: עמרי כהן, רעות קליינמן ולידור רוזנצוויג.

שלומי שוב

זימנו דיון מיוחד של הפורום בפגרת הקיץ לאור דחיפות וחשיבות נושא חדלות הפירעון. ברצוני להודות לאורח הכבוד שלנו, נשיא בית המשפט המחוזי בתל אביב השופט איתן אורנשטיין.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כניסנו את הדיון המיוחד בכדי לדבר על הצעת החוק חדלות פירעון מהזווית התאגידית שלו שנמצאת ממש בימים אלה על שולחן הכנסת. אנו חושבים שראוי שהצעת חוק שיש לה השלכות כל כך דרמטיות, ומשמעות כלכלית כל כך גדולה, בין היתר, על שוק ההון תעבור גם דרך המסננת הכלכלית שלנו שכוללת את ההיבטים המימוניים והחשבונאיים. אני חושב שזאת מסוג הצעות החוק שקיימת סכנה אם תידון רק במישורים המשפטיים.

במרכז הדיון שלנו נמצא המתח בין הנושים של הטווח הקצר לבין הנושים של הטווח הארוך בתקופת ההתדרדרות הכלכלית של החברה שמכונה "אזור חדלות הפירעון", הקרב על הקופה כך לפעמים מכנים אותו. השאיפה היא ליצור את האיזון העדין בין הרצון לעודד כניסה מוקדמת של תאגידים לתהליכים של הבראה ושיקום לבין החשש מצד שני מפגיעה של התהליכים האלו בניהול התקין של החברה. כולנו מודעים לכך שבחברות באזור של חדלות פירעון קיים חשש מבעיות של א-סימטריה במידע, עלויות סוכן ולקיחת סיכונים גבוהים מידי על ידי המנהלים ובכלל אינטרסים מנוגדים למכביר. נושא זה גם מתקשר חזק מאוד להיבטים של אחריות דירקטורים, וגם לכך קיימת התייחסות בהצעת החוק כפי שנשמע עוד מעט אני מניח ממשרד המשפטים.

מדובר בהצעת חוק רחבה מאוד ואנחנו רוצים למקד את הדיון שלנו לשני נושאים עיקריים - הנושא של הגדרת חדלות פירעון וכן המעמד של הנושים העתידיים בדגש על האג'נדה הארוכות לזום הליכים. אם אני מתייחס להצעת החוק לפני השינוי שביצע משרד המשפטים השבוע אז היא למעשה מבטלת את המבחן המאזני לטובת המבחן התזרימי בלבד. כשאנחנו מסתכלים על הפרשנות של בית המשפט בשנים האחרונות לחוק החברות אז אנחנו רואים שהמבחן המאזני תופס משמעות רבה והמקרה הבולט ביותר של השנים האחרונות זה סיפור אי.די.בי ששם המתח בין הזמן הקצר לזמן הארוך, והניסיון שצלח במידה רבה של בעלי האג'נדה הארוכות למנות בעל תפקיד מיוחד וכו'. למעשה זו היתה דוגמא בולטת ביותר לטעמי של שימוש במבחן המאזני. לפני שאגיע לזווית החשבונאית שלי, רק אציין שאני שומע מהמשפטים שהמבחן התזרימי משקף את הגישה המשפטית האמריקאית לעומת הגישה האנגלית שהיא גישה עם מבחן מאזני.

הנימוקים של ההצעה הם בעיקר השיקולים של ודאות מבחינת החברה ומניעת התדיינות ארוכה סביב כל השאלות האלה של הערכות השווי. ומי אנחנו כפורום שווי הוגן שמבינים כמה הנושא של הערכות שווי הוא נושא מורכב ולא פשוט. כשהרציונל של הצעת החוק הוא להסתמך על הקובנטס שקיימים באגרות החוב שהם אלו שיגנו על בעלי אגרות החוב ובמצב של התדרדרות כלכלית יאפשרו להכניס את החוב לפירעון מידי. גם כשמסתכלים על הטיעון הזה השאלה כמה הוא חוסך את השיקולים האלו. בסופו של דבר הקובנטס שאנחנו מדברים עליהם הם איכותיים ותהיה מחלוקת

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שגם תגיע לבית משפט על ההפרה או אי ההפרה שלהם, שבסופו של דבר לא בהכרח תחסוך את הדיון הזה בהערכת השווי. צריך גם לזכור שכשאנחנו מדברים על ארה"ב, היה לנו דיון גם במפגש האחרון של הפורום שלא בהכרח המבנה של האג"ח קורפורייט בארה"ב ואיך ששוק ההון מתנהל שם תואם את מה שקורה בישראל ואנחנו רואים את זה בכל מיני פערי ארביטראז' בתשואות בשנים האחרונות. נקודה נוספת זה הנושא של הקרוס-דיפולט. אם מכניסים לפירעון מידי אז הקרוס דיפולט עובד ועולה שאלה אם החברה לא תהיה במצב גרוע יותר שניתן פחות לסייע לה בסיטואציה כזו.

עוד נקודה שצריך לשים אותה על השולחן זה החשש שחברות בישראל מגיעות להסדרי חוב מאוחר יותר. אנחנו רואים את זה גם מהזווית שלנו כחשבונאים לגבי הערת העסק חי שיש חשש רב שהיא מגיעה מאוחר מידי, כפי שכבר דיברנו על זה בפורום בעבר. צריך לזכור שבמצבים כאלה החברות הן עם הגב אל הקיר והשאלה היא בעיקר לעיתים מה הכוח של רואה החשבון? אם דיברנו על מקרה אי.די.בי אז לא בטוח שרואה החשבון היה מצליח במשימה בסופו של דבר ללא תמיכה חיצונית.

מהזווית החשבונאית, על פניו אותי זה קצת מצחיק הנושא הזה של ההבחנה בין מבחן תזרימי לבין מבחן מאזני. כי הרי מה זה מאזן? מאזן מייצג את התזרימים עתידיים. כשאנחנו מדברים על תזרימים מאזנים אני מביא את זה למישור שלנו להנחת העסק החי. הנחת עסק חי מדברת על היכולת של התאגיד להמשיך לפעול כעסק חי בעתיד הנראה לעין. היא כמובן מסתכלת על המאזני, מה שכן היא באה ונותנת פרשנות מינימלית למונח "העתיד הנראה לעין". כלומר, עד כמה הוודאות קדימה צריכה להתבטא? החשבונאות באה ואומרת לפחות שנה אחת. כלומר, החברות לא יכולות להגיד שהן לא יודעות לחזות את התזרימים באופן מדויק לפחות שנה אחת מראש. שימו לב, זה לפחות שנה אחת מראש, זה לא המקסימום זה המינימום. צריך להוסיף לזה את הדוח תזרימי חזוי שנכנס לפי דרישות רשות ני"ע בעקבות המשבר הפיננסי והוא הפך להיות היום בישראל מוסכמה. דוח התזרימים החזוי למעשה אפקטיבית מרחיב את המינימום הזה משנה לשנתיים. כלומר, ברגע שהוא דורש תזרימים חזוי לשנתיים בקיומם של סימני אזהרה אז הוא למעשה מרחיב את דרישת הוודאות הזאת: ההסתכלות הזאת התזרימית עד השקל האחרון למינימום של שנתיים, זה מינימום ולא מקסימום.

אפשר לקרוא לזה גם מבחן משולב אבל אפשר להסתכל על כך כתקופה של וודאות שאולי שאולי היא זו שהמשפטים מדברים עליה. בכל מקרה הסיטואציה שתהיה חוסר הלימה בין המבחן של חדלות הפירעון שמציע החוק לבין איך שהדוחות הכספיים, מקצוע החשבונאות ודרישות הרגולציה זה סיטואציה מאוד מוזרה. השינוי של החוק השבוע שתכף יוצג על ידי נציגי משרד המשפטים קצת

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מרחיב במקצת את היריעה, אבל למיטב הבנתי הוא לא משנה אותה דרמטית. בהגדרה של חדלות פירעון מדברים בין אם הגיע מועד פירעון ובין אם לאו, שפה כן לכאורה נכנס המבחן המאזני, מצד שני מדברים בבקשה של הנושה רק על שוטף+90 אז אולי זה פותר בעיה של ספקים, לקוחות. גם הסיטואציה של ענבל אור היתה סיטואציה מעניינת כי לקוחות חששו למצבה הפיננסי. אבל בדיון לא נכנס לשמות ספציפיים שתלויים ועומדים. מה שכן, היכולת של לקוחות וספקים להגיע לבית המשפט, הרי בדרך כלל אין להם קובננטים ולמעשה היכולת שלהם להגיע יכולה להיות חשובה אבל כמו שאמרתי, למיטב הבנתי, התיקון עדיין לא פותר את הבעיה האג"ח הארוכות.

אמיר ברנע

הצעת החוק מבוססת על הטענה שבאמצעות הויתור על המבחן המאזני נוצרת ודאות לגבי האפשרות לפנות לבית משפט ולבקש פתיחת הליכי חדלות פירעון. לדעתי זו במידה מסוימת אילוזיה. והסיבה היא פשוטה, מה שיחליף את האפשרות לקבוע חדלות על סמך צפי עתידי אלה קובננטים אולם בעוד שקל מאוד ללכת לבנק ולהגיד "חלה הפרה טכנית" כאשר במערכת היחסים בין לקוח לבנק קיימת גמישות לבוא ולסטות מהקובננט אם השתנו הזמנים ובעצם המציאות הכלכלית כשקיבלת את ההלוואה לפני 3-4 שנים והקובננט שהיה נכון אז אינם נכונים היום מסיבות שונות של שיטה חשבונאית אחרת או מציאות עסקית שהופכת את הקובננט ללא רלבנטי; אין זה כך בשוק ההון. מה יקרה בשוק ההון? האם הנאמן ימלא את תפקיד הבנק? האם הנאמן יכול לוותר על עמידה בקובננט? הרי אם כל נושא ההפרה חוזר לבית המשפט לא נפתר דבר בנושא הוודאות. אזכיר שבתיק אי.די.בי נקבעו כללים המאפשרים לקבוע אם חברה היא סולבנטית, והכללים שנקבעו הם פשוטים - NAV חיובי מובהק וודאות תזרימית גבוהה לגבי הטווח הקצר וודאות הולכת ופוחתת לגבי התזרים העתידי. הכללים נקבעו על בסיס החוק הקיים. האם הצעת החוק החדשה משנה את הכללים האלה?

