

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש פברואר 2019:

מבט מימוני ביקורתי על חוק חדלות פירעון

רקע

חדלות פירעון היא אירוע מימוני במובן שהיא תוצאה של נטילת התחייבויות בעלות זכות קדימה להון עצמי כלומר קשורה להחלטת הפירמה לגבי מינוף פיננסי שבספרות המקצועית מוגדרת כבעיה ממונית. הספרות הממונית דנה בקיומו של מינוף פיננסי אופטימלי וב-tradeoff בין עלויות חדלות פירעון, מיסוי וסיגנלים לשווי הפירמה כפי שמפורט בעבודתם פורצת הדרך של MM ואחרים בשנות ה-50 וה-60. פריצת דרך נוספת שמבהירה יחסים בין בעלי מניות ונושים בחברה ממונפת ותמחור, היא יישום מודל האופציות בעבודתו של מרטון (1974). חוק חדלות פירעון הוא המכניזם השיפוטי שמסדיר את העברת הבעלות בפירמה מבעלי מניות לבעלי חוב. מכיוון שבעלי חוב אינם מאוגדים או מתמחים בניהול ומכיוון שהאינטרסים שלהם אינם אחידים עקב ריבוי שכבות חוב, מתמנה בשם כונס ומעורב בית המשפט¹. במפגש הפורום ברצוננו לדון בחוק חדלות הפירעון החדש² מכמה אספקטים:

- I. המבחן לחדלות פירעון: מאזני ותזרימי.
- II. הגבלת הפנייה לבתי המשפט רק לנושים קרובים (סעיף 9).
- III. אחריות דירקטורים בסביבת חדלות פירעון (סעיף 288).
- IV. התוספת לחוק שמאפשרת פתיחת הליך למו"מ מוגן (ch.11).
- V. האם באמת מושגת ודאות משפטית שתקל עומסים על בתי המשפט.

קנה המידה הכלכלי לביקורת החוק הוא ברור: האם מושג שימור שווי הפירמה בהליך יעיל והוגן. נוסח החוק החדש שם דגש על חלופת שיקום החברה גם על חשבון זכויות הנושים כולל נושים מובטחים שלא היה בחוק הקודם, מתוך הנחה שחלופת שיקום משמרת את שווי הפירמה לכלל בעלי הזכויות בה (claimants). דגש השיקום בחוק החדש בא לידי ביטוי בצרוף חלופת מו"מ מוגן, במניעת זכות נושים רחוקים לפתוח בהליך חדלות ובאפשרות בחירת מסלול שיקום במקום הליך פירוק שהוא בדרך כלל עדיף לנושים. הספרות המימונית מניחה מעבר בעלות חלק מבעלי הפירמה לנושים במקרה של חדלות (ראה מודל האופציות) או שהיא דנה בכלליות בעלויות חדלות פירעון (bankruptcy costs), כלומר בהפסד שווי שנובע מהליכים משפטיים של העברת בעלות לנושים. רק לאחרונה פורסם ב

¹ חוקי פש"ר בארה"ב מותירים את ההנהלה הקיימת לתקופה של שנה וחצי שלה זכות בלעדית בתקופה זו לנסח ולהגיש הצעת שיקום לחברה שחייבת באישור בית משפט. למיטב ידיעתנו הכרזה על חדלות פירעון בארה"ב מוגבלת רק להפרה בפועל של חוזה החוב וקובננטים הקשורים בו.

² [לחוק חדלות פירעון לחץ כאן](#)

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

WSJ, אומדן עלות עורכי הדין ומומחים בהליך פשיטת הרגל של להמן שהיה 6 מיליארד דולר. לעלות שקשורה בהליכי חדלות פירעון ראוי להוסיף גם הפסד ממשי לשווי מוניטין פירמות כאשר מתבצעות פנייה לבתי המשפט בעילת חדלות פירעון כאשר בסופו של דבר הפנייה איננה מאושרת. ניתן גם לקבוע שלעצם יכולת הפנייה ישנו פוטנציאל של ערך "סחטני". כלומר נלקח מכאן הסבר למגבלות שמציב החוק על הזכות לפנייה לבית המשפט.

