

היבטים כלכליים בקביעת מדיניות

להסדרי חוב קונצרני בישראל

טל מופקדי ורועי שלם*

נייר מדיניות 2018.05 / יולי 2017



ד"ר טל מופקדי, בעל דוקטורט בכלכלה מאוניברסיטת תל אביב. מרצה מן החוג באוניברסיטת תל אביב ובמרכז הבינתחומי הרצליה. מרצה בקורסים מתקדמים במימון באוניברסיטאות בחו"ל: Northwestern University (ארה"ב), אוניברסיטת אמסטרדם ו-Copenhagen Business School. שותף מייסד בחברה נומריקס ייעוץ כלכלי ומימוני. בעל ניסיון נרחב בהערכות שווי. כותב שותף של ספרים מספר בתחום המימון.

פרטי קשר: 052-6645533 mofkadi.tal@idc.ac.il

ד"ר רועי שלם, בעל דוקטורט בכלכלה מאוניברסיטת תל אביב. מרצה מן החוג באוניברסיטת תל אביב ובמרכז הבינתחומי הרצליה, בין השאר בקורסים בנושא מדיניות מיקרו-כלכלית ובנושא הסדרי חוב. שותף מייסד בחברה נומריקס ייעוץ כלכלי ומימוני. בעל ניסיון נרחב בתחום הרגולציה בישראל.

פרטי קשר: 052-8797371 rshalem@idc.ac.il

המחברים קיבלו בתודה עצות ומעילות ממשותפי שולחן עגול בנושא שנערך בתאריך 24/5/2017 ומגורמים נוספים, בפרט: עו"ד שוני אלבק, השופטת בדימוס ורדה אלשייר, פרופ' צביקה אקשטיין, עו"ד יורם בונן, ד"ר איל גבע, עו"ד שלום גולדבלט, עו"ד גיא גיסין, דגנית דניאל, עו"ד אחיעד הראל, עו"ד אסנת טננבאום, פרופ' צביקה נאמן, ד"ר אייל סולגניק, פרופ' עדי פזנר, רו"ח שלומי שוב ונדב שטינברג, וכן בודק אנונימי אשר אליו נשלח נייר זה לשיפוט מקצועי.

מכון אהרן למדיניות כלכלית

על שם אהרן דוברת ז"ל

חזון מכון אהרן למדיניות כלכלית הוא לתמוך בצמיחה כלכלית ובחזק חברתי בישראל על ידי עיצוב אסטרטגיה והצעות לתוכניות מפורטות למדיניות כלכלית המבוססות על ידע בינלאומי מעודכן.

צמיחה כלכלית הנובעת מגידול בתעסוקה והעלאת הפריון לעובד היא היעד המרכזי של כל המשקים, ובכללם של המשק הישראלי. המדדים המרכזיים לצמיחה כלכלית בת-קיימא – התוצר לנפש, התעסוקה והפריון במשק – נמצאים עדיין ברמה נמוכה מזו המקובלת במדינות המובילות בעולם המפותח. חזון המכון הוא לערוך מחקרים כלכליים אשר יניבו הצעות הן לכלי מדיניות חדשניים והן לרפורמות במשק לקידום הצמיחה, התעסוקה והפריון. מטרת מחקרי המדיניות להשפיע על המדיניות המוניטרית והפיסקלית, תוך גיבוש תוכניות ארוכות טווח שתתמודדנה עם מכלול הבעיות הכלכליות והחברתיות ותתרומנה לצמצום פערים ולחיזוק החברה והכלכלה. כמו כן, מטרתם להשפיע על השיח המקצועי, לעורר דיון המבוסס על מידע אמין ועל מחקר כלכלי-חברתי ובסופו של דבר להקנות כלים שיתמכו בתוואי של צמיחה ובחוסן החברתי של ישראל.

היעד העיקרי של מכון אהרן למדיניות כלכלית בבית ספר טיומקין לכלכלה הוא בגיבוש אסטרטגיות מדיניות כלכליות אשר מזהות את נקודות החוזק והחולשה של הכלכלה בישראל. על בסיס זה נבנות רפורמות בנושאים רחביים, וכן מחקר המתמקד בענפים שונים כדי לבחון ולהמליץ על שימוש מושכל בכלי מדיניות וסדרי עדיפויות שיגרמו לגידול התעסוקה והפריון בכלל ענפי המשק. במסגרת זו ניתן דגש על חיזוק היתרונות היחסיים של ישראל בחדשנות טכנולוגית, וכן על העצמת ההתייעלות והחדשנות בענפים המסורתיים, ענפי השירותים והסקטור הציבורי. כל זאת נעשה על בסיס מחקרי מוצק והצבת יעדים כמותיים כדי להשיג את חזון המכון.

← דירקטוריון:

מר שלמה דוברת (יו"ר), פרופ' מרטין אייכנבאום, גב' יעל אנדורן, פרופ' צבי אקשטיין, גב' דיתה ברוניצקי, מר ארז ויגודמן, גב' ענת לוי, פרופ' רפי מלניק, מר רוני נפתלי, מר אבי פישר, פרופ' דניאל צידון, מר יואל קרסו, ד"ר טלי רגב, גב' עפרה שטראוס, מר חיים שני.

← ראש המכון:

פרופ' צבי אקשטיין.

← ועדה מדעית:

פרופ' צבי אקשטיין (יו"ר), פרופ' מרטין אייכנבאום, פרופ' צבי הרקוביץ, פרופ' עומר מואב, פרופ' רפי מלניק, פרופ' דניאל צידון, ד"ר טלי רגב.

← פרטי התקשרות:

המרכז הבינתחומי הרצליה, ת.ד. 167 הרצליה 4610101

טלפון: 09-9602431

דוא"ל: aaron.economics@idc.ac.il

אתר: www.aiep.idc.ac.il

היבטים כלכליים בקביעת מדיניות להסדרי חוב קונצרני בישראל

למגזר הפיננסי וליעילות שוק ההלוואות יש חשיבות ותרומה רבה למשק. חשיבותה של הרגולציה על תהליכים של הסדרי חוב נובעת, בין השאר, מהצורך להפחית את אי-הוודאות הפיננסית במקרה של חדלות-פירעון, ולאפשר לייצר תמריצים למקסום ערך נכסי החברה. הרגולציה על תחום הסדרי החוב חיונית בשל בעיות כלכליות הקשורות בניהול פירמה בסביבת חדלות-פירעון, ובניהול מו"מ על הסדר חוב, כגון בעיות טרמפיסט, בעיות אינפורמציה ובעיות סוכן/נציג. בנייר זה מוצעים עקרונות כלכליים בהסדרי חוב אשר אמורים להוות את השלד הרעיוני לשאלות ולדיון בהליכי רגולציה על הסדרי חוב: (1) עקרון העדפת היעילות הכלכלית – לפיו עדיף הליך פשוט וקצר הגורר עלויות פשיטת רגל נמוכות על פני הליכים מורכבים יותר שיכולים להיות בעלי תכונות רצויות מבחינות אחרות; (2) עקרון הגדלת הערך בהסדר ביחס לפירוק והנזלה – לפיו הסדר חוב צריך להתקיים כתנאי הכרחי (אך לא מספיק) כאשר סך ערך נכסי החברה בהסדר צריך לעלות על ערכם במקרה של פירוק; (3) עקרון כשרות-הפירעון ביציאה מהסדר החוב – לפיו ביציאה מהסדר חוב חברה צריכה להיות בעלת איתנות פיננסית וסיכוי נמוך מאוד להגיע שוב להסדר בטווח הזמן הבינוני והארוך; (4) עקרון הגבלת התקבול לנושים – לפיו נושי החברה לא יוכלו לקבל יותר מהערך הנוכחי של ההתחייבות המשפטית עבורם. עיקרון זה חשוב כדי לצמצם תמריצים לא נכונים שקיימים, פוטנציאלית, אצל חלק מנושי החברה; (5) עקרון שיפור פרטו ביחס לפירוק והנזלה – לפיו כל אחד מבעלי העניין אמור לשפר את מצבו ביחס לפירוק. להערכתנו, כל אחד מתנאים אלו הינו תנאי הכרחי חשוב (אך לא מספיק) להסדר חוב יעיל כלכלית.

אנחנו מראים כי קיים פגם בדרך שבה מיושם עקרון השוויון בפועל בפירוקי חברות ובהסדרי חוב, כך שחלוקת התשלום נעשית לפי ערך מתואם (פארי) של החוב. מצב זה עלול לייצר תמריצים שגויים לנושים השונים, כיוון שמצבם של הנושים עשוי להשתפר כתוצאה מהמצוקה הפיננסית שאליה נקלעה החברה. אנחנו דנים בשאלה החשובה: מתי נכון, מבחינה כלכלית, להגדיר חברה כחדלת-פירעון? התשובה לכך נעוצה בהכרעה האם רוצים כלל שלפיו חדלות-פירעון תהיה שכיחה מאוד או נדירה מאוד. אנו בוחרים את הכלל שימזער את העלויות הכלכליות המשקיות. המקרה המנותח בנייר זה מציע דרך לזהות את הנקודה שבה הסבירות לעמוד בהתחייבות הפיננסית נמוכה מ-50%.

בנייר זה אנו מנתחים את המבחנים הנהוגים ביחס לשאלת חדלות-פירעון הקשורים לכשל טכני וכשל כלכלי. במקרה של כשל טכני זמני אנחנו מציעים לשקול את האפשרות ליישם מנגנונים שימנעו כניסה אוטומטית לחדלות-פירעון. מנגנון אפשרי כזה הוא פיצוי לנושים על איחורים, או המרה של חוב להון עצמי. במקרים שבהם נכסי החברה עולים על התחייבויותיה, באופן ברור, ייתכן שכדאי לשקול מנגנון חלופי: להעמיד לחברה אשראי מטעם המדינה, שכן הערך מאשראי זה עשוי להיות גבוה באופן משמעותי מעלותו.

ההגדרות המשפטיות לאי-סולבנטיות הינן דיכוטומיות, כך שברגע מוגדר, החברה היא חדלת-פירעון. מאידך גיסא, המציאות הכלכלית מראה כי חדלות-הפירעון היא הליך רציף. אנחנו מראים כי ישנם יתרונות בהגדרות רציפות, ולא דיכוטומיות, של חדלות-פירעון. הגדרה מצמצמת מוטיבציה של חלק מהנושים לפגוע במצבה של החברה. כמו כן היא עשויה להפחית עלויות סוכן, תוך הימנעות מחלק מהעלויות הישירות והעקיפות של ניהול פומבי של הליך חדלות-פירעון.

לבסוף, אנחנו מצייגים ארגז-כלים כלכלי ליישום הסדרי חוב והתגברות על חלק מהאתגרים הכלכליים הטיפוסיים בניהול תהליכים אלה. אנחנו מצייגים את הבעייתיות המובנית בכללי הצבעת רוב, את ההשפעה ההרסנית שיכולה להיות לאינפורמציה אסימטרית, ואת הבעיה המובנית בחלק מהסדרי החוב של קושי בזיהוי שוויים הכלכלי של נכסי החברה על ידי בית המשפט. אנחנו מצייגים ומדגימים את שיטת האופציות של בבצ'וק, שהיא אחת השיטות לחשיפת המידע הזה מהשחקנים בשוק. לבסוף, אנחנו מדגימים בעיות ידועות בחלק ממנגנוני ההיפרדות השכיחים ביותר בישראל, ומצייגים מנגנונים אלטרנטיביים אשר ניתן לעשות בהם שימוש לצורך השגת פתרון יעיל מבחינה כלכלית.