כבוד הנשיא אורנשטיין

כמה מילות פתיחה, הצעת חוק חדלות פירעון זאת הצעה רחבת יריעה, באמת עושה שינוי גדול מערכתי בכל דיני חדלות הפירעון, היא משנה את כל נושא פשיטת הרגל ולא דווקא דיני החברות. היא לוקחת חקיקה קיימת מפקודת פשיטת רגל, פקודת החברות, חלק מחוק החברות, ועושה איזה שהוא איחוד. אני באופן כללי מברך על השינוי שמתבקש שנים רבות ממספר הוראות חקיקה לרבות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הוצאה לפועל לעשות קובץ חקיקה מסודר ולעשות הלימה בין הוראות החוק השונות ובאמת זאת עבודה רצינית ויש לברך עליה. עם זאת, לא כל דבר אני חושב שצריך לשנות, ישנם דברים שהם טובים ושלא צריך לשנות אותם. ודאי לא לעשות שינויים על סמך מקרה אחד. נושא של הגדרת חדלות הפירעון, השינוי שלו אני חושב שנובע מהחלטה בנושא של אי.די.בי. ולמה אני אומר החלטה? כי אם נדייק התיק של אי.די.בי שהיתה לי הזכות לדון בו לא נגמר. ההחלטה שכולם מדברים עליה זה לא פסק הדין, זה לא הגיע אפילו לפסק הדין, זאת היתה החלטה זמנית בנושא של בקשת ביניים במסגרת תיק עיקרי. החלטת ביניים היא אמנם משפטית אבל זה לא פסק דין, בוודאי לא של בית משפט מחוזי שזה לא תקדים מחייב, רק בבית משפט עליון. אבל גם בבית משפט עליון היה ערעור ובית המשפט העליון לא נכנס לשיקולים של ערכאה הדיונית. ההחלטה באי.די.בי זה לא תקדים מחייב ולא פסק דין לגופו ההחלטה ניתנה גם בלי חקירות. לא היו חקירות מומחים, היו מספר חוות דעת וכו' אבל הדיון היה על סמך טיעונים ומסמכים בכתב ובלי שהמומחים והמצהירים נחקרו. צריך להעמיד את הדברים על דיוקם. הממצאים שנקבעו זה כאשר בית משפט שומע עדים, מנתח ראיות, קובע ממצאים ומסיק מסקנות. מה שהיה שם זאת היתה החלטה על בקשה זמנית שנוגדה בעצם מבקשה של מחזיקי אגרות החוב ארוכי הטווח לא לחלק את הכסף למחזיקי אגרות החוב הקצרות, וניתנו צווי ביניים לשמור את המצב הקיים כדי שלא ייוצר מצב בלתי הפיך, זה היה השיקול, זה היה האיזון של בית המשפט. נדרשתי שם לנושא הזה אבל זה יצר השלכת רוחב שהרחיב את מה שהיה שם. לקחת את ההחלטה הזאת ולפיה לחוקק זה קצת מרחיק לכת. זה מקרה די ייחודי, גם בעניין רשות הדואר זה המשיך. זה עדיין לא מקרים אופייניים, מקרים טיפוסיים. מתי צריך לשנות? כשיש השלכת רוחב גורפת שאז צריך להגיד המחוקק שצריך לעשות שינוי. לא כך פני הדברים. לא הגענו למצב שבו צריך לעשות שינוי רדיקלי.

צריך לעשות הבחנה ולהביא בחשבון שהצעת החוק תשפיע לא רק בחברות ציבוריות אלא גם בחברות פרטיות, לא רק חברות שמפרסמות דוחות כספיים שיש בעלי מניות מהציבור, חברות שהנפיקו אג"חים ויש להם מחזיקי אגרות חוב, אלא גם חברות פרטיות של אנשים פרטיים. הזכרת פה תיק, אני לא רוצה לדבר עליו כי זה תיק תלוי ועומד אבל גם הוא נכלל בתוך הרשימה הזאת. אני חושב שהצעת החוק שקובעת הגדרה יחסית טכנית לפי המבחן התזרימי זאת הצעת חוק שהגדרה שלה היא בעייתית. אמנם הבחינה היא קלה, לשופט זה חיים מאוד קלים זה טכנוקרטיה קצת. דוגמה לכך יש בחוק פיצויים נפגעי תאונות דרכים, בו המחוקק קבע סולם, אדם שנפצע בתאונת דרכים ונקבעה לו נכות בשיעור של 15% אז יש סכום מקסימאלי של 100%, 15% זה 15% מתוך הסכום והשופט מחשב במחשבון, קל מאוד זה מאוד נוח לשופט. אותו דבר פה, החוב לא נפרע במועד – חדלות פירעון. זה גם מסוכן כי זה יכול להוות נשק בידי נושה להפעיל לחץ על חברה שבאותו יום

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הוא יודע היא לא יכולה לשלם את הכסף ומכניס אותה לחדלות פירעון וזה כדור שלג. יכול להיות שהיא כרגע לא יכולה לשלם, בגלל מצוקה זמנית שלקוח שלה לא שילם. רק בגלל זה שהיא לא שילמה את החוב במועד? זה מאוד בעייתי. הוא יכול ללחוץ על בעלי החברה – "תשמעו אם אתם לא משלמים את מה שמגיע לי היום אני בבית משפט". הוא יכול להפעיל לחצים ויהיו תשלומים שלא היו משולמים בצורה אחרת רק כדי להימנע מהמצב הזה. לכן אני סבור שהגדרה צרה היא בעייתית. אני תומך בגישה שמעניקה שיקול דעת יותר רחב לבית משפט, אל תגבילו את שיקול הדעת, תנו לבית המשפט שיקול דעת רחב יותר שיבחן את המכלול לא רק נקודת זמן מסוימת. למה להגביל ל-90 יום? אפילו הערת עסק חי צופה לשנה לפחות, אז להגביל ל-90 יום? ואם החברה יכולה לשלם בעוד 100 יום אז כבר עכשיו נכניס אותה לחדלות פירעון? אז כדור השלג יתחיל להתגלגל, אני אומר מניסיון, once יש בקשה לפירוק כבר אתה רואה בדלת את האחרים נכנסים. הבנקים עוזרים וזה ימוטט את אותה חברה. זה מאוד מסוכן, זה עלול להוות טריגר להליכים שאחר כך אי אפשר למנוע. מחדלות פירעון לבטל זה מאוד מסובך מאוד בעייתי, לפעמים זה כדור שהתחיל להתגלגל ועכשיו אין מנוס. מכאן אני חוזר ואומר מה רע בהגדרה הקודמת? ההגדרה הקודמת נתנה לבית המשפט ראייה רחבה, לבחון את סך הכל ההתחייבויות והזכויות של החברה. אי אפשר לעשות מבחן דיכוטומי כל חברה היא שונה, לא חברה פיננסית כחברה קבלנית כחברה שיש לה מפעל מתכות, כל אחד זה סוג אחר ותקבולים אחרים. המבחן הצר הזה לא צריך לאמץ את זה. אני סבור שצריך להשאיר לבית משפט שיקול דעת רחב ולא להגביל את שיקול הדעת הזה וכל מקרה צריך להיבחן לנסיבות. זה מאוד קל לעשות הגדרה אחת אבל לא נכון עניינית ואני מוסיף עוד משהו – בפקודת החברות ישנה הוראת סל שאומרת שאחת מהעילות של בית המשפט לפרק זה "מן הדין ומן הצדק", זה סעיף שמשאיר שיקול דעת לבית המשפט במקרים המתאימים. יש פסיקה של בית המשפט העליון שמפנה לאותם מקרים שבית המשפט עושה שימוש בסמכות הזאת לפרק ומתי זה נעשה? במקרים שהחברה מתנהלת בתרמית, במקרים שיש דד-לוק. אז נכון שהיום יש מגמה שאם יש דד-לוק אז עושה התמחרות ומפרקים. כשיש דד-לוק ואתה רואה שהחברה הולכת לאבדון אז צריך לפרק את העסק או שיש תרמית, או שיש העברה במרמה. נניח שיש העברה במרמה אבל החברה עומדת בפירעון התשלומים עד 90 יום אין שום בעיה, אז נמנע מהנושה אפשרות להגיש בקשה לפרק את החברה ולמנות בעל תפקיד שימנע זאת? מדוע להגביל את המבחן למבחן מאוד צר?

דבר נוסף, בנושא החברות הפרטיות – בחברות פרטיות זה מאוד בעייתי כי מאזנים לא מתפרסמים ולכן להגיד שנושה נסמך על הערת עסק חי זה בעייתי. הוא גם לא יכול לדעת האם החברה תעמוד בהתחייבויות למשך ה-90 יום או לא, אבל יכול להיות שיש לו עילת פירוק אמיתית, יכול להיות שהחברה הזאת מתנהלת בדרכים שאסור שהיא תתנהל ואני רואה את זה יום-יום. בית המשפט יוכל

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לאפשר ללתת לו סעד, למנות מישהו שיכנס לתוך החברה, יוכל לבדוק האם החברה הזאת היא חברה שצריך היום לעצור אותה כי אחרת הנושים לא יראו את הכסף. לפי ההגדרה הנוכחית אני חושש שהידיים שלנו תהיינה כבולות. עדיף שתהיה דרך סלולה ושהסמכות תהיה ברורה. אל תגבילו את היכולת של הנושים לפנות לבית המשפט לבקש סעדים. תשאירו לבית המשפט פתח רחב יותר שיוכל לתת סעדים מתאימים. גם באי.די.בי למשל, המינוי של משקיף לא כתוב בשום חוק, זה היה אילוץ נוכח ממשל תאגידי בעייתי בחברה. היה חשש לבעיות התנהלות כאלה ואחרות אז נמצא מנגנון לפתור את הבעיה, לא באמצעות צעד דרסטי של פירוק אלא באמצעי ביניים. זה כשיש לבית המשפט שיקול דעת רחב, אם השיקול דעת יהיה מצומצם לא נוכל לעשות את זה. אני שב ופונה ומציע – אל תגעו במה שהוא טוב והוא שנים קיים בפסיקה של עשרות בשנים והוכיח עצמו כיעיל. תקנו מה שצריך לתקן ויש לא מעט.