חוק החדלות משנה את המצב הקיים בעיקר בתיחום הגדרת מצב חדלות רק להפרה מהותית בפעל או קרובת זמן ובקביעת אחריות אישית של דירקטורים להחלטות שניתנות במצב של סביבת חדלות פירעון. בנפרד החוק מדגיש את נושא השיקום גם על חשבון טובת הנושים ומקנה תקופה של הקפאה במסגרת ניהול מו"מ מוגן. מהאספקט הממוני מניעת זכות נושים ארוכים לפתיחת הליך חדלות והסדרי מו"מ מוגן יתבטאו בפרמיית סיכון ו/או בקובננטים מגבילים, כלומר ישנו מחיר לוודאות המשפטית לכאורה. הגדרת חדלות פירעון במבחני התזרים והמאזן תחייב מעורבות של בית המשפט עקב צפי לפערים דרמטיים בהערכות השווי מטעם הצדדים.

התייחסות החוק לאחריות דירקטורים שמוסטת במצבי סביבת חדלות פירעון מטובת בעלי המניות לנושים, יוצרת אי בהירות לגבי החלטות שמוצגות לדירקטוריון בחברה ממונפת שנשפטות על פי תוצאות שבדיעבד.

אספקט I - המבחן לחדלות פירעון

כאמור, החוק החדש מכיר בנזק שיכול להיגרם מעצם הפנייה לבית המשפט ולכן הוא מגביל את זכות הפנייה רק להפרה מהותית (שלא תוקנה תוך 30 יום) בתוספת צפי להפרה רק בטווח זמן קצר של 6 חודשים וכן למשא ומתן מוגן מוקדם בכוונה שיוביל להסדר מוסכם.

מבחן חדלות פירעון מתקיים בחוק כאשר לפירמה אין יכולת "לשלם חובות במועדם" כלומר הפרה בפועל של חוזה החוב. זהו מבחן תזרימי. למבחן זה הוסף בחוק הקטע "לרבות התחייבויות... שעולות על שווי הנכסים" שזהו מבחן מאזני. הפנייה לבית המשפט לפתיחת הליכים מוגבלת כאמור רק לנושה נוכחי או עתידי בטווח של 6 חודשים שלגביהם חלה ההפרה.

הגבלת זכות הפנייה לנושים קרובים צפויה להפחית פניות נושים לבית המשפט לקביעת חדלות. בדרך כלל אינטרס הנושים הקרובים הוא להימנע מהכרזת חדלות כדי שחובם יפרע מנכסי החברה הקיימים. אינטרס הנושים הרחוקים הוא להכריז על החברה כחדלת פירעון לפני שיפרע החוב הקצר, אבל החוק החדש מונע מהם גישה לבית המשפט. נציין שעילת הכרזת החברה כחדלת פירעון ע"י נושה קצר שהוא בעל זכות פנייה, צפויה להתבסס על המבחן המאזני עקב הגמישות בהצגת תזרים קרוב שיש לחברה. ברור שבהקשר למבחן המאזני הכוונה בחוק היא להערכת נכסים על בסיס שווי כלכלי ולא חשבונאי. אגב גם הערכת התחייבויות? המבחן המאזני כולל הערכות שווי לאמידת NAV. נזכיר שחישובי NAV כפופים לפערים מהותיים כדוגמה במקרה IDB הוצגו לבית המשפט הערכות NAV בפער של 3 מיליארד ש"ח בין הצדדים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אספקט II - הגבלת הפנייה לנושים קרובים בלבד

למניעת זכות פנייה לבית משפט מנושה ארוך טווח בניגוד למצב הנוכחי, השלכות מיידיות על תמחור פרמיית סיכון בחוב ארוך טווח, כאשר הנושה חשוף לסיכון ריקון החברה לפני שמגיע מועד פירעון חובו. כיצד יוגן אינטרס הנושה לטווח ארוך באופן שימנע פרמיה? מה שסביר שמגבלת הפרה בפועל בנוסח החוק החדש תעודד ניסוח קובננטים כדי ליצור סיטואציה של הפרה מאזנית ולא רק תזרימית שוטפת. שכיחים קובננטים שמבוססים על דוחות כספיים שתלויים בכללים חשבונאיים משתנים. אומנם ניתן להוסיף סעיף התאמה אך הוא אינו פשוט. לצורך המחשה, תקן IFRS-16 שמאומץ משנת 2019 משנה דרמטית את נתוני המינוף הפיננסי כאשר היחס בין ההון והחוב מקובל כקובננט מרכזי. בחברות קמעונאות, תחבורה ומלונאות גדל החוב בשיעורים של פי 2 ויותר ללא שינוי בהון העצמי. ההתאמה למצב החשבונאי הקודם מורכבת ומסתבכת ככל שעוברות השנים בהן התקן מיושם.