תוכן העניינים

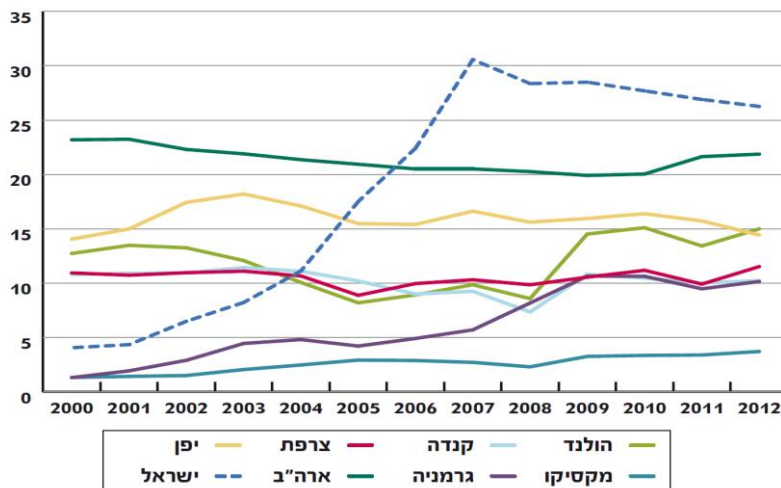
5	1. מבוא ותקציר הנייר
5	1.1 רקע כללי
6	1.2 מטרת הנייר
6	1.3 תמצית מסקנות והמלצות
8	1.4 מבנה הנייר
9	2. רקע תאורטי
9	2.1 הגדרות ומונחים
10	2.2 חשיבות המגזר הפיננסי ויעילות בשוק ההלוואות למשק
11	2.3 חוב קונצרני, חדלות-פירעון והמוטיבציה להסדר חוב
11	2.3.1 מה בין אג"ח קונצרנית למניות?
12	2.3.2 הסדר חוב והאלטרנטיבות במקרה של חדלות-פירעון
14	2.4 מדוע צריך רגולציה על הסדרי חוב?
18	3. רקע: המצב הקיים בישראל
18	3.1 החוק ומנגנוניו
18	3.1.1 הסדרי חוב
19	3.1.2 פירוק חברות
20	3.1.3 מתי חברה נחשבת חדלת-פירעון?
20	3.2 המלצות ועדת אנדרון
21	3.2.1 מתווה השלבים
21	3.2.2 הליך גיוס האשראי
22	3.2.3 שלב ניהול האשראי ותהליך ההסדר
23	4. עקרונות כלכליים בהסדרי חוב
23	4.1 עקרון העדפת היעילות הכלכלית
24	4.2 עקרון הגדלת הערך בהסדר ביחס לפירוק והנזלה
25	4.3 עקרון כשרות-הפירעון ביציאה מהסדר החוב
26	4.4 עקרון הגבלת התקבול לנושים
30	4.5 עקרון שיפור פרטו ביחס לפירוק והנזלה
32	5. מתי חברה צריכה להיכנס להליך חדלות-פירעון?
32	5.1 עקרונות בקביעת הכניסה לחדלות-פירעון
33	5.2 כשל טכני
34	5.3 כשל כלכלי
36	5.4 תהליך הדרגתי או דיכוטומי של כניסה לחדלות-פירעון
37	6. ארגז-כלים כלכלי ליישום הסדרי חוב
38	6.1 כללי הצבעה
40	6.2 אינפורמציה אסימטרית
42	6.3 זיהוי שווי החברה (Verifiability)
45	6.4 מנגנוני הפרדות: BMBY (Buy Me Buy You)

1. מבוא ותקציר הנייר

1.1 רקע כללי

לשוקי אשראי משוכללים השפעה מכרעת על המשק ועל צמיחתו, וכן על ההתפתחות ויעילות הקצאת המשאבים במשק.¹ כיוון שהעולם הפיננסי, ובפרט מגזר האשראי, הוא אי-ודאי, הרי שכחלק מההתנהלות הטבעית של שוק האשראי, שיעור מסוים מהאשראי הקונצרני במשק מתפתח להיות אשראי בעייתי או פגום. כאשר פירמה, שלה חוב קונצרני, נכנסת למצב של מצוקה פיננסית מהותית, הסדר החוב מהווה בחלק מהמקרים אלטרנטיבה למסלול של פירוק והנזלה. בהכללה, הסדר חוב הוא הליך שבו הלווה ונושיו מנסים להגיע לתוצאה שתשפר את מצבם בהשוואה לפירוק. כך, למשל, הוא מאפשר מנגנון שאינו כרוך במכירת נכסי החברה תמורת מזומן. הסדר החוב יכול להתרחש בחסות ובפיקוח של בית המשפט. כיוון שהסדר חוב יכול להתרחש באופן וולונטרי בין בעלי השליטה בחברה לבין נושיה, הוא אמור לייצג, תחת כלל ההעדפה הנגלית, שיפור כלכלי עבור הצדדים להסדר בהשוואה לאלטרנטיבה של פירוק. לנושא הסדרי החוב בכלל, והסדרי החוב של חברות ציבוריות בפרט, יש חשיבות יתרה בישראל מכמה סיבות. ראשית, הניסיון של המשק הישראלי בהתמודדות עם תוצאות מצוקה פיננסית של חברות שלהן איגרות חוב ציבוריות הינו מוגבל ביותר, ולמעשה החל בצורה משמעותית רק לאחר המשבר הפיננסי של שנת 2008. שנית, בעקבות ההתפתחות האחרונה, החקיקה בישראל הינה טרייה באופן יחסי ויישומה נתון בחבלי לידה.² כך לדוגמה, הנושא נדון לאחרונה בוועדה ציבורית הנקראת "הוועדה לבחינת הסדרי חוב בישראל", בראשות הגב' יעל אנדרון, אשר פרסמה את מסקנותיה ביום 17.11.2014.³ כמו כן קיימים תזכירי חוק בנושא בימים אלה.⁴ שלישית, בישראל היקף החוב הסחיר (אג"ח) של חברות ציבוריות התפתח להיקפים הגבוהים אף, באופן יחסי, בהשוואה למדינות מקבילות.

איור 1: גידול ביחס אג"ח סקטור לא פיננסי לתוצר, ישראל ביחס לעולם



מקור: ינאי (2013), הנתונים מבוססים על BIS Quarterly Review ונתוני בנק ישראל 2012.

¹ ראו לדוגמה Levine and Zervos (1998).

² כך למשל בשנת 1995 תוקנה פקודת החברות (ומאוחר יותר, בשנת 1999, גובשו הסדרי החוב בחקיקה כסעיף 350 בחוק החברות), כך שתאפשר הקפאת הליכים על ידי בית המשפט, על מנת לאפשר לחברה לנהל משא ומתן עם נושיה. תיקון 18 ותיקון 19 לחוק החברות מהשנים 2012 ו-2013, בהתאמה, מייצרים מנגנונים כלכליים שיאפשרו להתמודד עם חלק מהאתגרים הקיימים בהליך גיבוש הסדר חוב.

³ ועדה זו מכונה לרוב בשם "ועדת אנדרון".

⁴ תזכיר חוק חדלות-פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ה-2015.

בנייר מדיניות זה אנו מציגים את עמדתנו לגבי האתגרים הכלכליים השונים והדרכים המוצעות להתמודד איתם בתחום הסדרי החוב.

1.2 מטרת הנייר

מטרת נייר מדיניות זה הינה להציג, לבחון ולנתח בצורה מתודית כלכלית את האתגרים הטיפוסיים בניהול הסדר חוב בישראל, לנתח ולהציע עקרונות כלכליים להסדרי חוב מוצלחים, ולהציע לקובעי המדיניות – ובתי המשפט בכללם – ארגון כלים שיסייע להם ביישום עקרונות אלה ובפתרון חלק מהבעיות הכלכליות הטיפוסיות שמתעוררות בניהול הסדרי חוב.

נדגיש כי אף על פי שחדלות-פירעון בכלל, והסדרי חוב בפרט, הינם תחומים משפטיים בעיקרם, נייר זה מציג את הניתוח מנקודת מבט כלכלית בלבד, ואינו מתיימר להתייחס בצורה מלאה או מפורשת לסוגיות המשפטיות הקשורות בכך.

1.3 תמצית מסקנות והמלצות

למגזר הפיננסי וליעילות שוק ההלוואות יש חשיבות ותרומה רבה למשק. תרומה זו נדונה רבות בספרות הכלכלית, והיא נובעת בעיקר מיכולתו של מגזר זה לסייע בגישור על העדפות זמן שונות, התאמת העדפות סיכון שונות והפרדה פוטנציאלית בין ספקי האשראי של העסק לבין ניהולו. חשיבותה של הרגולציה על תהליכים של הסדרי חוב נובעת, בין השאר, מהצורך להפחית את אי-הוודאות הפיננסית במקרה של חדלות-פירעון, ולאפשר לייצר תמריצים להשאת הערך הכולל של נכסי החברה – בניגוד לתמריצים של נושים שונים להשיא רק את ערך החוב שלהם. רגולציה זו מאפשרת למשקיעים השונים לקבל החלטות מושכלות ויעילות יותר ובכך תורמת, בסופו של דבר, ליעילות בשוק ההלוואות באופן ישיר, וכן ליעילות הכלכלית במשק. הרגולציה על תחום הסדרי החוב חיונית, בשל בעיות כלכליות אופייניות הקשורות בניהול פירמה בסביבת חדלות-פירעון, ובניהול מו"מ על הסדר חוב, כגון בעיות טרמפיסט, בעיות אינפורמציה ובעיות סוכן/נציג. בנייר זה מוצעים עקרונות כלכליים בהסדרי חוב אשר אמורים להוות את השלד הרעיוני לשאלות ולדיון בהליכי רגולציה על הסדרי חוב:

- עקרון העדפת היעילות הכלכלית – לפיו עדיף הליך פשוט וקצר הגורר עלויות פשיטת רגל נמוכות מאשר הליכים מורכבים יותר שיכולים להיות בעלי תכונות רצויות מבחינות אחרות.
- עקרון הגדלת הערך בהסדר ביחס לפירוק והנזלה – לפיו הסדר חוב צריך להתקיים כתנאי הכרחי (אך לא מספיק) כאשר סך ערך נכסי החברה בהסדר צריך לעלות על ערכם במקרה של פירוק.
- עקרון כשרות-הפירעון ביציאה מהסדר החוב – לפיו ביציאה מהסדר חוב, חברה צריכה להיות בעלת איתנות פיננסית וסיכוי נמוך מאוד להגיע שוב להסדר בטווח הזמן הבינוני והארוך.
- עקרון הגבלת התקבול לנושים – לפיו נושי החברה לא יוכלו לקבל יותר מהערך הנוכחי של ההתחייבות המשפטית עבורם. עיקרון זה חשוב כדי לצמצם תמריצים לא נכונים שקיימים, פוטנציאלית, אצל חלק מנושי החברה.
- עקרון שיפור פרטו ביחס לפירוק והנזלה – לפיו כל אחד מבעלי העניין אמור לשפר את מצבו ביחס לפירוק.