דוד האן

רציתי להכניס את הדברים לקונטקסט. אנחנו הולכים לדבר על סוגיה מסוימת אבל לדבר על זה בלי שזה בקונטקסט זה בעיני דיון אקדמי נטו ומופשט לחלוטין. ככל שגדלים בגיל פתאום לומדים להעריך את ערכה של היסטוריה זאת אומרת חשוב להכיר היסטוריה כדי להכניס דברים לקונטקסט, מה יש לנו היום ולאן אנחנו הולכים. יש לנו היום התייחסות לחדלות פירעון בחקיקה שנוגעת בחדלות פירעון למעשה במקום אחד מפורש. בפקודת פשיטת הרגל הדברים קצת פלוידיים, המקום היחיד זה באמת יחסית מפורש זה סעיף 258 סעיף קטן 3 לפקודת החברות ומה ההקשר שלו? מה שחשוב זה ההקשר - סעיף 258 בא לנסות להגדיר מבחנים שבהתקיימם החברה תחשב חדלת פירעון לצורך הזכאות להגיש בקשת פירוק. בואו נדגיש את הדברים - זכאות להגיש בקשת פירוק. כאשר מי שזכאי להגיש את הבקשה על פי סעיף 259 זה נושה של החברה, לא החברה עצמה, לא בגין עילת חדלות פירעון, עילת חדלות פירעון קיימת ב-258 ושם יש את ההגדרה שבית המשפט העליון פירש אותה בפרשת בנק א"י-בריטניה, אגב לא בהקשר של בקשת פירוק אלא בכלל בשאלה האם היתה עבירת גניבה, שם קבע השופט לנדאו שיש שני מבחנים חלופיים - מבחן תזרימי שאז הוא קרא לה חדלות פירעון אקוויטאבילית וחדלות פירעון מאזנית ואם כך ואם כך די שהתקיים אחד מהם יש עילה לבקשת פירוק, זה כל מה שיש לנו בחקיקה. לעומת זאת, בכל ההקשרים של הבראת חברות אין לנו נכון להיום בחקיקה הקיימת הגדרות לחדלות פירעון. רגע לפני שאני נכנס לחקיקה שלנו ולהקשר, שלומי הזכיר את ארה"ב, אז בואו נראה מה יש לנו בארה"ב - בארה"ב יש מבחן תזרימי בהקשר אחד, בהקשר של נושים שמגישים בקשה להליך חדלות פירעון, נושים שמגישים

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בקשה יכולים להגיש בקשה אם החייב איננו משלם בדרך כלל ("generally does not paying his debt has become true"). אבל בסעיף ההגדרות יש מונח שנקרא אינסולבנסי שהוא מוגדר, והוא מוגדר רק על המאזן. ההגדרה של אינסולבנסי בארה"ב היא מבחן מאזנית. עכשיו נכניס את זה להקשר אצלנו, צריך לזכור שאנחנו מדברים כרגע על סעיף 2 להצעת חוק שהוא סעיף הגדרה כללית בחוק של חדלות פירעון, לא רק לבקשות נושה. בהקשר לדברי הנשיא אורנשטיין, זה בהכרח יחול על חייבים באשר הם בין אם אלו חברות גדולות וציבוריות ובין אם אלה חברות קטנות ופרטיות, כל אחת ועניינה. זה רלוונטי גם בהקשר של בקשות של נושים אבל גם בהקשר של חברה שמבקשת על עצמה. חברה תבקש להיכנס להליכי הבראה, אז נכון שבסעיף זכאות לכניסה מדובר אם החברה היא חדלת פירעון או שהיא נזקקת למהלך כדי להימנע מלהיות חדלת פירעון. אני תמיד יושב לי בראש לא אי.די.בי., אני משתדל לחשוב על תיקים 6 ו-10 שנים אחורה והרושם שלהם היום, אולי זה טוב יותר. לפני 7 שנים אפריקה-ישראל ביקשה בעצמה לפתוח בהליכים לטפל בענייניה. כאשר נכון לשלב שבו היא ביקשה את הבקשה היה לה כסף באמתחתה לפרוע את החוב שהיה עומד לפרוע אבל היא ראתה באופק שבעוד כמה חודשים היא תסתבך ולכן היא רצתה להקדים את הטיפול בענייניה כבר בשלב הזה. צריך לחשוב על כל ההקשרים, על כל החייבים למיניהם, נושים למיניהם ולהבין שההגדרה היא הגדרה כללית ומקיפה לכל ההקשרים. זה דבר הרבה יותר רחב ממה שהיה בחקיקה עד היום.

אמיר ברנע

לא הבנתי את עמדתך לגבי הצעת החוק.

דוד האן

לא אמרתי את דעתי. ביקשתי להכניס את הדברים לקונטקסט. בהמשך אני אגיד.

ספי זינגר

קודם כל תודה לפורום שהזמין אותנו ולדיון הזה שהוא באמת מאוד חשוב והוא גם מבחינת נקודת הזמן שבה הוא נמצא, נקודת זמן שלפני קבלת החלטות וזה גם משהו שמאוד יסייע לכולנו פה. בעצם מה שקורה עכשיו קראנו את הסעיפים בכנסת, התחלנו לדבר עליהם, היו עליהם הרבה הערות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

והדיון בהם לא הסתיים והשבוע הגשנו הצעה חדשה שיום שלישי היא תידון ויכול לסייע לדיון שיהיה בכנסת. אנחנו עוסקים בשני נושאים – הגדרת חדלות פירעון ובמעמד של נושה עתידי. השאלה הרחבה של מעמדם של נושים מול החברה בעיקר בעולם של אג"חים היא שאלה לא רק של אי.די.בי היא שאלה רחבה שנידונה גם בפסקה וגם עבודה ממשלתית די הרבה זמן כבר מתיקון 18 ו-19 לחוק החברות, כשיצא התזכיר של המומחה, בתזכיר הממשלתי היתה הצעה של משהו מאוד דומה למשקיף שבסוף ירד. בועדת אנדורן שבאה אחרי זה, זה גם היה, פחות או יותר בזה עסקה בשאלה נושה באזור חדלות הפירעון, מה עושים שהנושים יודעים שהחברה באזור חדלות הפירעון, איזה זכויות כן צריך לתת להם איזה זכויות לא צריך לתת להיום. לכן זה נושא שגם נידון באופן רחב. אנחנו ממוקדים פה בנושים אבל צריך להסתכל בתמונה רחבה יותר, יש עוד שני דברים שצריך לקחת בחשבון וזה מערך התמריצים של החברה, להיכנס בזמן להליכי חדלות פירעון שבזה עוסק החלק של אחריות נושא משרה והמשא ומתן אם שהוא בעצם המלצות של ועדת אנדורן שגם הם אמורים לתת איזשהו תמריץ לחברה להיכנס מוקדם ואם היא תכנס מוקדם היא תזכה לאיזה שהם גזרים. לכן אם מסתכלים באופן רחב צריך לראות גם את הגזרים של החברה, גם את המקלות על נושאי המשרה ואז משם להתחיל לעבור לראות מה אנחנו רוצים לתת לנושים ואיזה מעמד אנחנו רוצים לתת לנושים ומתי.

הצעת החוק באמת ביקשה ליצור מבחן שיהיה יחסית פשוט וקל ליישום. מתוך כוונה שאם אפשר להעביר את הנטל לצדדים החוזיים שהם יידעו להסתדר מעצמם ולדעת לבוא לבית משפט להחלטות שיפוטיות ובית המשפט יחסית יותר קל לו לקבל לנסות ללכת לכיוון הזה. הרעיון של הגבלת נושים עתידיים בא משם, הרעיון אמר בוא ניתן לצדדים החוזיים להסדיר את ההיבטים החוזיים ביניהם ולבוא לבית משפט כשהם יודעים. במקרה שלנו של נושה עתידי עם התניה להעמיד לפירעון מידי, תממשו אותה ואז תבואו לבית המשפט עם חוב שלא שולם במועדו. זה נכון שזה לא פותר את כל חוסר והדאות אבל זה נותן כלי לפתור את חוסר הודאות. כלומר, אפשר גם לקבוע תניות לפירעון מידי הרבה יותר ברורות מאשר אפשר לקבוע בחקיקה. לדוגמא, אני יכול לקבוע בתנאי פירעון מידי שאם האג"ח עולה על תשואה פי 3 ממה שהיה במועד ההנפקה זה עילה לפירעון מידי. בחקיקה אני לא יכול לקבוע את התניה הזאת ולכן שאני לוקח את השוק ומכוון אותו לתניות לפירעון מידי אני אמנם לא בוודאות פותר את חוסר בהירות כי מי שלא יקבע עדיין יהיה חוסר בהירות אבל אני כן נותן לו כלים ליצור דברים בהירים וכן מתמרץ אותו לקבוע דברים יותר ברורים וודאים שכשהוא יודע שהוא ישתמש בהם ויבוא לבית משפט אחרי זה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דבר נוסף שעלה, עלתה טענה שאנחנו אומרים לאנשים להעמיד לפירעון מידי ואז ניגשים לבית משפט ואז זה יוצר אסקלציה כי בעצם כל החוב עומד לפירעון מידי ובעצם לפעמים הנושים רוצים צעדים מידתיים יותר. אבל פה צריך להבין, כשנושה מגיש בקשה לחדלות פירעון בהנחה שהוא רוצה שהבקשה שלו תתקבל, אז אם הבקשה תתקבל כל חובות החברה יעמדו לפירעון מידי ולכן התוצאה של קבלת הבקשה שלו לחדלות פירעון הוא בהגדרה לא פחות חמורה מהבקשה שלו להעמדה מידית לפירעון של החוב שלו. ולכן זה נכון שיש היום בקשת שמוגשות לא בשביל להיות מוכרעות, לא מתוך מטרה אמיתית להכריע כמה שיותר מהר ולהחליט שהחברה חדלת פירעון אלא כדי שיקבלו סעדים זמניים, שיהיה פיקוח של בית משפט והשאלה היא אם זה משהו שאנחנו רוצים שיהיה קיים. אם אנחנו נמצאים בעולם של הכרעות, ההכרעה של חדלות פירעון בבקשה של נושה עתידי עם העמדה לפירעון מידי היא גם יותר פשוטה, היא נותנת כללים חוזיים ולא מביאה לתוצאות חמורות יותר. אם אנחנו רוצים להגיע לעולם שבו מוגשת בקשה, קשה מאוד להכריע בה כי אנחנו נמצאים בחדלות פירעון עתידית שלא לגמרי יודעים, שהיא יחסית ארוכה, ואז יש תקופה ארוכה של חוסר ודאות שיש סעדים זמניים שניתנים פר-מקרה ואם אני לוקח לדוגמא את המשקיף- מה החובות שלו? איזה חובות אמון יש לו? מי מסדיר אותו? מתי עושים את זה? מתי לא? זה משהו שצריך להסדיר אותו, כלומר כשצדדים באים והם יודעים שימונה משקיף ולא יודעים מה יהיה המשקיף, מה הוא כולל, לאן הוא הולך, מה תפקידו, מתי נותנים משקיף ומתי לא נותנים משקיף, זה יוצר חוסר ודאות מאוד גדולה בשוק. זו מגמה שברגע שהיא תהיה ככלי ישתמשו בה.

אמיר ברנע

אני מנסה להבין מהן דרגות החופש במצב של הפרה של קובנט, אשר לפי החוזה שנחתם בזמנו מחייבת פירעון החוב. נניח שחלה הפרה של קובנט, ובעקבותיה פניה לבית משפט של נושה – מי מנהל את המשא ומתן? איפה פה גמישות? מי קובע אם זה חמור, האם לא השתנו הנסיבות מאז וההפרה של הקובנט היא טכנית בלבד? איך זה נעשה במסגרת החוק החדש?

שלומי שוב

למדנו בשוק ההון שבעלי האג"ח זה סערה כזאת שמגיעה, זה לאו דווקא ההחלטות הרציונאליות מתקבלות, יכולת הגמישות שלהם היא מאוד חלשה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ספי זינגר

אני רוצה להציג את ההצעה שלנו במלואה. הרעיון שלנו היה להגיע למבחנים פשוטים לחדלות פירעון.

כבוד הנשיא אורנשטיין

אי אפשר לפשט משהו שהוא מסובך.