אספקט III - אחריות דירקטורים בסביבת חדלות פירעון

סעיף 288 על אחריות דירקטורים מדבר על הסטת החלטות הדירקטוריון מטובת בעלי המניות (מקסימום רווחים על פי סעיף 11 לחוק החברות) לטובת הנושים, במצב בו הפירמה בסביבת חדלות פירעון. בתקופה שקדמה לחדלות כלומר כשהפירמה סולבנטית, הדירקטוריון יכול להחליט על השקעות מסוכנות אשר בפירמה ממונפת יכולות להוביל למצב של חדלות. החלטות אלה הן לטובת בעלי המניות כפי שמלמד מודל האופציות. ככל שהדירקטורים פועלים למקסום שווי המניות עליהם לאמץ החלטות אלה. ככל שטובת הנושים היא המטרה, החלטות אלה פסולות. כיצד מנחים דירקטורים בחברה ממונפת לטובת מי הם פועלים?

נשווה את החלטת הדירקטוריון בשני מצבים: חלוקת דיבידנד והכרזת חדלות. חלוקת דיבידנד מותנה באי קיום חשש סביר לאי פירעון חובות בהגיע מועד פירעון. הכרזת חדלות נובעת מהפרה קיימת או קרובה או מ-NAV שלילי. כלומר אפשרי שדירקטוריון ימנע מתשלום דיבידנד בחברה שהיא סולבנטית. אבל האם גם עליו להימנע מהשקעה מסוכנת? הרי ברור שבחברה ממונפת ההשקעה השלילית על שווי החוב קיימת במידה אקויליברנטית. בתשלום דיבידנד או בהשקעה מסוכנת. כלומר האם דירקטורים יתבעו אם התקיים תרחיש חדלות שנובע מהשקעה מסוכנת שהוחלט עליה כשהחברה סולבנטית?

חוק החדלות מונע שיפוי דירקטור בגין תביעה מצד נושים אולם אינו מונע ביטוח דירקטורים בחברת ביטוח נגד תביעות נושים במצבי חדלות כשהפרמיה משולמת על ידי החברה. האם אין בכך סתירה וחסר עקביות? אפשר להניח שתמחור הביטוח ייקח בחשבון את מינוף החברה, מקרה נדיר בו פרמיית ביטוח מנהלים עולה עם שיעור המינוף.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הממשק בין הערת עסק חי בדוחות הכספיים ובין פנייה להכרזת חדלות דורש הבהרה. הערת עסק חי מתייחסת לספקות משמעותיים ביכולת להמשיך לפעול. ידועה לנו העמדה לפיה הערת עסק חי יכולה להיכלל בדוחות חברה סולבנטית. האם הערת עסק חי מאיינת אפשרות לחלוקת דיבידנד? כיצד מגבילה הערת עסק חי את מרחב ההחלטות של הדירקטוריון בראיה שהחלטות אלה תישפטנה בדיעבד? הטלת אחריות על הדירקטורים בחוק מחייבת התייחסות לשאלות אלה לפחות כהנחיה כללית שתקטין חשיפת דירקטורים לתביעות נגזרות מטעם בעלי המניות מחד או נושים מאידך.

אספקט IV - התוספת לחוק שמאפשרת פתיחת הליך למו"מ מוגן (Ch.11)

הוראות שעה המסופחות לחוק קובעות מתכונת להסדר חוב בשלב מוקדם כאשר תאגיד מדווח רשאי להציע לנושים הסדר במסגרת מו"מ מוגן שבולם לתקופה מוגדרת פירעון חוב או בקשה לפתיחת הליכי חדלות. המו"מ מתנהל בין התאגיד לבין נציגי נושים. אפשר להבין את הוראות השעה כחלק מכוונת המחוקק להעדיף שיקום על פירוק וכן ככוונה להציע מתכונת שדומה ל – ch.11 שנהוג בארה"ב. יחד עם זאת אופציית פעולה זו מפחיתה את זכויות הנושים לדרוש פירעון מידי של חוב עקב הפרה ו/או לפנות לבית המשפט בבקשה לצו פתיחת הליכים. לכל פגיעה בזכויות הנושים השלכת תמחור על פרמיית הסיכון המתומחרת בחוב. נציין שאם אין בחוק החרגה של מו"מ מוגן מאספקט הדיווח, חוק ניירות ערך מחייב דיווח מידי על תחילת המו"מ ומעקב עליו כלומר לא נחסכת העלות שנובעת מהסדר חוב מבחינת הפגיעה במוניטין הפירמה למרות שזו הייתה כוונת המו"מ מלכתחילה.