להערכתנו, כל אחד מתנאים אלו הינו תנאי הכרחי חשוב (אך לא מספיק) להסדר חוב יעיל כלכלית. אנחנו מראים כי, מבחינה כלכלית, קיים פגם בדרך שבה מיושם עקרון השוויון בפועל בפירוקי חברות ובהסדרי חוב, כך שחלוקת התשלום בתוך אותה קבוצת נושים נעשית לפי ערך מתואם (פארי) של החוב. עיקרון זה בעייתי בעיקר בקשר לחוב ציבורי אשר עשוי להיות מונפק בבורסה בניכיון. כתוצאה מפגם זה, עלול להיווצר מצב שבו אף על פי שהשווי הכלכלי של שתי איגרות החוב שונה באופן מהותי במקרה שהחברה אינה חדלת-פירעון, הוא זהה במקרה של פירוק. כפי שנראה, מצב זה עלול לייצר תמריצים שגויים לבעלי איגרות החוב השונים. חשוב מכך, באופן מעוות, מצבם של בעלי החוב עשוי להשתפר מהותית כתוצאה מהמצוקה הפיננסית שאליה נקלעה החברה. כתוצאה מכך עלול להיווצר להם תמריץ לפגוע בחברה, ולהביא לאובדן יעילות כלכלית כתוצאה מכך. פעולות אלו חמורות במיוחד במציאות, מאחר שמצוקה פיננסית של חברה עשויה להתברר כמדרון חלקלק. על מנת לתקן את הפגם הזה, הערך הכלכלי של ההתחייבות המשפטית כלפי נושי החברה, ובפרט בפני בעלי החוב שלה, חייב להיות נמוך מערך קיצון עליון שהוא הערך מהיוון לוח הסילוקין של החוב באמצעות ריבית חסרת סיכון. יתרה מכך, תאורתית יש צורך לקבוע כי תביעתם תהיה השווי הכלכלי של חוב מקביל טרם תחילת ההידרדרות הפיננסית. דרך פרקטית מוצעת ליישום כלל שעשוי להפחית משמעותית מתמריץ הנושים לפגוע בחברה במקרים של הנפקת חוב בניכיון היא לחשב במועד גיוס החוב את הריבית האפקטיבית המגולמת בחוב ביום הנפקתו, ולצבור ריבית זו על הסכום שגויס.

אנחנו דנים גם בשאלה החשובה: מתי נכון, מבחינה כלכלית, להגדיר חברה כחדלת-פירעון? להערכתנו, התשובה לכך נעוצה בהכרעה האם רוצים כלל כזה שבו חדלות-פירעון תהיה שכיחה מאוד או נדירה מאוד. לכאורה אין לכך חשיבות – כתלות בכלל שייבחר, כך ישתנה חישוב הערך שעושים מראש הנושים, והם יתמחרו את החוב שלהם באופן שישקף ויתמחר את הכלל.⁵ אך אנחנו בוחנים זאת באופן של בחירת הכלל שימזער את העלויות הכלכליות המשקיות. האופטימום בהיבט זה תלוי בניתוח כמותי (החורג מתחולת נייר זה) לגבי כמה מהעלויות נובעות מכך שהחברה במצוקה פיננסית מהותית אבל לא הכריזה על חדלות-פירעון (למשל – עלויות סוכן המביאות לכך שהחברה משקיעה בפרויקטים עם ערך נוכחי שלילי ודוחה פרויקטים עם ערך נוכחי חיובי); כמה מהעלויות נובעות מעצם הליך חדלות-הפירעון או ההכרזה עליו (למשל – עלות יועצים; משאבים שיפוטניים; בעיות של החברה מול לקוחות, ספקים, עובדים וספקי חוב חיצוני; מכירת-בזק של נכסים); ומה היחס ביניהם. בהתאם נוכל לקבוע האם צריכים להיות מחמירים או לא בקביעה האם חברה היא חדלת-פירעון או כשרת-פירעון: ככל שהעלויות מהסוג הראשון גדולות יותר נרצה כלל מחמיר שמביא להרבה מקרים של חדלות-פירעון; ככל שהעלויות מהסוג השני גדולות יותר נרצה כלל מקל, שמביא למעט מקרים של הליכי חדלות-פירעון.

בנייר זה אנו מדגימים ומנתחים את המבחנים הנהוגים ביחס לשאלת חדלות-פירעון הקשורים לכשל טכני וכשל כלכלי. במקרה של כשל טכני זמני אנחנו מציעים לשקול את האפשרות ליישם מנגנונים נוספים שיסייעו במציאת האיזון הנכון, כך שהחברה לא תגיע באופן אוטומטי למצב של כניסה להליך חדלות-פירעון. מנגנון אחד אפשרי כזה הוא מנגנון מוסכם של פיצוי לנושים על איחורים, או המרה אוטומטית של חוב להון עצמי, כך שניתן יהיה להתגבר על פערי עיתוי קצרים ללא כניסה להליך חדלות-פירעון. מנגנון כזה יכול שיהיה חוזי – בדרך זו הפירמה גם תוכל לבחור את הנושה שעבורה הכי יעיל (כלומר זול) לאחר לו תשלומים. מאידך גיסא, ניתן לשקול גם רגולציה על פיצוי זה, כך שיחול בנוסף על חוב שאינו פיננסי (למשל – חוב לספקים). במקרים שבהם ניתן להשתכנע בקלות שנכסי החברה עולים על התחייבויותיה, ייתכן אף שכדאי יהיה לשקול מנגנון אפשרי שני: להעמיד לחברה כזו אשראי מטעם המדינה, שכן הערך מאותו אשראי עשוי להיות גבוה באופן משמעותי מעלותו. אנו ערים לקושי הטמון בנטל ההוכחה שאכן מדובר במקרה שבו הנכסים עולים

⁵ ראו דיון בעניין זה ב-Aghion, Hart and Moore (1992). להערכתנו, הנחה זו סבירה יותר במקרה של נושים פיננסיים מתוחכמים, ופחות סבירה במקרה של נושים תפעוליים או קטנים.

בערכם על החוב ולמעשה מדובר בבעיה תזרימית בלבד, אבל לדעתנו במקרה שניתן להשתכנע בכך באופן סביר הרי שעדיף שהחברה תמשיך להתקיים באותו אופן שבו התקיימה עד כה ותחולץ מהמשבר הזמני. במקרה של כשל כלכלי אנחנו מראים כי ביישום בפועל בישראל של העקרונות הכלכליים הקיימים יש סתירות שונות. ראשית, מבחן ה-NAV השלילי אינו מבחן סביר, מאחר שעקרון הגבלת התקבול לנושים שהצענו קובע כי נוצרים תמריצים שגויים לנושים אם יקבלו תשלום גבוה מלוח הסילוקין של החוב מהוון בריבית האפקטיבית המקורית בגיוס החוב. על כן סך התקבולים שבעלי איגרות החוב יכולים לצפות לו הוא לכל היותר סכימת ההיוון של לוחות הסילוקין השונים בריבית האפקטיבית המקורית בגיוס כל חוב. על כן יש להשוות סכום זה לשווי הכלכלי של סך נכסי החברה. בנוסף, מבחן ה-NAV (או אף המבחן שהצענו, אשר מסתכל על השוואת סכימת ההיוון של לוחות הסילוקין השונים בריבית האפקטיבית המקורית בגיוס כל חוב לשווי הכלכלי של סך נכסי החברה) אינו מייצג סיכוי של 50% לשירות החוב, תחת הנחה של התפלגות סימטרית של שווי הנכסים העתידי. אנחנו מראים כי כלל כזה, תחת הנחות התפלגותיות מסוימות, זהה להשוואת הערך הכלכלי של הנכסים להיוון לוחות הסילוקין של החוב לפי התשואה הנדרשת על הנכסים הלא ממונפים.

שאלת עיתוי חדלות-הפירעון והעילות להגדרה זו מעלות באופן טבעי גם את נושא רציפות חדלות-הפירעון. ההגדרות המשפטיות לאי-סולבנטיות הינן דיכוטומיות, במובן שביום אחד, או ברגע מאוד מוגדר, החברה מוגדרת כחדלת-פירעון. מאידך גיסא, המציאות הכלכלית מראה כי חדלות-הפירעון אינה מתרחשת ביום אחד. קשיים כלכליים נערמים בחלוף הזמן, ובמקרים רבים אי-סולבנטיות דווקא נגרמת מגורמים שנצברים באופן מתמשך ורובם מתרחשים על רצף זמן ולא באופן חד-פעמי ומפתיע. מדוע, אם כן, לרוב אנו חושבים על המושג חדלות-פירעון כמושג משפטי נקודתי ודיכוטומי במקום לראות חדלות-פירעון כתהליך רציף? אנחנו מראים כי ישנם יתרונות מסוימים בהגדרות רציפות, ולא דיכוטומיות, של חדלות-פירעון. הגדרה כזו עשויה לצמצם מוטיבציה של חלק מהנושים לפגוע ולהרע את מצבה של החברה. כמו כן היא עשויה להפחית עלויות סוכן, תוך הימנעות מחלק מהעלויות הישירות והעקיפות של ניהול פומבי של הליך חדלות-פירעון. לבסוף, אנחנו מציגים ארגז כלים כלכלי ליישום הסדרי חוב והתגברות על חלק מהאתגרים הכלכליים הטיפוסיים בניהול תהליכים אלה, כמפורט להלן. ראשית, אנחנו מציגים את הבעייתיות המובנית בכללי הצבעת רוב והיכולת לעשות בהם מניפולציה, ומציגים מנגנונים שונים על מנת להתגבר חלקית על בעיה זו. שנית, הסדר חוב הוא, כמעט באופן מובנה, משא ומתן בתנאי אינפורמציה אסימטרית. אנחנו מציגים את ההשפעה ההרסנית שיכולה להיות לאינפורמציה אסימטרית על תוצאותיו של משא ומתן ומציגים פתרונות שונים, על פי הספרות הכלכלית, לבעיית האינפורמציה האסימטרית, לרבות תכנון מכרז דינאמי. שלישית, אנחנו מציגים את הבעיה המובנית בחלק מהסדרי החוב של קושי בזיהוי שוויים הכלכלי של נכסי החברה על ידי בית המשפט. אנחנו מציגים ומדגימים את שיטת האופציות של בבצ'וק, שהיא אחת השיטות לחשיפת המידע הזה מהשחקנים בשוק. לבסוף, אנחנו מדגימים בעיות ידועות בחלק ממנגנוני ההיפרדות השכיחים ביותר בישראל, ומציגים מנגנונים אלטרנטיביים אשר ניתן לעשות בהם שימוש לצורך השגת פתרון יעיל מבחינה כלכלית.

1.4 מבנה הנייר

מבנה נייר זה הוא כדלהלן. בפרק 2 נציג רקע תאורטי שישמש אותנו בהמשך הנייר: טרמינולוגיה, חשיבותו ומאפייניו של חוב קונצרני, חדלות-פירעון, בעיות טיפוסיות בהסדרי חוב והצורך ברגולציה על תחום הסדרי החוב. בפרק 3 נציג בקצרה את המצב הקיים בישראל, לרבות המסגרת החוקית ורגולציה כלכלית שתוכננה ובוצעה בחלקה ביחס להסדרי חוב בישראל. בפרק 4 ננתח ונציע עקרונות כלכליים שיש לנסות ולהשיג בהסדר חוב מוצלח. בפרק 5 ננתח את השאלה מתי חברה צריכה להיכנס להליך חדלות-פירעון. בפרק 6 נציג ארגז כלים רגולטורי לטיפול בכשלים ובאתגרים הכלכליים הטיפוסיים בהסדרי חוב.