ספי זינגר

הרעיון לא התחיל במבחן בחדלות פירעון. המטרה היתה פחות לעסוק מהו מבחן חדלות פירעון אלא יותר לעסוק בשאלת זכותו של נושה עתידי, זה היה המוקד מבחינתנו. בעצם רצינו להציע שלא יהיה זכות לנושה עתידי חוץ מבתנאים מסוימים ומזה גזרנו אחורה את מבחן חדלות הפירעון, השינוי בהצעה שעכשיו הגשנו לועדת חוקה מפריד את הדברים ואומר קודם כל כך- מבחן חדלות הפירעון יכול להיות מבחן בין שהגיע ובין שלא הגיע שלהבנתי זה פחות או יותר המבחן התזרימי והמאזני, הוא מאוד קרוב לזה. הפער בין זה לבין המבחן הקיים הוא או לא קיים או מאוד מאוד קטן.

ספי זינגר

ביחס לנושה עתידי אנחנו מרחיבים את היריעה אבל לתחום אותה בצורה כזו שחוסר הוודאות יהיה יחסית קטן. כשחשבנו על שלושה חודשים, ואם מסתכלים על עוד מקומות בחוק אז זה גם התקופה של ביטול עסקאות וכו'. הרעיון שנהיה על תקופת זמן שיחסית קל לבית המשפט להחליט אם הוא יכול לפרוע בתוך התקופה הזו. גם אם יהיה קשה, חוסר הוודאות תחומה בזמן כי יותר מ-3 חודשים זה לא יכול לקחת, ולכן זה במידה מסוימת מרחיב את התקופה אבל במידה מסוימת תוחם אותה וזה מצמצם את גבולות חוסר הוודאות.

שלומי שוב

אם אני יודע 91 יום ואין לי קובננט ומוסדיים ששומרים עליי? אני מחכה שיורע המצב?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ספי זינגר

נקודת המוצא היא שאין לך קובננט ואגב גם זה משהו שצריך להוסיף להצעה, בסוף ההצעה יש מגוון שבו נושים של אג"חים כן צריכים לבדוק את אי עמידה בקובננטים וכשיש אי עמידה בקובננטים לעלות את זה להצבעה, לעלות את זה לבדיקה והם צריכים לעקוב אחרי זה. הרעיון שכשיש אי עמידה בקובננטים הנושים יחסית מהר יעמידו אותם לפירעון מיד.

שלומי שוב

השאלה אם אתם לא סומכים יותר מדי על הקובננטים ועל המוסדיים?

ענת לוי

לא אתפלפל בטיעונים משפטיים. אני רוצה לבוא ולומר שאבן הראשה לפי מה שאני מבינה אומרת שנושים בצד את עולם הקובננטים כי ברגע שנתנו קובננטים אנחנו נגיע לפירעון מדי ואנחנו נכנסים לתחולת החוק די בקלות. רק מה שאני קוראת שיכול להיות שלא נוצרו האיזונים המדויקים, ולמה? כי הרי מה שזה יעשה ומיד בעיני, זה יגביר את התביעה שהשתמשת בקובננט בצורה לא ראויה. יש לנו היום תביעה עומדת בבית משפט שתובעים אותנו המוסדיים ואת הנאמן על כך שהשתמשנו בקובננט בצורה לא ראויה ודרשנו פירעון מדי, יש לשים לב כי לא הייתה דרישה להגדרת חדלות פרעון. הטענה בתביעה היא שעצם הדרישה מדרדרת את החברה לחדלות פירעון ומדובר בקובננט של הורדת דירוג. זה הקובננט הכי משמעותי, מי שמעניין אותו יכול לקבל את התביעה הזאת, תביעה ממש תקדימית לדעתי אבל היא מראה את הבעיה שהחוק הזה יחדד. משקיע האג"ח יגיש את התביעה לפירעון מדי בקובננט של הורדת דירוג, ומיד יקבל תביעה חזרה שזה נעשה בצורה לא ראויה ואז ייווצר דד-לוק. מכאן שמשקיע מוסדי לא יוכל לעולם לבוא בתור נושה פיננסי קצר מועד כי הרי הטיעון אינו בתביעה של החדלות, אלא בתביעה של הכסף. קיים פער בין ניהול קובננט אצל משקיעי אג"ח המורכב ממספר מלווים לניהול קובננט בנקאי. מזה אני מאוד חוששת כי כשאתה קורא את שלושת האופציות שהחוק מציע, אתה קורא שהיה והגשת לפירעון מדי אבל שלושת האופציות למטה לא מתקיימות אז אנחנו נמצאים בחוסר איזון. נוסף בהיבט העסקי, אנחנו רוצים שהחברות תמשכנה להתקיים, מכיוון שניהול קובננטי באג"ח סחיר הוא מהותי במיוחד לאור הצעת

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

החוק, אנחנו צריכים ליצור את המוטיבציות לשיח המוקדם ועל כך החוק אינו נותן פתרון ישים. זאת בנוסף על אבן הראשה שמשרד המשפטים מניח על עולם הקובענים בו לדעתי הצעת החוק מחריפה את המצב הקיים.

ספי זינגר

העילה של המן הצדק מתקיימת ונמצאת בחוק החברות. העילה של מן הצדק היא עילה שמתקיימת. עילות של פירוק שהן לא חדלות פירעון שהן לא של חדלות פירעון מתנהלות תחת חוק החברות ושם החברה מבקשת אבל לא הנושה מבקש.

מוטי ימין

בהסתכלות שלנו כרשות העולם של חדלות פירעון הוא עולם מורכב מאוד ששותפים בו אינטרסים שלא פעם מושכים לכיוונים מנוגדים כמו שכולכם יודעים. לעיתים זה אינטרס של החברה ובעלי המניות שמושך לכיוון אחד או אינטרס של הנושים שמושך לכיוון אחר, נושים טווח קצר אל מול נושים טווח ארוך, מחזיקי אג"ח מול הבנקים, נושים פיננסיים מול נושים אחרים. שאלת הוודאות בהגדרות אל מול הגמישות שהיינו רוצים לקבל מבית המשפט, עיתוי הכניסה להליך של חדלות פירעון על משמעויותיו, האם נכון להקדים אותו ובכך ליצור כדור שלג מתגלגל או שמא נכון לתת לחברה את הזמן לנסות לחלץ בעצמה בכוחותיה מהמצב הכלכלי שאליה היא נקלעה, הבראה אל מול פירוק וכד'. בעולם המורכב הזה אנחנו כרשות ניירות ערך נמצאים בחוליה מאוד מצומצמת שעליה אנחנו מסתכלים ומבחינת המעבר שלנו על הוראות החוק שם נתנו את דעתנו - מעמדם של מחזיקי האג"ח מתוך מטרה להבטיח מגרש משחקים הוגן למחזיקי האג"ח אל מול נושים אולי בעלי כוח חזק יותר כמו הבנקים. בעולם הזה כאשר יש הגדרות שחלות על כולם בין אם מדובר בהגדרה המצומצמת ובין אם מדובר בהגדרה הרחבה יותר, בין אם אנחנו קובעים מבחנים נוקשים לבין אם אנחנו מתירים את שיקול הדעת לבית המשפט, אנחנו כרשות מרגישים נוח בעולם הזה כל עוד כללי המשחק חלים בצורה שיוונית על כלל הנושים של החברה.

שלומי שוב

על איזה עולם אתה מדבר? בעולם הנוכחי של פקודת החברות או המוצע?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מוטי ימין

גם בעולם הנוכחי של פקודת החברות וגם בעולם החדש כפי שהתגבש בהתאם להצעת החוק.

שלומי שוב

אתה דורש מהחברות דוח תזרים חזוי. יש לה בור בתזרים החזוי אבל הבור הוא אחרי 90 יום. אז מה? דיברתם על איזונים בין בנקים לבין בעלי האג"ח והאיזון לכאורה כעת יופר. בזמן שבעלי האג"ח יחכו עוד כמה ימים, הרי שהבנקים שהם נושים מובטחים מיומנים וגמישים, ישפרו עמדות, לרבות בחיזוק קובננטים ודרישות נוספות, ואולי אף במקרים מסוימים יצליחו לקחת את הביטחונות.

מוטי ימין

מחזיקי האג"ח לא יוצאים קירחים מכל הכיוונים מאחר וחוק ני"ע קובע עילה קוגנטית להעמדת חוב לפירעון מידי, עילת סל שעליה לא ניתן להתנות. והיא קובעת שבמידה והחברה אינה יכולה לפרוע את כל התחייבויותיה למחזיקי אג"ח, כלומר הפרה צפויה קיימת למחזיקי אגרות החוב עילה לעמיד את החוב לפירעון מידי ולכן ממילא יכנסו לתהליך הזה. אלא שזה יחייב מהלך בשתי פעימות. מעל כל זה, מאחר ואנחנו מדברים על התקשרויות חוזיות במתן ההלוואות לחברות הציבוריות, אנחנו רואים מעורבות הולכת וגוברת מצד הגופים המוסדיים להכנסה של קובננטים. אני ישבתי בכל דיוני ועדת אנדורן רק כדי לחוש עד כמה הפצע הציבורי של הסדרי חוב בחברות ציבוריות הוא פצע שבהחלט משפיע חזק מאוד על הכלכלה הישראלית אבל צריך לזכור שלמעשה אנחנו התמודדנו עם תחלואי העמדת האשראי בשנים 2009-2011 הם למעשה הסדרי חוב שקשה ללמוד מהלקחים שלהם מסקנה משמעותית ביחס למצב וזכויותיהם של מחזיקי אגרות החוב היום. ואת כל זה צריך לראות למעשה בקונטקסט המתאים ולהבין שהתקדמנו במשהו מבחינת הגנה על מחזיקי אגרות החוב בשנים האחרונות. אפשר לראות את זה במספר היבטים, אנחנו רואים את השקיפות בצורה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אחרת כמו שהזכרת את התזמ"ז החזוי שנותן כלים למחזיקי אגרות החוב, אנחנו רואים חקיקה שנועדה לחזק את מעמדם של הנאמנים, אנחנו רואים קובננטים בהמשך להמלצות ועדת חודק.

ענת לוי

אבל אי אפשר יהיה להשתמש בהם.

אמיר ברנע

מוטי, האם אתה רואה סתירה בין ההוראות שלכם לגבי השנתיים לחברה בקשיים ונוסח החוק החדש. האם לדעתך יש סתירה? או שאתה יכול לחיות גם עם זה וגם עם זה.

מוטי ימין

אני חושב שעולם מושלם היה מקביל ביניהם. אבל having said that הגילוי המשלים של התזמ"ז הוא בסך הכל נותן כלי נוסף להליך שהוא אולי הליך מקדים לתהליך הכניסה לחדלות פירעון וזה הליך העמדת החוב לפירעון המידי. בהקשר הזה התזמ"ז החזוי בהחלט נותן את הכלי המתאים.

אמיר ברנע

בעל אגרת חוב שרואה תזמ"ז עתידי עם צפי גירעון שיקרה נניח בעוד שמונה חודשים, האם הוא רשאי לפנות לבית משפט ולהגיד אני רוצה פירעון מוקדם למרות שבהצעת החוק מדובר על 90 יום?