הוראות המו"מ המוגן³ מקנות הגנה רק אם הדירקטוריון אישר בהצהרה שאין חשש ממשי לאי פירעון חובות שמועד פירעונם חל בתשעה חודשים קרובים. כלומר לא ניתן לנהל מו"מ מוגן אם קיים חשש לאי פירעון חוב בתקופה זו. נזכור שמדובר על חברה בסביבת חדלות פירעון. לכל הודעה על פתיחת מו"מ מוגן השלכות רוחביות על עסקי החברה ונכונות ספקים/עובדים ליתן לה אשראי. כיצד יצהיר דירקטוריון שאין חשש לאי פירעון חוב בנתונים אלה בתקופה יחסית ארוכה של שלושה רבעונים?

אספקט V - האם מושגת ודאות משפטית?

אנו בספק אם החוק יוצר ודאות משפטית בהליך חדלות פירעון או אם ניתן בכלל ליצור ודאות בהליך שקשור להערכות שווי, הסתמכות על קובנטים ותביעת אחריות דירקטורים שכפופים כולם להחלטות משפטיות תלויות מקרה כלומר ספציפיות. ניקח כדוגמה פנייה של חברה לבית משפט לפתוח בהליך חדלות: הרי שלא תדע מראש אם בית המשפט יפעל במסלול שיקום או במסלול פירוק. היא לא תדע מי ינהל מולה את ההליך. אם הפונה הוא נושה של החברה הרי בקשה מצידו לפתוח

³ ראה נספח שצורף – "נספח תקנות משא ומתן מוגן"

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הליך חדלות תלויה בהערכות שווי לחישוב NAV ו/או בצפי תזרימי שכולן דורשות התייחסות ספציפית של בית המשפט.

שאלות לדין

1. האם במבחן המאזני הכוונה בחוק היא להעריך גם התחייבויות על בסיס שווי כלכלי ולא חשבונאי (כמו נכסים)?
2. כיצד יוגן אינטרס הנושה לטווח ארוך באופן שימנע פרמיה?
3. כיצד מנחים דירקטורים בחברה ממונפת לטובת מי הם פועלים?
4. האם דירקטורים יתבעו אם התקיים תרחיש חדלות שנובע מהשקעה מסוכנת שהוחלט עליה כשהחברה סולבנטית?
5. האם קיימת סתירה וחוסר עקביות במצב שבו חוק החדלות מונע שיפוי דירקטור בגין תביעה מצד נושים אולם אינו מונע ביטוח דירקטורים בחברת ביטוח נגד תביעות נושים במצבי חדלות כשהפרמיה משולמת על ידי החברה?
6. האם הערת עסק חי מאיינת אפשרות לחלוקת דיבידנד? כיצד מגבילה הערת עסק חי את מרחב ההחלטות של הדירקטוריון בראיה שהחלטות אלה תישפטנה בדיעבד?
7. מו"מ מוגן - כיצד יצהיר דירקטוריון שאין חשש לאי פירעון חוב בתקופה יחסית ארוכה של שלושה רבעונים?
8. האם אכן מושגת ודאות משפטית שתקל עומסים על בתי המשפט?
9. הנוסח הסופי של החוק כולל למעשה פשרה בין המבחן התזרימי למבחן המאזני – האם לבית המשפט יש שיקול דעת לבחור ביניהם?
10. עד כמה הגדרת חדלות פירעון בחוק תהיה רלוונטית לאור קיומם של קובננטים תוך הבחנה בין הלוואות פרטיות לבין אג"ח סחיר?
11. האם בתי המשפט יפרשו את הגדרת חדלות פירעון באופן זהה לצורך פתיחת הליכי חדלות פירעון ולהקשרים אחרים (לדוגמא, האחריות על דירקטורים לפי סעיף 288)?