2. רקע תאורטי

2.1 הגדרות ומונחים

נגדיר תחילה בחלק זה את המונחים העיקריים שבהם אנו משתמשים במהלך הנייר:

- **חדלות-פירעון (Insolvency)** - חדלות-פירעון היא מצב משפטי של אדם או ישות משפטית אחרת אשר אינם יכולים לפרוע את חובם. לעיתים מדובר במצב שבו לחברה יש יותר התחייבויות מנכסים, ולעיתים מדובר בבעיה תזרימית אשר מביאה לכך שהחברה אינה יכולה לפרוע את חובותיה בטווח הקצר. ברוב המקרים, חדלות-פירעון מוגדרת על ידי צו בית משפט ביוזמת הנושים.
- **הסדר חוב (Debt restructuring / reorganization / settlement / workout)** – תהליך שבו נושי החברה ובעלי השליטה דנים בארגון מחדש של מצבת ההתחייבות והנכסים של החברה, כתחליף לפירוק. תהליך זה יכול להתבצע באופן וולונטרי בין צדדים חופשיים, אז מדובר בהסכם מחוץ לכותלי בית המשפט (out-of-court debt settlement), או בין כותלי בית המשפט, על מנת שיגיע להכרעה בו עבור הצדדים.
- **פירוק חברה (Liquidation)** – הסיבה המרכזית לפירוק חברה הינה חדלות-פירעון. פירוק חברה הוא הליך העוסק בסיום חייה של חברה תוך חלוקת נכסיה לבעלי התביעות השונים / נושיה השונים והפסקת קיומה כישות משפטית נפרדת. מטרת ההליך היא ניצול הנכסים והמשאבים הכלכליים אשר עדיין נמצאים ברשות החברה לשם כיסוי חובותיה, או חלקם.
- **מצוקה פיננסית (Financial distress)** – מצב המתאר סבירות ממשית לכך שבעל החוב לא יעמוד בתשלומי החוב המובטחים.
- **עלויות פירוק** – כלל העלויות הכרוכות בפירוק חברה ובהן שכר המפרק, שכר עו"ד, שכר נאמן וכיו"ב. בספרות הכלכלית-מימונית, עלויות אלו מתווספות לעלויות עקיפות כגון מכירת-בזק ועלויות סוכן, והן מהוות יחדיו את עלויות חדלות-הפירעון.
- **מכירת-בזק (Fire-Sale)** – מכירת-בזק משמעה מכירה של נכסים במהירות ובזול, בדרך כלל כאשר המוכר עומד בפני פשיטת רגל או נמצא במצוקה אחרת המחייבת אותו למכור נכסים במהירות – גם כאשר המחיר נמוך ממחיר השוק שניתן להשיג עבורם בתנאים רגילים.
- **מכירה אגב פירוק** – הליך שבו פעילות החברה (או חלק ממנה) נמכרת לצדדים שלישיים. תמורת המכירה משמשת לתשלומים לנושי החברה ובעלי ההון שלה. הליך זה שונה מפירוק שכן מוכרים את החברה "כעסק חי" ונטול חובות, בעוד שבהליך פירוק מוכרים את נכסי החברה בחלקים, ולא כעסק חי.
- **ערך פארי של חוב** (ערך מתואם של החוב) – ערך הקרן שלא נפרעה בתוספת ריבית והצמדה שנצברו ולא שולמו.
- **לוח סילוקין (Amortization table)** – טבלה המפרטת את התשלומים הקשורים בהלוואה. לוח הסילוקין נגזר מהסכם ההלוואה, כך שבסיום תקופת ההלוואה יוחזרו במלואם הן קרן ההלוואה והן תשלומי הריבית המובטחים לאורך תקופת ההלוואה.
- **הלוואה ללא יכולת חזרה ללווה (Non-recourse)** – הלוואה שמובטחת רק בנכס ספציפי. במקרה שערך הנכס יורד לא יוכל המלווה להגדיל את השעבוד לנכס חדש.

- **סדר הנשייה (או סדר קדימויות בנשייה)** – הקדימות החוקית של כל אחד מנושי החברה ומחזיקי ניירות הערך השונים של החברה (claim-holder). קדימות זו מכתיבה את חלוקת נכסי החברה בפירוק.
- **פארי פאסו (Pari Passu)** – חלוקת הערך לנושים באותה דרגת נשייה באופן שוויוני, כך שחלוקת הכספים לנושים באותה דרגה מחולקת באופן יחסי לחלקם בחוב. גישה זו גם נקראת Pro-rata.
- **נאמן** – נאמן אג"ח דואג לכך שבעלי האג"ח יקבלו את הזכויות שמוקנות להם ע"פ תנאי האג"ח.
- **אספות-סוג** – במקרה של חובות שונים של אותו מלווה מתכנסות לעיתים בנפרד אספות נושים שונות שכל אחת מכילה קבוצת נושים או בעלי מניות שלהם עניין משותף בנוגע להסדר או לפשרה המובחן באופן מהותי מעניינם של שאר הנושים או בעלי המניות, ואשר מצדיק קיום אספה נפרדת.

2.2 חשיבות המגזר הפיננסי ויעילות בשוק ההלוואות למשק

למגזר הפיננסי וליעילות שוק ההלוואות יש חשיבות ותרומה רבה למשק.⁶ תרומה זו נובעת בעיקרה משלושה ערוצים מרכזיים, כלהלן:

- א. גישור על העדפות זמן שונות** – יעילות בשוק ההלוואות מאפשרת לפרטים להעביר הון מתקופה בעתיד לתקופה הנוכחית, ולהפך, כתלות בהעדפות הזמן שלהם, ובכך להחליק תצרוכת על פני זמן. כך, על ידי הלוואות, ניתן להשתמש היום בכסף ולהחזירו בעתיד בתוספת ריבית. לחילופין, ניתן לחסוך היום כסף לטובת קבלתו בעתיד בתוספת הריבית. היכולת לתאם בין פרטים בעלי העדפת זמן שונה ביחס לכסף דרך מנגנון הריבית מאפשרת שיפור פרטו הן ללווה והן למלווה.⁷
- ב. התאמת העדפות סיכון שונות** – בזכות שוק ההלוואות, חברה המבקשת לגייס כספים יכולה לעשות זאת באמצעות חלוקת נכסיה והסיכון שלהם לחוב ולהון. בהכללה ניתן לומר כי חוב של חברה הוא למעשה חוזה "תלוי זמן" בעיקר, ופחות חוזה "תלוי תוצאה". בכך קטנה אי הוודאות להחזר המובטח, וכן קטן הסיכון שהמשקיע בחוב חשוף אליו ביחס להשקעה בהון החברה. כמובן, הסיכון שאריתי אינו נעלם והוא "מועמס" על בעלי המניות אשר מחזיקים מכשיר פיננסי בעל סיכון גבוה יותר מזה של נכסי החברה. על כן מניות של חברה ממונפת מיועדות למשקיעים אשר היו מעוניינים להיחשף לסיכון זה בתמורה לתשואה מובטחת גבוהה יותר. כלומר, שוק ההלוואות מאפשר את גיוס ההון (העצמי והזר) על ידי חלוקת סיכון בין בעלי חוב (בטוחים יותר) לבעלי מניות (סיכון שאריתי).
- ג. הפרדה פוטנציאלית בין ספקי האשראי של העסק לבין ניהולו** – בהעדר שוק חוב יעיל, הדרך העיקרית לגיוס כספים בעבור חברה היא הנפקת מניות או שיתוף בעלות. בעלות מקנה לרוב, מעבר להשקעה הפיננסית, גם זכות הצבעה בהחלטות החברה. משקיעים רבים היו מעוניינים בהשקעה בחברה ללא מעורבות אקטיבית בהחלטות המתקבלות בה. משקיעים אלו היו מעוניינים שבעלי השליטה בחברה ינהלו אותה בדרך הטובה ביותר עבורם, ושהתמריצים שלהם יתלכדו עם התמריצים של בעלי השליטה בחברה. חוב מאפשר לבעלי השליטה לגייס הון מבלי לערב את המלווים בניהול, וכן מאפשר לבעלי החוב לוותר על ניהול אקטיבי של הפירמה. כאשר שיעור החוב קטן יחסית, אין גם עניין מיידי לבעלי החוב בהשפעה השולית על שווי נכסי החברה. בהכללה גסה ניתן לומר כי כיוון שבעלי מניות החברה הם בעלי זכות תביעה שאריתית – הגדלת שווי מניות החברה היא בהלימה הן למטרות בעלי החוב והן למטרות בעלי המניות.⁸

⁶ ראו לדוגמה Levine and Zervos (1998).

⁷ ראו לדוגמה Modigliani (1988).

⁸ בהמשך הנייר אנו מתייחסים גם לקונפליקטים שעלולים להתרחש בין בעלי המניות ובעלי החוב של הפירמה.

מעבר לנקודות המפורטות לעיל, תרומתם של השווקים הפיננסיים נדון רבות בספרות הכלכלית. כך, למשל, יש עדויות לכך כי קיומו של שוק הון מתפקד וסחיר לצד מגזר בנקאי חזק קשורים באופן חיובי ומובהק לגידול בצמיחה בטווח הארוך.⁹ בנוסף, יש עדויות המקשרות בין התפתחותם של שווקים פיננסיים להשקעות זרות ישירות.¹⁰ כמו כן, יש עדויות התומכות בכך כי רמת הפעילות הכלכלית במדינה תלויה, בין השאר, בהתפתחות השוק הפיננסי במדינה.¹¹

חשיבותה של הרגולציה על תהליכים של הסדרי חוב נובעת, בין השאר, מהצורך להפחית את אי-הוודאות הפיננסית במקרה של חדלות-פירעון, ולאפשר לייצר תמריצים להשאת הערך הכולל של נכסי החברה – בניגוד לתמריצים של נושים שונים להשאיר רק את ערך החוב שלהם. רגולציה זו מאפשרת למשקיעים השונים לקבל החלטות מושכלות ויעילות יותר ובכך תורמת, בסופו של דבר, ליעילות בשוק ההלוואות באופן ישיר, וכן ליעילות הכלכלית במשק.

2.3 חוב קונצרני, חדלות-פירעון והמוטיבציה להסדר חוב

2.3.1 מה בין אג"ח קונצרנית למניות?

יש כמה הבדלים מהותיים בין אג"ח קונצרנית לבין מניה בחברה. ראשית, אג"ח קונצרנית הינה השקעה שתלויה בעיקר בזמן ולא בתוצאות. כלומר, בהנחה שהחברה אינה מצויה במצוקה פיננסית, בעלי האג"ח צפויים לקבל את כספם, ללא תלות בביצועי החברה, ובשל כך היא מהווה השקעה בטוחה יותר. שנית, להבדיל מבעלי מניות, בעלי אג"ח אינם מעורבים בניהול החברה, אין להם זכות הצבעה והם ונציגיהם לרוב אינם חשופים למידע פנימי.

סדר הנשייה הוא הסדר שלפיו מחולקים נכסי חברה שהגיעה לחדלות-פירעון. כאשר החברה מפורקת, נושייה, הנמצאים במעלה סדר הנשייה, זוכים לקבל את כספם ראשונים, ולכן הם נמצאים בסיכון נמוך יותר בהשוואה לנושי החברה הנמצאים במורד סדר הנשייה. מסדר הנשייה עולה כי אג"ח קונצרנית נחשבת השקעה בטוחה יותר מקניית מניה של אותה החברה. לא רק שהחברה צריכה להחזיר לבעל האג"ח את הסכום ללא קשר לביצועי החברה, אלא שגם במקרה שהחברה תתפרק, מובטח לבעלי האג"ח החזר לפני בעלי המניות.