מוטי ימין

אני לא מדבר על חדלות פירעון, אני מדבר על העמדת החוב לפירעון מיידי, צעד משלים, נכון זה מסרב את הדברים. נכון שאם היתה קבלה בין העולם המאזני לבין העולם של חדלות הפירעון לא היינו צריכים להיכנס לזה. העמדה לפירעון מידי לא נמצאת בעולם הזה. לכן אני אומר שיש כלים על ההגנה על מחזיקי אגרות החוב גם בעולם שבו זה המבחן שייקבע בחוק חדלות פירעון.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דן אבנון

מחזיקי אגרות החוב הם בבחינת נושה חלש, כי אנחנו כבר "מכרנו" את כל מה שהיה לנו למכור במועד הענקת האשראי, אנחנו לא בנק שהוא חי את ההון של החברה ורואה כל יום מה קורה, אנחנו לא ספק שיכול להפסיק לספק חומרי גלם לחברה, אנחנו תמיד בסוף התור, אנחנו רואים את מצב החברה רק דרך הדוחות הכספיים וזה תמיד באיחור של חודשים. לא רק שאנחנו נושה חלש אנחנו נושה כבד מבחינת ההתנהלות, אנחנו גם נושה גדול מבחינת ההיקף, התיק שענת הזכירה אותו עכשיו זה תיק בהיקף של 1.7 מיליארד ש"ח זה המון כסף. אתם לוקחים את הנושה הזה ואתם מחלישים אותו עוד יותר. מר מוטי ימין אומר את זאת בהגינות אתם תעשו את זה בשתי פעימות. מדוע דווקא את הנושה הזה אתם מחלישים? יושב כאן נשיא בית המשפט המחוזי בתל אביב ואומר שהעסק עובד בסדר, זה לא שהמערכת המשפטית לא יודעת לתפקד עם המצב הנוכחי. אין אסמכתא טובה מזו, המערכת עובדת בסדר אז למה ולקלקל? ותיקון המוצע בפירוש מקלקל. לאחר התיקון עכשיו נצטרך פעם אחת ללכת לבית משפט להגן על העמדה לפירעון מידי כשמסביב הכל כבר חרב, הבנקים כבר השתמשו בקרוס-דיפולט, הבנקים כבר מימשו את הביטחונות שלו, הבנקים כבר הגישו בקשות למינוי כונסים ואנחנו נצטרך למצות את הפעימה הראשונה כמה במשך חודשים לבלות בבית משפט ואחר כך לגשת למנה העיקרית שזה ההליך של 350 או של חדלות פירעון. אני לא מבין מה הרציונאל.

שיראל גוטמן

בדיון הזה של שתי פעימות, הרי שניה אחרי זה תהיה הגדרה פרשנית שיכול להיות שהיא תהיה מאוד פשוטה, שבה ברגע שאני מעמידה לפירעון מידי והודעתי את זה לחברה, הרי לפי החשבונאות אתה מסווג טווח קצר, באותו רגע נכנסתי פנימה להגדרה של חדלות פירעון, של חוב שהגיע מועד פירעונו ולא שולם אני מקבלת משפט.

דן אבנון

אי אפשר לגזור מאי.די.בי ומהדואר גזירה שווה על כל החברות במדינת ישראל, לא על כל החברות הפרטיות וגם לא על כל הציבוריות שהנפיקו אגרות חוב, אתם לא תוכלו ליצור כלל שיהיה נכון

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

וראוי לכל המקרים ולכן צריך להשאיר שיקול דעת לבית המשפט לפעול לפי החומרה של המקרה. בסך הכל תסתכלו על כל השנים האחרונות, קל לנפנף באי.די.בי ובדואר אלה שני מקרים, יש לנו 70-80 מקרים של חדלות פירעון באג"ח, אתם לא יכולים לקחת את שני התיקים האלה ומהם לגזור גזירה לכל התיקים כי זה לא נכון.

שיראל גוטמן

אני חוזרת על השאלה שלי, יש הפרה אני כנושה הודעתי לחברה אתם צריכים לפרוע לי, באותה שניה נכנסתי לעולם חדלות הפירעון או שאני אמורה לחכות?

ספי זינגר

באותה שניה שהחוב עמד לפירעון מדי. יש את הקובנט הקונגנטי שהוא באמת מאוד דומה להגדרת חדלות פירעון עתידית וזה אולי יצר כפילות ולא פותר את חוסר הוודאות. אבל הרעיון שאנחנו מכוונים את השוק ואומרים לו אל תלך לבית משפט לבקש חדלות פירעון מידית, תבנה לך קובנטים שהם יהיו לך קלים ליישום ואז תבוא עם קובנטים פשוטים לבית משפט. אנחנו לא מבטלים את עילת הסף בחוק ניירות ערך והיא שכבת הגנה שתהיה תמיד קיימת. ולכן כמו שאמר מוטי, השכבת הגנה הזאת קיימת ולכן אין פה באמת פגיעה, אבל היא כן אומרת אני לא רוצה ללכת לעולם שבו באים לבית משפט ודורשים חדלות פירעון עם חוות דעת של חדלות פירעון לעוד שנתיים לפי דוחות שהחברה הגישה וכנגדם 200 חוות דעת הפוכות. ובית משפט יהיה לו קשה מאוד לקבל החלטה ואז או שלא נקבל החלטה או שנגרר לעולם של שדה ביניים מאוד ארוך. לגבי הטענה של התביעות, אני לא לגמרי מבין אותה, כי בעיני להגיד למישהו אם תגיד בקשה לפירעון מידי זה חוסר תום לב ולא ניתן לך. אבל אם תגיש בקשה לחדלות פירעון שמעמידה את כל החובות של כל החברה לפירעון מידי ויש בעל תפקיד זה תום לב.

כבוד הנשיא אורנשטיין

לא פתרת את הבעיה של החברות הפרטיות או של נושה שלא יכול להשיג קובנט.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אסף חמדני

אני רוצה להגיד קודם כל שהויכוח על האג"ח הוא במידה רבה מאוד ויכוח על העבר. רוב האג"ח שהונפקו מאז תיקון חוק ניירות ערך כוללות קובנט להעמדה לפירעון מיידי שמירת את רוב השאלות שעלו כאן. בנוסף, צריך להיות ברור לכולם שבבחירה ליטיגציה על קובנט לבין ליטיגציה על האם החברה חדלת פירעון, ברור שעדיף שהליטיגציה תהיה על הקובנט. זו דרכו של עולם ואנחנו במידה רבה מנסים להמציא את הגלגל. מחוץ לישראל מאד ברור שהנתיב המרכזי של הסכסוך עם מחזיקי האג"ח הוא הקובנט, ולא הזכות של המחזיקים לפרק את החברה. דני, ענת ואני היינו ביחד בועדת חודק, אחת מהבעיות שהיו בועדה ולא נפתרה, ואפילו לא נכתבה בדוח באה לידי ביטוי היום בכל הנפקות הנדל"ן כאן, והיא שישראל היא גן עדן למנפיקי אג"ח. כל מי שלא מצליח לגייס חוב בכל מקום אחר בא ומנפיק כאן. ואני חושב שזה מצביע על נתון אחד מבחינה אמפירית - ההגנות על מחזיקי האג"ח כאן נמוכות ביחס למקומות אחרים בעולם. הייתי רוצה להגיע למצב שבו עו"ד בישראל אומר ללקוח שלו שרוצה להנפיק אג"ח סחירות מה שאומר עו"ד בארה"ב – "הנפקת אג"ח? תדע שהפרת קובנט לקחו לך את החברה". בלי תביעות נגד המחזיקים למה העמידו פירעון מידי וכן הלאה, אותו דבר שיהיה גם כאן - שחברה תנפיק אג"ח סחירות היא תדע שהיא מנהלת משא ומתן על קובנט ושאלין מה לעשות, ציבור האג"ח זה ציבור שמתנהג בצורה לא רציונאלית ולכן הנפקת אג"ח שקולה לאבד את החברה, ואנחנו עוד לא שם. הערה אחרונה בנושא של האג"ח, לתקן את מה שאמרתי קודם, כשחקק חוק ניירות ערך נקבעה הוראות מעבר ולכן עילת הסל להעמדה לפירעון מיידי קיימת רק באג"ח שהונפקו מ-2013. יש אג"ח שנמצאות עדיין במחזור ואין להן את עילת הסל של פירעון מידי ולכן אני חושב שצריך לכלול בחוק הוראות מעבר שיטפלו בנקודה הזאת לכל האג"ח במחזור שאין להן את עילת הסל.

עומר קמחי

אני רוצה למקד את הסוגיה בבקשת נושה כפויה. כל ההגדרות האחרות של חדלות פירעון הן פחות רלוונטיות. בבקשת נושה כפויה יכולות להיות שני סוגים של טעויות - אחת, שהבקשה תהיה מוקדמת מדי, הנושה רוצה ללחוץ על החייב ולכן מגיש בקשה, ובעצם דרך בקשת חדלות פירעון משתלט על החייב, זו סכנה קשה. הסכנה השניה היא שהבקשה מוגשת מאוחר מדי, זאת אומרת הנושה לא יודע בדיוק את מצב החברה, לא מכיר בדיוק את המאזן, יכול להיות שאין מאזן ואז הבקשה מוגשת מאוחר מדי. מה שקורה במצב הנוכחי, ומה שחלק מהחברים פה מבקשים, זה לתת שיקול דעת לבית המשפט. אומרים שהדבר הזה הוא מורכב ולכן ניתן שיקול דעת לבית המשפט,

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ובית המשפט יידע להחליט. אבל לי לא לגמרי ברור שבית המשפט יודע להחליט טוב בסיטואציות האלה.

לא ברור לי שלבית המשפט יש את הכלים לדעת את מצב החברה. מה שהשופט אורנשטיין אמר בתחילת הדברים על העובדה שבתיק של אי.די.בי הכל היה מהר וזה היה סעד הזמני, והנושים לקחו ככה, רק מוכיח את זה. מי כן טוב בלדעת בדיוק את מצבה של החברה?

המנהלים. המנהלים של החברה יודעים בדיוק את מצבה. למנהלים אין להם אינטרס להגיש בקשת חדלות פירעון מוקדם מדי כי הם מאבדים שליטה על החברה (היא עוברת לפיקוח בית המשפט). אין להם אינטרס להגיש בקשת חדלות פירעון מאוחרת מדי, משום שאז יש סכנה גדולה יותר שהחברה תלך לפרוק. ולכן למנהל יש את האינטרס להגיש את הבקשה בדיוק כאשר החברה נמצאת בחדלות פירעון. במועד זה הבקשה שלו נמצאת בדיוק בשלב הנכון כי אם היא לא תוגש החברה תתפרק ואם היא כן תוגש אז המנהל יוכל לשמור את השליטה – גם אם בפיקוח בית המשפט. העמדה שאני חושב שהיא נכונה מצד אחד לא לאפשר לנושה כלים חזקים מדי במובן שיתנו לבית המשפט שיקול דעת רחב מידי לכפות השתלטות על חברה באמצעות חדלות פירעון, אבל מצד שני אם אנחנו נותנים את הגזר שהמנהלים ימשיכו לשמור על השליטה שהיתה להם לפני חדלות הפירעון זה בדיוק פותר את הבעיה. משום שהמנהל יודע בדיוק מתי להגיש את בקשת חדלות הפירעון והוא יודע שאם הוא מגיש אותה בזמן הנכון הוא ממשיך לשמור על שליטה – שוב בפיקוח בית המשפט.