שוק אג"ח מאפשר סחירות ונזילות לאותם ניירות ערך. אג"ח קונצרנית, או אג"ח חברה, היא איגרת חוב המונפקת על ידי חברה כמקור אשראי חוץ-בנקאי. תנאי איגרת החוב מפורטים בתשקיף שעל פיו היא מונפקת. בתשקיף מפורטים התשלומים הצפויים של האיגרת, הביטחונות, אמות המידה, ולעיתים גם זכויות ההצבעה, שיתוף בדירקטוריון ועוד. אג"ח קונצרנית יכולה להיות מונפקת על ידי חברה פרטית או ציבורית, אך חברה המנפיקה אג"ח מחויבת בתנאי דיווח וממשל תאגידי בעלי אופי דומה לאלה של חברה ציבורית.¹² הנפקת אג"ח חברות החלה בישראל לאחר תוכנית הייצוב הכלכלית בשנת 1985, אך רק בשנת 2006, עם ירידתם העקבית של שערי הריבית, החל גל ההנפקות המשמעותי בארץ.

⁹ ראו Levine and Zervos (1998).

¹⁰ ראו Soumare and Tchana (2014).

¹¹ ראו Duca (2007).

¹² בין השאר בשל תיקון 17 לחוק החברות, משנת 2012.

2.3.2 הסדר חוב והאלטרנטיבות במקרה של חדלות-פירעון

אשראי קונצרני הוא, בהגדרתו, חוב מסוכן, ועל כן ייתכנו מצבים שבהם לא ניתן לשלמו כפי שהוסכם. כחלק מהתנאים הבסיסיים לקיומו של שוק אשראי בריא הרגולטור נדרש להתייחס למתרחש במקרה שבו הלווה אינו מחזיר את הלוואתו. במקרה קיצוני שבו לא קיים פיקוח או סנקציות מתאימות נגד לווים לא יהיה ללוים תמריץ להחזיר את החוב שנלקח, וכיוון שהמלווים יודעים זאת מראש הם לא יהיו מוכנים לתת את הלוואה מלכתחילה. לכן שוק הלוואות במקרה זה צפוי להפוך למנוון. בנקודה זו נרצה לעסוק במסגרת החוקית של חדלות-פירעון שמאפשרת סנקציות על לווים שאינם עומדים בהתחייבויותיהם.¹³

לשאלה קיומה של חדלות-פירעון יש הגדרות מגוונות בחקיקה ובפסיקה בישראל, ונדון בהן בהמשך נייר זה. בשלב זה, לשם הפשטות, מספיק לומר שחדלות-פירעון היא המקרה שבו אדם או ישות משפטית אינם מסוגלים להחזיר את הלוואות שלקחו על עצמם. במצב זה הנושה רשאי לפתוח בהליך של הוצאה לפועל, או לעיתים לפעול לפירוק החברה. בהליך הפירוק נכסי החברה נמכרים תמורת מזומן – לעיתים כפעילות שלמה ולעיתים הנכסים נמכרים בחלקים, כגון ציוד משרדי ונדל"ן. בסוף הליך הפירוק, כאשר נותרו בחברה מזומנים, שהם התמורה ממכירת הנכסים ונקראים גם "קופת הפירוק", יש לחלקם בין הנושים על פי סדר הנשייה, כמוגדר בחוק. בישראל, ככלל, סדר הנשייה הוא כדלקמן: ראשית בקדימות הינו שכר הכונס; לאחר מכן מקבל את כספו נושה מובטח בעל שעבוד ספציפי; אחריו משולמות הוצאות פירוק; אחריהן משולמים חובות בדין קדימה (כגון שכר ותשלומים לרשויות מקומיות); אחריהם חוב עם שעבוד צף (שטרם גובש), אחריו משולמים חובות לא מובטחים; לאחר מכן משולמות התחייבויות למניות בכורה (לעיתים); ולבסוף שארית התמורה (אם יש כזו) משולמת לבעלי מניות רגילות (residual claimant).

פירוק הוא הליך בעייתי במקרים רבים. הוא מאפשר מכירת נכסי החברה רק תמורת מזומן. לעיתים קרובות סך הנכסים הנשאר לאחר הפירוק נמוך משמעותית משווי החברה לפני הפירוק, בין השאר בשל עלויות חדלות-פירעון ישירות. עלויות אלה כוללות בין היתר את שכר המפרק, שכר טרחת עורכי הדין העוסקים בהליך הפירוק של החברה, שכר המומחים, מעריכי שווי ומנפיקי חוות דעת אשר תפקידם לתמוך בדעה כזו או אחרת במשפט, ופעמים רבות המשפט נמשך תקופה לא קצרה. כמו כן יש עלויות עקיפות, כגון עלויות מכירת-הבזק שבה המפרק מוכר באופן מהיר ככל האפשר את נכסי החברה ובכך נפגעת יכולתו להשיא את התמורה. כמו כן, בהליך זה במקרים רבים יש אובדן יעילות שנובע, בין השאר, מכך שהחברה חדלה לתפקד כ"עסק חי" (going-concern). כך למשל ניתן לחשוב על דוגמה של חברת היי-טק המתפרקת, שם ניתן למכור את השולחנות והרכוש הקבוע האחר במחיר (נמוך) מסוים, כאשר השווי העיקרי של החברה, הנובע בעיקר מנכסים בלתי מוחשיים וידע (know-how), אובד בהליך כזה. הערכה לעלויות הישירות של חדלות-הפירעון במקרה פירוק ניתן למצוא אצל Bris, Welch and Zhu (2006), אשר מעריכים אותן בממוצע בכ-8.1% משווי החברה לפני הליך חדלות-הפירעון.

בנוסף, עצם הכניסה של חברה למצוקה פיננסית מביאה במקרים רבים בעיות עקיפות שונות, שעלולות לדרדר את ערכה עוד יותר ולהעמיק את המצוקה הפיננסית. כך למשל עם היוודע מצבה של החברה עלולים ספקים לדרוש תשלום במזומן עבור סחורות; לקוחות עלולים לחשוש מקניית מוצרים של חברה אשר התמיכה בהם תלויה בקיומה של החברה; ספקי אשראי עלולים לצמצם את חשיפתם לחברה, ועוד. כמו כן, כפי שנפרט בהמשך, עלויות סוכן שונות עלולות להביא לכך שמקבלי החלטות בחברה יקבלו החלטות משמידות-ערך: הם עלולים לוותר על פרויקטים כדאיים, ומאידך גיסא לבצע פרויקטים שאינם כדאיים.

¹³ כמובן שצידו השני של המטבע הוא ההגנות הקיימות בחוק לבעל מניות של חברה בע"מ, המאפשרות לו הגנה בפני נושי החברה ביחס לנכסיו האישיים.

בתיאור גס, הסדר חוב (Debt restructuring / reorganization / settlement / workout) הוא תהליך מובנה של משא ומתן בין הנושים השונים ובעלי המניות של החברה, על מנת לקבוע את עתידה של החברה והחוב שלה כלפי נושיה – ובפרט, מצבת ההתחייבויות והנכסים של החברה. הליך זה הוא בעיקרו משא ומתן המתרחש באחד משני מסלולים עיקריים: בין כותלי בית המשפט או מחוצה לו. הסדר חוב שמתרחש מחוץ לכותלי בית המשפט הינו הסכם, כמו כל הסכם, בין החברה לנושיה ולבעלי המניות שלה. לעומתו, הסדר חוב בחסות בית המשפט מייצג לרוב מצב שבו לא התאפשר לצדדים להגיע להסכמה באופן עצמאי ולכן בית המשפט, לאחר שבחן את מכלול השיקולים של בעלי העניין השונים, מפקח על הליך הארגון מחדש של החוב, ועשוי אף לכפות את מסגרת ההסדר על הצדדים השונים.

בתמצית, הסדר חוב תחת פיקוח בית המשפט הוא תהליך שבו הנושים השונים מחולקים לקבוצות על פי סוג החוב שהם מחזיקים; אספות-סוג או נאמנים ממונים לעיתים על מנת לייצג כל סוג, ובית המשפט מפקח על הליך המשא ומתן בין הצדדים על מנת לקבוע דרך פעולה ביחס לחברה. לרוב, במהלך התהליך, החברה ממשיכה לפעול – במקרים רבים באמצעות ההנהלה הקיימת של החברה. התהליך יכול להיות מוכרע גם על ידי רוב של נושים, ולא דווקא על ידי הסכמה פה-אחד של הנושים להסדר (Cramdown).¹⁴

בספרות הכלכלית קיימת התייחסות רחבה לנושא הסדר חוב. לעיתים מדובר בחלוקת ההפסדים הפיננסיים בין מכלול בעלי הזכויות בחברה (בעלי המניות והנושים), ולעיתים מדובר בתיקון הדרישות של נושי החברה בתמורה לפיצוי מבעלי המניות.¹⁵ Claessens (2005) הגדיר הסדר חוב כ"פעולות לחלוקה של הפסדים פיננסיים קיימים וחלוקה מחדש של רכוש ושליטה בחברה", כאשר הפסדים פיננסיים אלו הם ההפרש בין שווי השוק של נכסי החברה לבין התחייבויותיה. הפסדים אלו יכולים להיות משויכים לבעלי המניות, על ידי דילול הון המניות; לבעלי החוב, על ידי הפחתת שווי החוב שלהם (למשל באמצעות ויתור על חלק מהחוב, דחייה של תאריך פדיון חוב, אחוזי ריבית נמוכים יותר על חוב); או לעובדים וספקים, על ידי מתן שכר או מחירים נמוכים יותר.

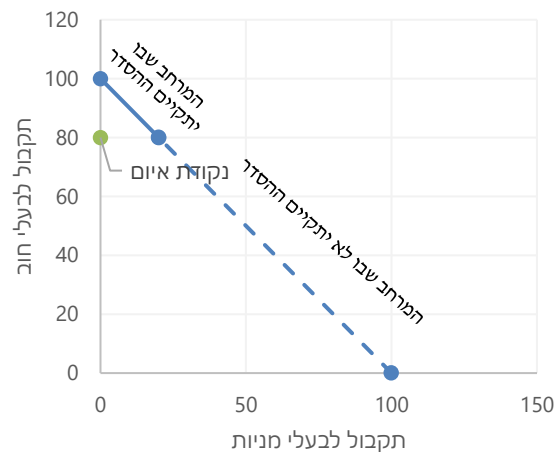
המטרה העיקרית של הסדר חוב הינה טיפול בחברות המצויות במצוקה פיננסית על מנת להימנע מפירוק, ובכך, פוטנציאלית, לשפר את מצבם של כלל בעלי הזכויות בחברה. השינויים הארגוניים המתבקשים הינם בדרך כלל ויתור על חוב, ביטול חוזים והסכמים מכבידים, שינוי מבנה ההון של החברה, מכירת נכסים שאינם תומכים בפעילות העתידית של החברה ועוד. במקרים לא מועטים מגובשת גם תוכנית הבראה תפעולית לחברה.

אחד היתרונות הגדולים של הסדר החוב הוא בכך שהוא מאפשר להמשיך להחזיק את החברה כעסק חי, תוך ניסיון לגשר על המצוקה הפיננסית של החברה, וצמצום הפגיעה הנוצרת בערך החברה בעת פירוק. לכן, כאשר נדון עתיד החברה בין הנושים לבעלי החברה, פעמים רבות יעדיפו הצדדים אפשרות של הסדר חוב, תוך ניסיון שלא להשמיד ערך. כיוון שבמהותו הסדר חוב הוא תוצאה של הסכמה מחודשת שנקבעה במסגרת משא ומתן, הפירוק, והעלויות הכרוכות בו, מהווים את האיום או העלות האלטרנטיבית בהסדר. איור 2 מדגים את מרחב האפשרויות ומסגרת הערך במשא ומתן.