הנטייה לחשוב שהמנהל הוא זה שגרם לחדלות הפירעון ואם אנחנו ניתן לו לשמור על השליטה מי יודע מה יקרה. אני לא חושב שזה נכון, ראשית לא ברור שמנהלים הם אלה שגרמו לחדלות הפירעון, הרבה פעמים הם מנהלים טובים. דברים רעים קורים למנהלים טובים.

אמיר ברנע

ליוויתי בזמנו את אפריקה שפנתה ב-2009 לבית משפט ביוזמתה. זה המקרה הנדיר שהזכרת. השאלה היא מה העלות של פניה כזאת לחברה. מי לוקח את האחריות על הפניה הזאת ומה ההשלכות שלה לגבי קשרים עסקיים עם לקוחות, ספקים וכו'. ואתה אומר לדירקטוריון תמשיכו?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עומר קמחי

אם הדירקטוריון ממשיך ופוגע בנושים הוא כפוף לתביעות של הפרת חובת אמון והפרת חובת זהירות.

נטלי ג'ייקובס

אבל למנהלי החברה בשלב הזה נגמר הזמן. זה מה שמנהלי החברה היו צריכים לעשות עד אותו רגע. יש ציר זמן של חברה שמתנהלת. המנהלים, הדירקטוריון רואים את ציר הזמן ומקבלים החלטות. יש להם בדיוק את כל הנתונים שאין למחזיקי האג"ח הציבורי אולי ובוודאי שבאג"ח פרטי. התפקיד שלהם והאחריות שלהם זה להימנע מלהגיע לנקודה הזאת בה יש למישהו זכות להעמדה לפירעון מידי ואם קמה למישהו הזכות הזאת אז צריך להיות איזשהו דיון. המצבים האלה הם כל כך מורכבים שבאותה נקודה בזמן, אחרי שהמנהלים קיבלו תעודת נכשל כי הביאו את החברה בכל ההתנהלות המורכבת שלה למקום הזה, במצב הזה שיש להם תעודת נכשל כמעט אתה רוצה להשאיר את המושכות בידיים שלהם? ואיפה מחזיקי האג"ח באותו הזמן? זה בדיוק הזמן שחברה יכולה להתפרק ואז אתה לוקח אותה מבעלי השליטה. אתה רוצה להשאיר במקרה כמו של אי.די.בי להנהלת החברה את המושכות כשהיא הגיעה לאן שהגיעה ולא לאפשר בכלל לבית המשפט להפעיל שיקול דעת?

רקפת שני

הזוכר קודם התזמ"ז, ואני לא בטוחה שמישהו בכלל עשה בדיקה אמיתית, כשאתה עוקב אחרי התזמ"ז רבעון אחרי רבעון וביחס לתוכניות העסקיות של החברה אתה מגלה שהתזמ"ז בעצם משרת פירוק deluxe. התזמ"ז משתנה כל רבעון, לפי דרישות החוב הקרוב ביטול המבחן המאזני נותן לזה הכשר. כאשר התזמ"ז הוא לא באמת אמיתי. יש להחזיר את הכלי לנושים, לאפשר להם לעצור את החברה ממימוש נכסי ליבה.

דוד האן

אני מאוד מוטרד מעצם הדיון. אני מתחבר למה שאומר עומר. כל הדיון מתעסק בנושים כשיש מגמה בחוק שצריך לשים לב שיש סעיף תכליתי של החוק. ואחת מהתכליות המוצהרות זה לשקם עסקים ככל שניתן. כשמתעסקים רק במתי נושה יכול לפתוח ובאילו עילות וכמסתכלים כל הזמן על זכויות הנושים, שזה חשוב זכויות הנושים וצריך לאזן בין הדברים, אני חושב שאנחנו קצת מפספסים את זה. עומר ניסה בדבריו לדבר על גזרים, על תמריצים. שאלה אותי אזרחית מודאגת

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

האם בארה"ב באמת הנושים לפי מבחן תזרימי? כן, כך זה כתוב על פי חוק אבל אף אחד לא משתמש בזה, זה לא מעניין אף אחד. אותה עילה שקיימת בארה"ב איננה פרקטית לחלוטין, אף אחד לא משתמש בה, למה? כי לא צריך. כי החברות נכנסות מרצון לתהליכים האלו. זו דרכו של עולם. ברוב מדינות העולם, החברות הן המנוע של הכניסה להליכים ולא הנושים, משום מה ישראל חייבת להיות שונה מכל העולם.

רועי שלם

רציתי להתייחס לחברה שהיא מתחת למים, כלומר במצוקה פיננסית מהותית במבחן המאזני או כפי שהגדרתם את זה בעלת NAV שלילי, אבל אין לה קושי תזרימי, כלומר ממשיכה לשלם במועד. האם נכון לתת לנושים במצב זה זכות להתחיל בהליכי חדלות פירעון? בהתאם למחקר שכתבנו עבור מכון אהרן, אנחנו רוצים להציע מסגרת מתודולוגית כלכלית תיאורטית לחשוב על התשובה לשאלה הזו. מבחינה כלכלית לחדלות פירעון יש איזון בין שני סוגים של עלויות – מצד אחד יש עלויות שמתהוות לחברה שמצויה במצוקה פיננסית מהותית אבל לא הכריזה על חדלות פירעון – אלה בעיקר עלויות סוכן. יש הרבה ספרות כלכלית על זה שהחברה נוטה לקחת פרויקטים שיש להם NPV שלילי ולא לקחת פרויקטים עם NPV חיובי ולכן היא משמידה ערך בגלל אותן עלויות סוכן. במצב הזה לעיתים היינו רוצים באמת להגיע לבית משפט ולהעביר את המושכות מבעלי המניות לנושים, על מנת שלא להשמיד ערך. מצד שני, ניתן לסווג סוג אחר של עלויות שנובעות מהליך חדלות הפירעון עצמו או מעצם ההכרזה. ברגע שהנושים של החברה הולכים לבית המשפט ומתחילים לדבר על כך שמצבה הפיננסי של החברה בעייתי ואולי היא חדלת פירעון, נוצרות מיד עלויות כלכליות: מושקעים משאבים שיפוטניים; יש עלויות של יועצים; עלויות של עו"ד; מתחילות להיות בעיות של החברה מול לקוחות, מול ספקים, מול עובדים; וכמובן במסגרת ההליך יש מכירת בזק של נכסים וכל מיני עלויות אחרות שאנחנו מכירים. לכן, לפחות קונספטואלית, אנחנו חושבים שהדרך לחשוב על השאלה הזאת זה לסווג ולבחון את שני סוגי העלויות האלה, לאמוד אותן אמפירית ולשים אותן על המאזניים ולחשוב מה מהן יותר משמעותי. בהתאם לתשובה נוכל לקבוע האם אנחנו רוצים כלל מחמיר או כלל מקל של כניסה להליך חדלות פירעון, מבחינת סך העלויות המשקיות. אם נגיע למסקנה שהסוג הראשון של עלויות גדול יותר נרצה לקיים את המבחן המאזני, וכתוצאה מכך יהיה ריבוי מקרים של חדלות פירעון לפי מבחן מאזני. אם נגיע למסקנה שהסוג השני של עלויות גדול יותר נרצה להיות הרבה יותר מחמירים ולא לאפשר כניסה של חברות לחדלות פירעון רק לפי המבחן

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

המאזני. אני מבין מדבריו של כב' השופט אורנשטיין שמניסיונו כנראה הסוג הראשון של עלויות משמעותי יותר מהסוג השני, ולכן הוא מבקש לשמר את המבחן המאזני.

אמיר ברנע

אתה אומר שחברה נמצאת בסביבת חדלות פירעון אבל אינך יודע היכן הקו שהופך את החברה לחדלת פירעון. אם הבנתי נכון אתה אומר ששקלול העלויות הוא יקבע את מיקום הקו?

רועי שלם

אני רוצה לענות תשובה קצת קיצונית, נניח שלא היו לך בכלל עלויות סוכן. נניח שכל מנהל קם בבוקר ומה שהוא מנסה זה להביא למקסימום את שוויים של סך הנכסים. לא היינו רוצים שחברות יהיה להם עילה כזאת מאזנית ללכת לבית משפט ולהיכנס להליך חדלות פירעון?

אמיר ברנע

אתה אומר שעילת חדלות פירעון היא אינדוגנטי? לא ראייה משפטית האם חברה חדלת פירעון או לא בתור משהו דיכוטומי, אלא צריך לשקלל את העלויות כדי לקבוע את הקו ממנו החברה הופכת לחדלת פירעון.

עדי פוזנר

אני רוצה לחזק את הטענה הזו. מחפשים פה כללים בינאריים- כן חדלות פירעון לא חדלות פירעון, מבחינתי בתור כלכלן אני מסתכל מיהו ה- residual claimant, במצב רגיל זה בעל המניות ככל שהמצב המאזני שלה הולך ומחמיר יש הסתברות יותר גבוהה ששקל שולי שייך לנושה ואז הייתי רוצה להעביר את השליטה באופן הדרגתי לנושה. כנושה אכפת לי מה ההסתברות שאקבל את הכסף ולא מתי אני אקבל אותו. יותר קל לכם להתייחס למבחנים התזרימים כי הם יותר אובייקטיביים ויותר קלים להכרעה אבל מבחינת יעילות הייתי רוצה להסתכל גם על המבחן המאזני לנסות לעשות משהו רציף שמעביר לאט-לאט את השליטה מבעל המניות לנושה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

הכלכלנים אומרים מה שאומר כבוד הנשיא- אנחנו בסביבת חדלות פירעון, אנחנו לא בעניין דיכוטומי, אין פה תחליף לשיקול הדעת. לפעמים בחשבונאות אפרופו IFRS רוצים לקחת נושאים שהם סבוכים ולפשט אותם. יש תקן שנקרא IAS 32 שעכשיו מוחלף ב- IFRS 9, וכל פעם שעושים את זה התקן החדש הרבה יותר מסובך.

אמיר ברנע

אסף, ההסתמכות שלך על הקובנטים הגלובלית היא בעיני בעייתית. ברמה מקצועית -תיאורטית האם קובנט קובע את חדלות פירעון או אפשרות חדלות פירעון קובעת את הקובנט? נאמרה כאן דוגמא לקובנט- האם תשואת אג"ח עולה פי שלוש זה קובנט לפירעון מידי. האם עצם העובדה שחדלות פירעון נקבעת דרך הקובנט משפיעה גם על התשואות בשוק? מה אינדוגני ומה אקסוגני?

אסף חמדני

אתה מנסה למצוא תשובה גלובלית אחת לעולם שהוא יותר מורכב. הקובנט הוא כלי לניהול חוב של מי שקבע את הקובנט, הוא לא קובע חדלות פירעון, אלא מכתוב את גבולות המשא ומתן בין הצדדים. צריך להיות ברור שטענות כמו בבנק הדואר "יש לנו קובנט ואנחנו לא רוצים להעמיד לפירעון ולכן תמנה בעל תפקיד"- הן בעייתיות, כמו שטענות מהצד השני כמו שיש היום שבעיני הן הזויות- "אנחנו נתבע אתכם על העמדת החוב לפירעון מיידי במקרה של הפרת הקובנט", זה גם בעיני תיק הזוי. זה כלי לניהול חוב ואם הצדדים לא מגיעים להסכמות על ניהול החוב שילכו לבית המשפט לחדלות פירעון.

אמיר ברנע

נראה את מערכת היחסים בין בנק ללקוח, כל מה שהקובנט הזה עושה זה מאפשר לבנק בקרה שוטפת על החוב. בא לקוח לבנק ואומר "עברתי על הקובנט" אז נוצר דיון ביניהם.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אסף חמדני

לכן בועדת חודק הנקודה היתה שלא עושים העתק-הדבק של הקובנטים בבנקים לאג"ח בדיוק לאור ההבנה שמערכת היחסים היא שונה. ואני מפנה אותך למאמר של עמיהוד מ- 2001 שאומר בדיוק את הנקודה הזו.

אמיר ברנע

נניח שדירוג החברה יוצג כקובנט, למשל זכות לפדיון מוקדם אם חלה ירידה בדירוג. אני חוזה לחץ אדיר על חברות הדירוג להימנע משינוי הדירוג שלה השלכות רוחביות על קיום החברה כעסק חי.

אסף חמדני

אז שהחברה לא תסכים לתת את הקובנט הזה.

יורם עדן

כשאני רואה קובנט אני חושב שהמטרה שלו היא להניע את החברה להתנהג בסדר ואם יש הפרה של הקובנט אז כמו שאומרים צבא שצריך להילחם כבר איבד את ההרתעה ונכשל. כשאתה אומר נניח לחברה שהיחס השוטף לא יקטן מ- 1, אל תלכי להשקעות מסוכנות, תשמרי על נזילות. ויש גם דברים אובייקטיביים לדוגמא יש דברים גיא-פוליטיים, הרבה פעמים התדרדרות נובעת מגורמים גיא-פוליטיים.

הערה שניה- חברה פרטית שאין לה בעלי אג"ח ויש לה ספקים, אני לא מסכים שהספק הרבה יותר חזק מול החברה מאשר בעלי אגרות החוב, לדעתי הוא יותר חלש מהם. אז מה כל ספק שיש לו אשראי שוטף 90 אז ביום ה- 181 הוא יכול לבוא ולתבוע פירוק?

ספי זינגר

זה המצב הקיים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ענת פילצר סומך

השיח עד עתה היה מונוליטי, וייצג בעיקר את הנושים החזקים ו/או את רואי החשבון המוטרדים מהערת העסק החי. אני מייצגת את איגוד החברות הציבוריות, ולטעמי לא היה פתחון פה לאינטרס החברות, שבסופו של יום מתלכד עם אינטרס כלל הנושים. אני סבורה שהדיון כאן מניח כהנחת עבודה את מה שצריך להוכיח לעניין מועד הכניסה להליכי חדלות פרעון. החוק הזה מקדים את מועד הכניסה להליכי חדלות פירעון באופן לא רצוי, ומתעלם מסיטואציה שבה חברה היא סולבנטית במהותה, אבל למרות זאת לא עומדת במבחנים שמכתיב החוק.

במילים אחרות, חברות סולבנטיות וראויות לפי כל פרמטר אחר בחיים העסקיים האמיתיים, לא תעמודנה במבחנים האלה, וזה יביא למצב שבו חברות טובות ייכנסו להליכי חדלות פרעון מיותרים וזה חבל גם לנושים וגם לחברות. איגוד החברות סבור, והצגנו את העמדה הזו גם בוועדת חוקה בכנסת, שהמבחן הראוי הוא מבחן כפול מצטבר: המבחן התזרימי לצד המבחן המאזני, משום שאין די בכל אחד מהם בנפרד. המבחן התזרימי לבדו משקף מצב מאוד נקודתי וצר; בהחלט יכול להיות שחברה שחייב שלה מאחר מעט בתשלום, למשל חברה שצריכה לקבל מיליארדים מצבא ארה"ב, והתשלום מתעכב בשלושה שבועות-חברה כזו תיכנס להליכי חדלות פירעון. מנגד המבחן המאזני הוא מבחן לא וודאי ועמום, שמחזק בעיקר את הנושים החזקים ממילא, שלרשותם עומדים כל המומחים היקרים וידועי השם שיכולים להציג הערכת שווי כזו או אחרת, ולבסס את עמדתם בקלות יחסית לנושים האחרים. לכן המבחן לכניסה להליכי חדלות פירעון צריך להיות כפול ומצטבר: תזרימי ומאזני שמתקיימים בצוותא.

בנוסף ראוי לדון בהגדרת הנושה העתידי – בדברי ההסבר להצעת החוק נכתב שהכוונה היא לצמצם את פתחון הפה של הנושה העתידי; לתפיסתי התיקון האחרון לנוסח הצעת החוק דווקא מעניק לו פתחון פה רחב יותר. סעיף 2 להצעה העדכנית של משרד המשפטים למעשה מעניק זכויות אינהרנטיות לכל נושה עתידי לומר "אני עכשיו יכול להיות נושה לגיטימי".

גור בליי

אני יועץ משפטי בכנסת שמטפל בהצעת חוק הזאת. בדיוני הוועדה עלו הסתייגויות מההגדרה של חדלות פירעון בסעיף 2 להצעת החוק משני כיוונים הפוכים: מצד אחד, עלתה טענה שעלול להיות קל מדי להיכנס להגדרה כי לכאורה די באי תשלום חוב אחד כדי להיות חדל פירעון. מצד שני, היו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שטענו שההגדרה מצמצמת מדי, וכי קיימת בעייתיות רבה בהגבלת נושה עתידי שצריך לחכות ולראות איך מבזבזים את כספי התאגיד והוא אינו יכול לעשות דבר. בכל הנוגע לטענות כי יותר מדי קל להיכנס להגדרה, אנחנו חושבים שהתוספת של "בין אם הגיע מועד פירעונם ובין אם לאו" מרחיבה את המבט וזה מונע את החשש שנושה יחיד יכול להכניס את החברה לחדלות פירעון, כי ברגע שאתה מסתכל על חובותיך, לא על חוב בודד, ואתה מדבר על בין אם הגיע מועד פירעונם ובין אם לאו, אתה מקרב את זה למשהו מאזני, זה למעשה תזרימי עתידי. ולכן אנחנו סברנו שעם התוספת הזאת של "בין אם הגיע מועד פירעונם ובין אם לאו" לא יהיה קל מידי להיכנס, במיוחד בצירוף עם סעיף 18 שמדבר על שיקול הדעת של בית משפט. לבית משפט נשאר מקום רחב יותר להסתכל באופן אמיתי על מצבה של החברה.

הנקודה שבעיני עדיין נותרה זה שקשה מדי לנושה עתידי לפתוח בחדלות פירעון. פה יש את התשובה של השימוש בקובנטים, והשאלה שעומדת זה מה לגבי מי שלא יכול לקבוע, מי שאין לו את הכוח מול החברה להוביל לקובנט. פה מבחינתנו השאלה פתוחה אבל לפחות בינתיים מהגורמים שהופיעו לוועדה, הטענה היתה שבפועל אין גורם רלוונטי שנפגע מזה כי בעצם הנושים העתידיים האמיתיים שיכולים לבוא לבית משפט גם יכולים להוביל לקביעת הקובנט, והנושים העתידיים הרחוקים שאין להם את הכוח להכניס קובנט זו קבוצה ריקה, בינתיים זה מה ששמענו.

איתן עבדו

אני הייתי עושה מבחן דו-שלבי, הייתי בודק את ה-NAV, אם ה-NAV הוא שלילי אז החברה באמת לא מצליחה לייצר ערך וזרוק אותה לחדלות פירעון ואם ה-NAV חיובי אז ייתכן כי החברה מצליחה לייצר ערך איפשוהא בעתיד כלומר יהיה לה מספיק משאבים להתאים את עיתוי התקבולים לעיתוי התשלומים ולעמוד בתשלומים במועד ואם כך הדבר אז החברה תלך להבראה אחרת זרוק אותה לחדלות פירעון.

חייבים להשאיר לבית המשפט, שיקול דעת ביישום המבחן המוצע. בדיוק כמו שלכל מומחה ניתן שיקול הדעת בעבודתו (רו"ח מבקר בעבודת הביקורת על הדו"ח, כלכלנים בהכנת תזרים חזוי ובהכנת NAV וכיוצ"ב עבודות מומחים).

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בעניין זה, אדגיש כי איכות ההנהלה הוא גורם מאוד רציני ביכולת לשקם ולהבריא חברה וגם ממנה על בית המשפט להתרשם כשהוא בא להפעיל את שיקול הדעת. בהקשר זה, בהחלט יש לשקול, כפי שנאמר כאן, לזרוק גזרים להנהלה בכדי שתצליח לצלוח את המשבר.

לגבי קובננטים, אני מצטרף לאסף וכפי שהוא אמר – עניין זה נמצא בדיאלוג בין המלווה ללווה והוא נקבע כחלק מחוזה ההלוואה. אני מניח שהמלווים ידעו לקבוע בחוזה ההלוואה תנאים ומנגנונים שיספקו את ההגנות המתאימות בחוזה ההלוואה (בדרי"כ מדובר בשחקנים חוזרים, בכל מקרה המלווים הינם שחקנים חוזרים).

שלומי שוב

אתם בונים על בעלי האג"ח כל כך הרבה.

עלתה טענה שאנחנו לא נותנים לנציגי חברות לדבר – אברמי? פיני?

אברמי וול

אני לא מדבר כנציג חברות, תודה. אני מייצג באופן שיויוני מלווים ולווים ואשתדל להתבטא בצורה מאוזנת. לטעמי הדיון רווי אמוציות ואינטרסים והוא מרתק ברמה האקדמית אבל יש פה טענות מאוד חזקות לשני הצדדים שקשה להכריע בהם.

לכן, אני מעדיף לדבר על ההיבטים האמפיריים של סוגיית השימוש במבחן המאזני אל מול המבחן התזרימי שהחוק המוצע מעדיף אותו. זה לא סוד שכשהגיע תיק אי.די.בי לבית המשפט, בבדיקה שאמיר וצורי הגישו שעשה פרופ' לרנר התברר שעד אז - למרות שהיה לנו מבחן מאזני - לעולם לא השתמשו בו. וגם באנגליה התברר שהמצב דומה, אם כי בצרוף מקרים מעניין, בסמוך לפסק הדין של אי.די.בי היה גם פסק דין של בית הלורדים בנושא השימוש במבחן המאזני.