¹⁴ ראו Aghion, Hart and Moore (1992).

¹⁵ ראו לדוגמה Leland (1994) וכן Laryea (2010).

איור 2: הדגמת מפת התקבולים של בעלי המניות ובעלי החוב של החברה



האיור מציג דוגמה שלפיה סך נכסיה של החברה עומד על שווי של 100 ש"ח. זהו למעשה השווי שניתן לחלק בין בעלי החוב שלה ובין בעלי מניותיה. אם נוסיף את ההנחה כי במקרה שהחברה מגיעה לפירוק עלויות הפירוק הינן 20 ש"ח, נקבל כי בפירוק יקבלו בעלי מניות החברה 0 ובעלי החוב של החברה יקבלו את יתרת נכסיה בניכוי עלויות חדלות-הפירעון, סך של 80 ש"ח. זוהי "נקודת האיום". נקודה זו מכתיבה את המרחב שבו ניתן לקיים את הסדר החוב.

2.4 מדוע צריך רגולציה על הסדרי חוב?

"It must not be; there is no power in Venice Can alter a decree established: 'Twill be recorded for a precedent, And many an error by the same example Will rush into the state: it cannot be".¹⁶

כאשר מדובר בהסדר חוב מחוץ לכותלי בית המשפט, עולה השאלה מה הצורך האמיתי ברגולציה על הסדר שכזה. בעולם ללא "חיכוכים", אם יש משא ומתן ובסופו הסכם, המצב החדש עדיף לצדדים ממצב המוצא, בהתאם לעקרון ההעדפה הנגלית. כלומר, כל צד אשר הסכים לקבל על עצמו את ההסכם המוצע במשא ומתן, כנראה עשה זאת כיוון שתוצאות ההסכם עדיפות על מצבו לפני ההסדר (כלומר בחלופת הפירוק). מכאן ניתן לגרוס כי, על פניו, לא קיים צורך בהתערבות רגולטורית בהליכים של הסדרי חוב. תוצאה זו היא למעשה יישום של Coase theorem הידועה.¹⁷

כמובן, במציאות העולם אינו "נטול חיכוכים", ולמעשה ישנם כמה גורמים עיקריים הפוגעים ביעילות הפוטנציאלית של הסדרי החוב ביחס לחלופות. נציג להלן שלושה סוגים עיקריים של בעיות אופייניות: בעיות טרמפיסט, בעיות אינפורמציה ובעיות סוכן.

¹⁶ מקור: ויליאם שייקספיר, הסוחר מוונציה. תגובתו של "השופט בלתור" (פורציה המחופשת) לדרישה לביטול הביטחון כנגד שטר החוב.
¹⁷ ראו Coase (1960).

בעיית הטרמפיסט

בעיית הטרמפיסט (The free rider problem), אשר במקרה זה היא גם hold-up problem, מתועדת רבות בספרות הכלכלית.¹⁸ בבסיס בעיה זו עומדת התובנה שלעיתים אף על פי שכדאי לכל בעלי העניין לנהל משא ומתן מול בעלי השליטה, ובכך להשיא את התקבול עבורם, לא מדובר בשיווי משקל נאש, שכן לחלק מנושי החברה יש תמריץ לדרוש את מלוא ההתחייבות כלפיהם ולא להגיע להסדר.

נמחיש זאת באמצעות דוגמה פשוטה: נניח שלחברה יש שני בעלי חוב (הנקראים א' ובי). לכל אחד החברה חייבת 100, משמע שחובות החברה כלפי נושיה עומדים על 200. מנגד, סך נכסי החברה עומד על שווי של 150. עוד נניח כי במקרה שבו החברה מגיעה לפירוק עלויות חדלות-הפירעון יעמדו על 20 וסך נכסי החברה יעמוד על 130. בעלי החוב נדרשים לבחור באחת משתי אלטרנטיבות: להגיע להסדר ובכך למנוע את פירוקה של החברה, או להמתין ולנסות לגבות את הסכום כולו על ידי פנייה לבית משפט ודרישה לפירוק החברה. אם יגיעו להסדר, אזי בהתאם לעקרון פרי-פסו יקבל כל שחקן 75. במקרה שבו שניהם ידרשו פירעון מלא ולא יתקיים הסדר, החברה תגיע לפירוק, וכעת יתחלק השווי שנתר בין השחקנים. שווי זה יהיה נמוך יותר בשל עלויות חדלות-הפירעון, ובמקרה זה יקבל כל שחקן 65. מה יקרה אם אחד השחקנים יבקש פירעון מלא והשני יבקש להגיע להסדר חוב? במקרה זה יספוג השחקן המגיע להסדר את כל ההפרש בין שווי החברה לחוב ויפחית אותו מהחוב שלו, בעוד שבעל החוב שהמתין כעת דורש תשלום מלא עבור חובו; כך בעל החוב השואף להסדר יקבל 50 ובעל החוב שהמתין יקבל 100. למעשה ניתן לחשוב על מצב זה כעל הסדר חוב הדרגתי שבו הצד הראשון שהגיע להסדר מפנים את תוצאת ההסדר של הצד העוקב.

לוח 1 מפרט את האסטרטגיות השונות והתקבולים לכל אחד מהשחקנים.

לוח 1: אסטרטגיות המובילות לבעיית הטרמפיסט בהסדרי חוב

דרישת פירעון מלא	הסדר	א
		ב
100, 50	75, 75	הסדר
65, 65	50, 100	דרישת פירעון מלא

דוגמה זו מראה כי ישנה אסטרטגיה שולטת לשני השחקנים – לדרוש פירעון מלא ולא להגיע להסדר. מובן שמצב זה גורר אחריו את עלויות הפירעון ובכך יוצרים מצב שאינו יעיל פרטו, בדומה מאוד לדילמת האסיר. מובן שבשינוי התגמולים או עלויות חדלות-הפירעון ייתכנו מספרים אחרים, אך באופן עקרוני ניתן לראות שישנה עדיפות לשחקנים להמתין ולהימנע מהסדר על מנת לנסות ולחלק את הנכסים באופן שאינו שווה בין השחקנים, ועל כן בעיה זו נקראת בעיית ה"טרמפיסט".

באופן כללי, הבעיה עוסקת במקרה שבו נראה כי חברה לא תוכל להחזיר את כל חובותיה למלווים שונים, אך במקרה של חתימה על הסכם המקטין את חובותיה של החברה היא תוכל להמשיך כעסק חי והמלווים יקבלו את רוב כספם חזרה. מובן שכדי להביא להסדר חוב צריכה להימצא הסכמה בין בעלי החוב לגבי אופן החלוקה ותנאי ההסכם. הבעיה נמצאת בבעלי חוב שאינם רוצים לקחת חלק בהסדר ("טרמפיסטים") ומניחים שאכן עתיד להיחתם הסדר עם שאר המלווים, ובמקרה זה החברה תמשיך להתקיים והם יוכלו לגבות את חובותיהם במלואם. חששם של בעלי החוב מטרמפיסטים, או מריבוי טרמפיסטים, עלול להביא לביטול ההסדר כולו, אף במקרים שבהם ההסדר עשוי להיטיב עם רוב הנושים ובעלי המניות.

¹⁸ ראו לדוגמה את הדיון המופיע ב-Gertner and Scharfstein (1991), וכן ב-Bergman and Callen (1991).

בעיות אינפורמציה

בעיות אינפורמציה הן משפחה נוספת של בעיות אשר באות לידי ביטוי בהקשר של הסדרי החוב. מכלול בעיות אלו יוצר עלות נוספת להסדר החוב, ולכן טיפול בהן יאפשר צמצום עלויות הקשורות בהסדר. באופן טיפוסי בהסדרי חוב חלק מהצדדים, כדוגמת בעלי השליטה, חשופים למידע עודף ביחס לצדדים אחרים, כדוגמת בעלי החוב של החברה. המידע העודף יכול לבוא לידי ביטוי ביחס להיבטים הקשורים לתפעול החברה, לשווי החברה, להזדמנויות העומדות בפניה ועוד. במקרה זה ישנה סכנה להגעה להסדרים בלתי יעילים המשקפים את פערי האינפורמציה בין הצדדים, בשל בעיית Adverse Selection. כך לדוגמה:

- **בעיות אינפורמציה הנוגעות לשאלה האם חברה היא חדלת-פירעון** – בעיות אינפורמציה הנוגעות להליך ההסדר מתרחשות כאשר סט החוקים העוסקים בדיני חדלות-פירעון אינו ברור לחלוטין ויש אי-בהירות שיכולה להיפתר רק בבית המשפט. בעיה לדוגמה במסגרת זו היא שאלת הכניסה לחדלות-פירעון; השאלה "מתי חברה הינה חדלת-פירעון?" היא שאלה קריטית. כל עוד החברה אינה מוגדרת כחדלת-פירעון עיקר השליטה בחברה נמצא בידי הבעלים, לכן הגדרה לא חדה מספיק של חדלות-פירעון עלולה להיטיב עם בעל השליטה, כיוון שהיא מקנה לו את המשך השליטה בחברה עד להכרעה. בפרט, הדבר נכון במצבים שבהם למרות קיומה של מצוקה פיננסית מהותית החברה ממשיכה לעמוד בתשלומי החוב במועדם, והנושים אינם מודעים למצבה הפיננסי האמיתי של החברה.
- **בעיות אינפורמציה הנוגעות לשווי החברה** – דוגמה שנייה לבעיות אינפורמציה היא בעיית קביעת שווי, אשר נדרש על מנת להכריע האם החברה היא חדלת-פירעון. לעיתים קיים קושי לבית המשפט להעריך באופן עצמאי את שווי החברה, על מנת להכריע האם באמת מדובר במצב של חדלות-פירעון או שמא החברה תוכל להחזיר את חובותיה בהסתברות גבוהה. הבעיה מתעוררת עבור בית המשפט גם כאשר הצדדים עצמם (הן בעלי המניות והן הנושים השונים) יודעים את שווי הנכסים האמיתי, אך בית המשפט מתקשה להוציא מהם מידע זה (בעיית verifiability).

בעיות סוכן

בעיות סוכן הינן סדרה של בעיות האופייניות לחברה הנמצאת במצוקה פיננסית, אשר נובעות מפער בין העובדה שבעלי המניות (או נציגים מטעמם) שולטים בכלל נכסי החברה, לבין העובדה שהאינטרס שלהם הוא לדאוג לשווי המניות בלבד. בספרות הרלוונטית מצוינות שתי בעיות עיקריות – תחליפיות נכסים (Asset substitution) והבלטת החוב (Debt overhang). בעיות אלה מאופיינות במקרים שבהם בשל מצב החוב בחברה יבחרו בעלי המניות או המנהלים החלטות שאינן אופטימליות לחברה על מנת לשפר את מצבם האישי, מתוך הבנה שבמקרה של חדלות-פירעון לא יקבלו דבר. קשה להעריך את העלות המדויקת של בעיות הסוכן, אך העדויות הן כי מדובר באחוז לא זניח משווי החברה, כאשר קיימים אומדנים לשיעור זה בטווח שבין 1.37%¹⁹ לבין כ-15.8%²⁰.