בואו נשאל את השאלה למה? למה אף נושה מעולם לא חש צורך להשתמש במבחן המאזני למרות שהוא קיים בדין הנוכחי? לדעתי התשובה היא שהבנקים, הנושים הפיננסים, דאגו לעצמם לקובננטים, ואילו הנושים התפעוליים, אמנם אין להם קובננטים, אבל עסק לא יכול להתנהל שכולם יודעים שבעוד שנה הוא פושט רגל כי הוא מגלגל אשראי והספקים יודעים יותר טוב מכולם מה קורה וממילא העסק עוצר לבד. לכן, הסוגיה התעוררה לראשונה רק כשהגיעו נושים פיננסים -

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מחזיקי אג"ח - מעידן טרום 2009 ופגשו את המציאות של אחרי 2009. היה להם אג"ח שלא התייחס לבעיה ופתאום המציאות השתנתה.

ואז היתה בעיה- האם בית משפט יתערב להגן על נושה שלא דאג לעצמו לקובננטים מתאימים במועד העמדת ההלוואה. זו בעיני היתה השאלה המרכזית בתיק אי די בי. ואני מאוד מסכים עם מוטי ואסף שקרו המון דברים מאז. השוק הזה (שוק האגח) מאוד התבגר, השוק הזה הלך לקובננטים. במאמר מוסגר אציין שאני חושב שהקובננט הקוגנטי של תיקון 19 הוא היום קובננט בעייתי, הוא אולי היה נכון בזמנו אבל היום הוא משיג איזשהו אפקט הפוך שהוא כאילו פותר את הנושים מלשים קובננטים יותר מדויקים, למרות שגם זה קורה- אני חושב שרוב האג"חים הרציניים היום כוללים גם קובננטים רציניים של הורדת דירוג וכו'. ואני במקום ענת לא הייתי דואג, אני מניח שהתביעה הזו תידחה כי אין לה בסיס. אני לא חושב שזה מה שצריך להנחות אותנו. אני חושב שכשכותבים חוק שאמור להיות איתנו לאורך זמן, הוא אמור להסתכל על שוק האג"ח כפי שהוא היום, שהוא שוק מתקדם ומתוחכם יותר מזה שעמד לדיון בעניין אי די בי.

אני אפילו חושב שבמידה מסוימת ההוראות המוצעות הם לטובת כלל הנושים הפיננסים, כולל מחזיקי האג"ח. אני לא מדבר על הוראות אחרות, אני מדבר על ההוראות הספציפיות האלה, כי מי זה הנושה השירי שמגיש את בקשות הפירוק שמתחילות את כדור השלג? זה לא מחזיקי האג"ח וזה לא הבנקים, זה הנושה הקטן שהוא מחליט לאיים על החברה על ידי הגשת בקשת פירוק ומתחיל כדור שלג. וכבר יצא לי להגיש הקפאות הליכים על חברות שכך הגיעה ההתדרדרות שלהם. ולכן בגדול אני חושב שהצעת החוק מאוזנת. אני חושב שסעיף 9 מצד אחד נותן הגנה לנושה עתידי בנסיבות קצה. מצד שני, סעיף 18 (שאולי צריך לעבוד על הניסוח שלו) נותן לבית משפט כלים להתמודד עם אותם מקרים שזה לא נכון לפתוח בהליכים.

אמיר ברנע

אתה לא רואה סתירה בין תזמ"ז של שנתיים לסף שלושה חודשים שכלול בהצעת החוק?

שלומי שוב

כל מי שלא חשבונאי לא רואה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אברמי וול

קודם כל לתזמ"ז צריך להתייחס בהסתייגות, הוא רווי הנחות ומעניין לחקור התממשות של הנחות בתזמ"זים. מצד שני הוא כלי יעיל שנותן לנושים בקרה, משכלל את השוק וכשיש להם עילות לפירעון מידי הם יודעים מתי להשתמש בו. זה קצת מקרב את מצבם לבנקים.

אמיר ברנע

אבל אם יש בו נניח גירעון?

דן אבנון

אני רואה מאות תזמ"זים לא ראיתי אחד שיש בו גירעון. השאלה תמיד היא סבירות ההנחות שבבסיס התזמ"ז.

פיני רובין

יש לי רק הערה אחת והיא בהקשר של ה-NAV, ה-NAV הוא בעיני בעייתי מאוד בגלל שהוא על ציר הזמן הוא משתנה מקצה לקצה.

שלומי שוב

בהנחה שמי שחישב אותו עבר בדיקת ינשוף הוא אמור לייצג את כל התחזיות שיש היום הכי נכונות קדימה.

פיני רובין

אז גם הערה הזאת לא במקומה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

מה זה המאזן? המאזן זה תזרים. אפשר להגיד שיש וודאות יותר גבוהה על השנתיים הקרובות אבל גם החשבונאות שמתעסקת בהערת עסק חי היא אומרת שכמינימום זה 12 חודשים.

ענת לוי

יהיה מלחמת DCF מול NAV. בתקופות רעות בשוק ההון ה-NAV יהיה נמוך וה-DCF גבוה.

שלומי שוב

ברמה התיאורטית זה אמור להתכנס. זה שאלה של איך את קובעת את ה-NAV אבל ברמה התיאורטית זה אותו דבר.

משה גדנסקי

אני מתחבר להערה האחרונה על ה-NAV. צריך לזכור שה-NAV שהוא כאילו מבחן יותר פשוט, הוא לא פשוט בכלל. בין אם ניקח את ה-NAV החשבונאי ובין אם את הכלכלי הוא עשוי להיות מבחן מורכב.. אם ניקח את כללי החשבונאות אנחנו יודעים שה-NAV עשוי לשקף עיוותים כלכליים כמו למשל- איחוד חברה בת עם גירעון. הגירעון בחברת האם נובע מהגירעון בחברה הבת שהיא בע"מ וכל מה שאני אפסיד זה בעצם השקעה בשווי 0. גם על ה-NAV הכלכלי יש לא מעט שאלות כיצד לאמוד את שווי הנכסים המוחזקים (סחירים ולא סחירים) שאלות של פרמיית שליטה וכד'.

שלומי שוב

אמיר כשעשה את ההסדר חוב של אפריקה הוא נטרל את הבניין עם הנון-ריקורס כי הוא בדק את NAV בצורה נכונה. אל תכניסו רעש לתוך החישוב, בואו נניח שהחישוב של ה-NAV הוא נכון.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

בספרות המקצועית ה-NAV הוא הכלי האולטימטיבי שאומר האם החברה סולבנטית או לא. אבל בגלל כשלי שוק שמונעים יכולת מימוש בערך כלכלי נוצר הצורך לשלב את הדיון התזרימי אולם המיינסטרים זה ה-NAV.

טל מופקדי

אני רוצה לחדד את ההבדל בין מבחן ה-NAV - למבחן התזרימי. עולם חסר חיכוך, אם ה-NAV הוא חיובי לא יכול להיות שהתזרים שלילי כי תמיד אני יכול ללוות כנגד עודף הנכסים שלי או למחזר את החוב ולהחזיר חוב יש. אבל הקשר ההפוך לא בהכרח נכון. אם יש עודף תזרימי, ה-NAV הוא לא בהכרח חיובי שכן יכול להיות שהעודף התזרימי הוא מאוד קטן ולאחר היוון במחיר ההון המתאים הערך הנוכחי של הפעילות קטן מהערך הנוכחי של החוב. כלומר, בעולם חסר חיכוך NAV, חיובי בהכרח אומר שהתזרים חיובי ותזרים שלילי בהכרח גורר NAV שלילי, אבל לא בהכרח תזרים חיובי זה NAV חיובי. השאלות החשובות הן מה קורה כאשר קיימים הבדלים אלו וכן מה קורה כאשר מדובר בעולם שהוא אינו "חסר חיכוך".

אמיר ברנע

אותי מטרידה השאלה - NAV חיובי ומחושב נכון אבל לחברה יש תשלום עוד ארבעה חודשים של סכום גדול מאוד כאשר השווקים אינם מתפקדים.

אסף חמדני

צריך לזכור שיש פה חידוש בחוק, שיש לנו נקודת כניסה אחת גם לפירוק וגם להבראה. חלק גדול מהדיונים האלה הם בכלל בשאלה אם צריך לפרק את החברה או להבריאה אותה. היום יש נקודת כניסה אחת לשני ההליכים.

נקודה נוספת, אני רוצה לחזק נקודה של דוד שאני מעלה בתור שאלה למשרד המשפטים. כחלק מהדחף לקבוע הגדרה אוניברסאלית אנחנו משתמשים בהגדרה אחת לחדלות פירעון גם לצורך מתי יש להכניס חברה לתהליך וגם לצורך שאלות שאני לא בטוח שהן אותה שאלה כמו העדפות נושים

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

וכן הלאה. יכול להיות שלי כמשפטן יש בעיה עם זה שיבואו עם חוות דעת על NAV כדי לקבוע אם להכניס חברה לפירוק או לא. מצד שני יכול להיות שאחרי שגורלה של החברה נחרץ ויש לנו זמן ללבן את התביעות נגד הצדדים המעורבים אולי שם נכון להשתמש בהערכות שווי כדי לקבוע בדיעבד אם היתה העדפת מרמה או לא.

אמיר ברנע

דוד, מה דעתך על הצעת החוק?

דוד האן

מה זה תחרות מלכת יופי? מה זאת השאלה הזאת? קודם כל אני מתחבר לנקודה האחרונה שהזכיר אסף. אני חושב שבאמת סעיף 2 הוא סעיף הגדרה כללי וצריך להתייחס אליו כסעיף הגדרה כללי. ואחר כך כאשר יש הקשרים שונים ויישומים קונקרטיים ייתכן שצריך לעצב, לגלף, לשייף לפי ההקשר הקונקרטי, אבל יש הגדרה שחוצה להקשרים שונים. לגבי מה שאתה שואל בכלליות ובהמשך לדברים שאמר עומר, זו שאלה נכבדה זו שאלה שצריך להבין אותה מבחינת מציאת תמריצים נכונים הן מזווית החייבים והן מזווית הנושים כדי לטפל בבעיה ולטפל בה בשאיפה בעיתוי לא מוקדם מדי ולא מאוחר מדי ומצד שני שהטיפול יהיה אפקטיבי. אני את דעותיי אומר בתוך משרד המשפטים.

כבוד הנשיא אורנשטיין

בגלל שיש ניגודי עניינים, בגלל שיש אינטרסים שונים, בגלל הבעיות והמורכבות אין פתרון בית ספר. צריך לתת קשת, מרחב ולאפשר שיקול דעת.

שלומי שוב

תלמדו מ-IFRS - יש נושא מסובך, רצו לפשט אותו עשו יותר מסובך. לפעמים נושא מסובך הוא נושא מסובך.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ספי זינגר

בחוק הזה ניסינו להימנע מזה ונקודת האיזון מאוד רגישה. זאת שאלה כבדה, אנחנו שמענו את הערות, לומדים אותן ואני רוצה להודות לכולם על הערות.

שלומי שוב

תודה רבה לכולם על ההשתתפות והדיון החשוב ולמשרד המשפטים שהגיע להשתתף – זה לא מובן מאליו. נראה לי שעוד אחד מהדיונים שלנו שמלמדים על פערים עמוקים בין הראייה המשפטית לבין הראייה הכלכלית- חשבונאית. נפגש לאחר פגרת הקיץ עם תחילת שנת הלימודים האקדמית.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (Fair Value Forum (FVF), 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, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, 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