- **תחליפיות נכסים (Asset substitution)** מתבצעת כאשר המנהלים מעדיפים לבצע החלטות בעלות סיכון גבוה, ואף בעלות ערך נוכחי שלילי.²¹ כדי להדגים תופעה זו נניח מקרה שבו ברור כי ללא שינוי בסטטוס-קוו יעברו נכסי החברה לידי הנושים. בראיית מצב זה המנהלים, או נציגי בעלי המניות, מעדיפים לסכן את הנכסים הקיימים מתוך ראייה שבמקרה שהסיכון צלח – ייתכן שישמרו על החברה ויקבלו את ההפרש שנתר לאחר שירות החוב, אך במקרה שהסיכון כשל – ההפסדים הם מכספם של הנושים. לצורך המחשה – ייתכן כי בעלי המניות יעדיפו למכור את כל נכסי החברה ולקנות בכסף כרטיסי לוטו, כלומר יעדיפו השקעה מסוכנת יותר, אפילו כזו שתוחלת השווי שלה שלילית. הפגיעה

¹⁹ ראו Leland (1998).

²⁰ ראו Jou and Tan (2010).

²¹ ראו Jensen and Meckling (1976).

ביעילות הכלכלית של החברה בעת המצוקה הפיננסית בלבד ידועה מראש למלווה פוטנציאלי, ולכן הוא ייקח זאת בחשבון לפני העמדת הלוואה לחברה (ex-ante) וידרוש ממנה תשואת יתר. סכנה של תחליפיות נכסים ממבט של מתכנן מרכזי מהווה פגיעה בכלכלה המקומית, הן בשל הקצאה בלתי יעילה של הלוואות והן בשל סיכון יתר של נכסים, אשר בדיעבד (ex-post) עלול להשמיד ערך לחברה, ולגרום לה לשאת בסיכונים לא יעילים.

- **הבלטת החוב (Debt overhang)** הינו המקרה ההופכי, שבו המנהלים מעדיפים להימנע מביצוע השקעות בעלות ערך נוכחי חיובי, שכן את פירות השקעות אלה צפויים לקטוף בעלי החוב הוותיקים. מדובר במקרים שבהם לפתחה של החברה מונחת הזדמנות השקעה טובה, בעלת ערך נוכחי חיובי משמעותי, הדורשת השקעה ראשונית. אם הרווח מהשקעה זו צפוי להיות נמוך מגובה ההשקעה הראשונית בתוספת הערך החסר לתשלום לבעלי החוב – יעדיפו המשקיעים להימנע מהשקעה זו, שכן לעולם לא יחזירו את השקעתם בחברה. מנקודת המבט של הרגולטור יש בעיה הן כיוון שקיים חוסר יעילות כלכלית לפירמה שלא ביצעה השקעה חיובית, והן אובדן רווחה חברתית שייתכן שתתקיים מהשקעה של החברה (לדוגמה בתשתיות או במחקר ופיתוח).

3. רקע: המצב הקיים בישראל

3.1 החוק ומנגנוניו²²

דיני חדלות-פירעון בישראל אינם מוסדרים בחקיקה אחודה. במקום זאת, הם מפוזרים בין דברי חקיקה אחדים התואמים זה את זה לפרקים.²³ מקורות החקיקה השונים כוללים הן חוקים העוסקים במישרין בהליכי חדלות-פירעון והן הוראות חוק מתחומי משפט אחרים אשר מתייחסות לסוגיות ייחודיות לחדלות-פירעון של החייב. החוקים המרכזיים העוסקים במישרין בהליכי חדלות-פירעון הם: פקודת פשיטת הרגל, התשמ"ד 1984 – המתייחסת להליך פשיטת הרגל של פרטים; פקודת החברות (נוסח חדש) התשמ"ג 1983 – המסדירה את הליך פירוק החברות; חוק החברות התשנ"ט 1999 – המסדיר, בסעיף 350, את הליך ההבראה של חברות.

כאמור, בעיה של חוב קונצרני שלא בא לידי פירעון מלא יכולה להיפתר באחד משני מסלולים ראשיים – פירוק או הסדר חוב. בפרק זה נציג את הרקע החוקי הן להסדרי חוב או הבראה והן לפירוק חברות.

3.1.1 הסדרי חוב

לפני שנת 1995 ניסו בתי המשפט לקדם הסדרים דרך מסלול כינוס הנכסים, בהיעדר חקיקה מספקת בנושא. בשנת 1995 הוצג תיקון פקודת החברות, שלימים הפך לסעיף 350 בחוק החברות. תיקון זה אפשר גיבוש הסדר בין הנושים לבעלי החברה, וכן אפשר לבית המשפט להורות על הקפאת הליכים על מנת להגן על חייב הנמצא במשא ומתן מפני נושיו.

עד שנת 2008 לא נדרש המחוקק לנושא של הבראת חברות והסדרי חוב, שכן היו מעט חברות שנקלעו לקשיים פיננסיים וביקשו פתרון של הסדרי חוב. הנושים של חברות חדלות-פירעון היו בעיקר בנקים, ספקים, עובדים ולקוחות. כמו כן, במידת האפשר, פשוט העמידו את החברה או הפעילות למכירה כעסק פעיל והרוכש היה משלם לנושים – כך לדוגמה במקרה קלאב מרקט.

בשנת 2012 נכנסו לתוקפם שני תיקונים לחוק החברות אשר נועדו להתמודד עם הגידול במספר החברות הנדרשות להסדר והיקף החוב. תיקון 17 לחוק החברות שיפר את הממשל-התאגידי בחברות המנפיקות אג"ח והשווה את מעמדן במקרים רבים לאלו של חברות ציבוריות. מטרת התיקון הייתה להבטיח את מנגנוני הבקרה על ניהול תקין של חברה, ריסון כוחם של בעלי השליטה בחברות והגברת מעורבות הציבור. תיקון 18 לחוק החברות דורש מינוי מומחה מטעם בית המשפט על מנת להגן על מחזיקי האג"ח לחזק את הידע וההבנה שלהם בנושא.

בשנת 2013 נכנס לתוקף תיקון 19 לחוק החברות, המקביל, במידה מסוימת, למנגנונים של chapter 11 האמריקאי. תיקון זה הוא כנראה המשמעותי ביותר בתחום הסדרי החוב, והוא מנסה לפתור חלק מהבעיות המבניות שהיו קיימות בהקשר של הסדרי חוב. עיקר החידושים בתיקון זה יתוארו בתמצית להלן.

²² סעיף זה מבוסס בחלקו על הרצאות שהעבירו מומחים משפטיים בישראל בנושאי חדלות-פירעון בכנסים מקצועיים, ביניהם: ד"ר דוד האן (כונס הנכסים הרשמי), עו"ד אשר דובב (משרד הרצוג פוקס נאמן) ועו"ד חנן פרידמן (הראל ביטוח ופיננסים). אם נפלו בו טעויות – הן שלנו.

²³ בימים אלו מתבצעת עבודת חקיקה על תזכיר חוק חדלות-פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ה-2015, שצפוי לפתור בעיה זו.

ראשית, התיקון מציע כלים אפקטיביים יותר לבית המשפט להתערבות בתהליך ההסדר, מתוך הבנה שלעיתים בשל אינטרסים מנוגדים בין הנושים תיתכן בעיה ביצירת הסכם. בשל כך התיקון מאפשר, למשל, לקיים אספה נפרדת לנושים בעלי עניין משותף או לסווגם לאספות-סוג, בהתאם לסדר הנשייה. אחד הכלים המשמעותיים ביותר שתיקון זה מציע הוא עקרון הכפייה (Cramdown), המאפשר לבית המשפט לכפות הסדר על אספת נושים המתנגדת להסדר, בתנאי שרוב ערך הנשייה מסכים לו וכי ההצעה הוגנת וצודקת ביחס לכל אספה מתנגדת.

שנית, התיקון נותן כלים לחברה להמשיך להתקיים כעסק בתקופת ההבראה, על מנת לתת לחברה סיכוי הוגן בהצלחת תהליך ההבראה, ולמנוע פגיעה בחברה בעת שהיא פגיעה. התיקון מעגן בחוק את מנגנון "ההגנה ההולמת"; מנגנון זה עוסק במקרה שבו חברה מבקשת להיכנס לתהליך הבראה. בית המשפט רשאי לקבוע "צו הקפאת הליכים", שמשמעו מניעת המשך הליך הוצאה לפעול שנפתח נגד החברה או פתיחה בהליך חדש. בנוסף, התיקון מאפשר לחייב ספקים שהתקשרו עימם חיונית לתפקודה של החברה להמשיך ולספק את השירותים לחברה, לצד הענקת הגנות לספק. כמו כן התיקון מאפשר לנושא משרה בחברה להתמנות כבעל תפקיד לתקופת ההבראה, מתוך הבנה שייתכן שלמומחיות והידע שצבר נושא המשרה יתרון משמעותי בשיקום החברה, לצד התייחסות נאותה להגנה על הנושים כגון מינוי מפקח מטעם בית המשפט. שלישית, התיקון עוסק גם בנושא קבלת אשראי חדש, שכן ברוב המקרים קיומה השוטף של החברה דורש אשראי זמין. מובן שלמלווים אין אינטרס לתת לחברה בסיכון אשראי אשר הסיכוי שלא יוחזר גבוה. לכן, באישור בית המשפט, החברה יכולה לקבל אשראי נוסף להמשך פעילותה לצד הבטחת אשראי זה בקדימות גבוהה בסדר הנשייה – לצד הוצאות הבראה. בכך התיקון יוצר גם תמריץ לנושים המובטחים הקיימים להעניק לחברה אשראי חדש, על מנת להימנע מפגיעה בחוב המובטח שלהם.

3.1.2 פירוק חברות

המסלול האלטרנטיבי למסלול ההסדר הוא מסלול הפירוק. זהו המצב שבו חברה לא עמדה בהתחייבויותיה, לא הצליחה להגיע להסכם עם הנושים, וצריכה להתמודד עם הסנקציות הקבועות בחוק למקרים אלו. המחוקק מתייחס למסלול הפירוק בעיקר בפקודת החברות. בפקודה מצוין כי פירוקה של חברה ייתכן בידי בית המשפט, מרצון החברה עצמה או בפיקוח בית המשפט, כאשר ישנם שלושה גורמים המוסמכים לבקש את פירוק החברה: נושה, בעל מניות או היועץ המשפטי. בהתייחס לפירוק שבידי בית המשפט, ישנן עילות שונות שבגינן בית המשפט רשאי לפרק חברה,²⁴ ואחת מהן היא כאשר החברה הייתה לחדלת-פירעון. השלב הראשון בהליך פירוק מתרחש כאשר ניהול החברה מועבר לידי נאמן. הנאמן אחראי על מכירת הנכסים הללו תוך זמן קצוב, במקביל לאחריותו למיצוי מיטבי של ערכם. הערך שנותן לאחר מכירת הנכסים מחולק לנושים לפי סדר הקדימות בנשייה, והיתרה, ככל שנשארת, נמסרת לבעלי המניות של החברה, אשר הם הנושים הנחותים בסדר הנשייה, המקבלים את כל השארית שנותרה (residual claimants). כאמור, הליך זה, לרוב, כולל עלויות רבות, כגון תשלום לנאמן ועלויות של מכירת נכסי החברה במכירת-בזק (fire-sale).

²⁴ בסעיף 257.

3.1.3 מתי חברה נחשבת חדלת-פירעון?

בפקודת החברות מוגדרת חברה כחדלת-פירעון בהתקיים אחד משלושה מקרים:²⁵

- א. נושה שמגיע לו סכום העולה על 5 שקלים מן החברה מסר דרישה לתשלום מהחברה ולא הגיע לידי הסכמה עם החברה בתוך שלושה שבועות.
- ב. צו הוצאה לפועל או צו משפטי אחר לטובת נושה של החברה לא קיים.
- ג. הוכח להנחת דעתו של בית המשפט, לאחר שהביא בחשבון את חביוותיה המותנות והעתידיות, שאין ביכולתה של החברה לשלם את חובותיה.

שני המקרים הראשונים מתארים מצבים טכניים במהותם, אשר סביר שהם מייצגים, לכל הפחות, בעיה תזרימית של החברה. המקרה השלישי דורש הכרעה שיפוטית באשר למצבה האמיתי של החברה ביחס להתחייבויותיה. הלכה למעשה, ישנם שני מבחנים שבהם נוהגים להשתמש על מנת לבחון האם החברה מסוגלת לשלם את חובותיה, כלומר לבחון את השאלה האם החברה במצוקה פיננסית או לא: (1) המבחן התזרימי ו-2) המבחן המאזני.

המבחן התזרימי בוחן את יכולת החברה לשלם את חובותיה בעתיד, על ידי תזרים המזומנים שהיא תניב מפעילותה השוטפת וממימוש נכסים שברשותה בטווח הקצר והבינוני. בשפה כלכלית ניתן לומר שחברה במצוקה פיננסית, על פי מבחן זה, לא תצליח לשלם לנושה בטווח הקצר והבינוני מהמקורות העומדים לרשותה. בהמשך נדון בשאלה מתי בדיוק נכון להגיד כי החברה אינה עומדת במבחן התזרימי. במבחן המאזני בוחנים את מצבת ההתחייבויות על מול מצבת הנכסים. מצוקה פיננסית מהותית מוגדרת כאשר הערך הכלכלי של נכסי החברה נופל מהערך החוזי של התחייבויותיה. אחת הבעיות במבחן המאזני היא הכניסה המאוחרת להסדר חוב: ייתכן שעובר זמן רב בין המועד שבו ישנו כשל במבחן המאזני לבין ההכרזה המשפטית על חדלות-פירעון. במהלך תקופה זו עשויות עלויות הסוכן להיות משמעותיות ולגרום להשמדת ערך בפעילותה של החברה.

3.2 המלצות ועדת אנדורן

הוועדה לבחינת הסדרי החוב בישראל מונתה ב-7 במאי 2013 על רקע ריבוי הסדרי החוב במשק הישראלי. חברות נדרשו להסדרים בסדרי גודל שלא נראו בעבר הפיננסי בישראל, ושהובילו לעיתים לתוצאות שאינן מטיבות עם החוסכים בשוק ההון ועם מבנה שוק ההון בכללותו. חברי הוועדה מונים בין פגיעות אלו: פגיעה בכספי החיסכון של הציבור, פגיעה בנורמות הרצויות להסדר חוב ופגיעה באמון במוסדות המלווים. ניתן לומר כי ביחס לתיקונים הקודמים שעסקו בחדלות-פירעון ובהסדרי חוב בישראל, בוועדה זו אומצה נקודת הסתכלות רחבה הרבה יותר שכללה בתוכה לא רק את הצרכים הישירים של החברה חדלת-הפירעון אלא גם התחשבות בצורכי השוק, החוסכים והמלווים. עוד כדאי לציין שנבחנו אלטרנטיבות הקשורות למבנה וליעילות שוק ההון בכללותו.

הוועדה סימנה כשלים עיקריים בשוק האשראי, והמלצותיה מנסות לפתור כשלים אלה. הוועדה טענה כי תמחור האשראי אינו משקף את הסיכון בהתחשב במספיק גורמים; חסר ביטוי להתנהלות העבר של בעל השליטה המבקש לבוא להסדר; קיימת אינפורמציה אסימטרית בין בעלי השליטה לנושים; קיימים אינטרסים שונים בין הנושים; קיים חוסר-ודאות ביחס להתנהלות ההליך בבית המשפט; בפועל מתבצעת כניסה מאוחרת מדי להליך הבראה. בהמלצותיה, הוועדה מכוונת להגדלת הוודאות בשוקי האשראי על ידי יצירת כללי בסיס ודרישות ברורות ממעניקי האשראי, להקטנת משך הזמן שחברה נמצאת בהסדר חוב ודרך

²⁵ סעיף 258.

כך גם את עלויות חדלות-הפירעון. לבסוף, הוועדה מנסה להקטין ולהגדיר את כוח המיקוח שבין הצדדים כדי לא ליצור מקרה שבו אחד הצדדים נמנע מלהגיע להסכם בשל כוח מיקוח עודף. בהכללה ניתן לומר כי המלצות הוועדה נחלקו לשלושה מקטעים עיקריים: המלצות טרם מתן אשראי; המלצות בניהול האשראי – יצירת ודאות; המלצות בתהליך הסדר, לאחר שהסיכון הגלום במתן האשראי התממש.

3.2.1 מתווה השלבים

מתווה זה בעצם מעריך כי חברה יכולה להיות באחד משלושה מצבים: חברה ללא קשיים, חברה בקשיים פיננסיים וחברה חדלת-פירעון. הסיבה ליצירת שלבים ברורים הייתה הצורך לייצר ודאות רבה יותר לגבי התנהלות הסדר החוב. חברה ללא קשיים היא חברה אשר אינה נמצאת בדוחק פיננסי, עומדת בתשלומיה השוטפים כו'.

המצב השני במתווה (הנקרא שלב א' בדו"ח הוועדה) מייצג מצב שבו החברה מצויה בקשיים פיננסיים. הכניסה לשלב זה נובעת מבקשה מפורשת של החברה להימצא בשלב זה, או עקב תניה פיננסית אשר תיאלץ להיקבע עם הנפקת כל סדרת אג"ח. תניה זו תגדיר טוב יותר את התקופה שבה החברה נמצאת בקשיים פיננסיים, ומתוך כך גם תאפשר להחיל על חברה זו את הוראות החוק באופן יעיל יותר במקום שעד היום לא כך קרה. בשלב זה יידרש מינוי של נציג מיוחד מטעם בעלי האג"ח כמשקיף לכל ישיבות הדירקטוריון, שבאחריותו להעביר מידע לבעלי האג"ח על פעולותיה של החברה ולהתחיל בחינה של הסדר אפשרי. בשלב ב' חברה היא חדלת-פירעון. שלב זה מתרחש כאשר החברה אינה מצליחה לעמוד בתשלום חוב מעל 45 יום. בשלב ב' מחויב הנאמן להגיש בקשה לבית המשפט לפירוק החברה, אלא אם ישנו רוב מוגדר המתנגד לכך. במקרה שהוגשה הבקשה אזי ניתנה חזקה של ממש לחדלות-פירעון החברה ועל בית המשפט למנות מנהל לחברה, אלא אם קיימות נסיבות מיוחדות.

בין היתרונות המשמעותיים של מתווה השלבים ניתן למנות את הניסיון להגדיר היטב את הגבולות שבהם מתרחש הליך הסדר החוב במקומות שבהם פגע בעבר אי-קיומן של גבולות אלו בתהליך. כך, לדוגמה, הגדרתה של תניה לקשיים פיננסיים תעזור למנוע בעיות סוכן, כניסה מאוחרת מדי להליך ההסדר והעדפת נושים פוטנציאלית על ידי חלוקה אסורה. כמו כן, מינוי משקיף של מחזיקי האג"ח בדירקטוריון מקטין את בעיית האינפורמציה בין בעלי האג"ח, וכן את בעיות הסוכן ביניהם. לבסוף, הגדרת מסגרת זמן קבועה להפיכת החברה לחדלת-פירעון, הגדרת אי-תשלום חוב כחזקה להגדרה של חברה כחדלת-פירעון (בהשוואה למצב שבו רק מתחיל דיון בין כותלי בית המשפט על הגדרה זו) והגדרת מסגרת זמן מוגבלת לבית המשפט להשיב לבקשה לפירוק, מקטין את אי-הוודאות באשר לאלטרנטיבה להסדר החוב ומבהיר את עלות אי-ההגעה להסכם. בכך מבנה זה מייצר תמריצים להגיע להסדר אופטימלי, ככל האפשר, בשלב מוקדם יחסית.

3.2.2 הליך גיוס האשראי

בהקשר של הליך גיוס האשראי מצד החברות, הוועדה המליצה על יישום רגולציה נוקשה יותר באשר לכללים שלפיהם ניתן אשראי לבעל שליטה הדורש אותו. בשל העלייה במספר הסדרי החוב בישראל נושא זה תופס חשיבות גבוהה יותר, שכן עולה השאלה מהו המחיר הראוי לאשראי שניתן. ההמלצות נחלקות להמלצות בנוגע לכללי תמחור חוב ולהמלצות בנוגע לחובת גילוי.

במסגרת הכללים לתמחור הלוואות ביקשה הוועדה ליצור כללים לרכישות ממונפות; הוועדה המליצה ליצור כללים אלו, אך לא את המנגנון ליישומן. הנושאים שאליהם הוועדה התייחסה הם קביעת התנאים להסתמכות על בטוחות, כגון הערכות שווי; תנאים להסתמכות על בעל השליטה, וקביעת סטנדרט לפיקוח הדירקטוריון וההנהלה הבכירה על רמת החשיפה, תוך התייחסות למגוון משתנים. כמו כן הציעה הוועדה להגביל את האשראי לקבוצה עסקית כך שהאשראי הקובע שלה לא יעלה על תמישה אחוזים מהאשראי

במשק. לבסוף, הוועדה הציעה מתן אשראי לקבוצות עסקיות לא באופן שווה בכל השוק אלא בהתחשב במאפיינים ייחודיים של הלווה, בהתאם לענף המשק שבו הוא עוסק ומאפיינים נוספים. הוועדה ממליצה גם על חובת גילוי ביחס לאשראי שנלקח למימון שליטה בחברה, ומסבירה כי אשראי זה ותנאיו הספציפיים משפיעים על החברה בדרכים שונות, בהשוואה לאשראי שנלקח לשם הפעילות העסקית השוטפת של החברה. השוני נובע מגורמים מספר, החל מהסיכון שבהחלפת בעלויות וכלה באפשרות שבעל החוב ינהל את החברה באופן שמטיב עם החזרתו של החוב ולא עם שאר בעלי המניות. הוועדה ממליצה כי הפרטים שייחשפו בנוגע לאשראי המממן שליטה הם היקף החוב, שעבודים של מניות השליטה, התחייבויות מול המממן כגון שינויים עסקיים, תניות כלפי המממן ופרטים על אודות היקף ההלוואה ומועד פירעונה הסופי. לבסוף, בהקשר של חובת גילוי, הוועדה מבקשת ליצור חובת גילוי על התנהלות העבר של בעל השליטה ובכך לעודד בעלי שליטה לעמוד בהתחייבויותיהם, לשפר את התנהלותם בעת כשל אשראי על מנת לשמר מוניטין חיובי ולאפשר גיוסים עתידיים.

3.2.3 שלב ניהול האשראי ותהליך ההסדר

מטרות הוועדה הייתה להגדיל את הוודאות הקשורה בשלב זה במהלך הליך הסדר החוב, לצמצם את עלות ההליך ולאפשר יחסי כוחות שוויוניים יותר בין הנושים לבעלי השליטה.

בנושא הוודאות המליצה הוועדה ראשית לצמצם את העילה לניגוד עניינים באספות איגרות חוב מתוך הבנה כי ניגוד עניינים בהליכים אלה מייקר את ההליך ויוצר חוסר-ודאות בניהול החוב, לעומת הסיכוי הקטן לניגוד עניינים ממשי. בפרט, הוועדה ממליצה לצמצם את העילה לניגוד עניינים במקרה שבו בעל שליטה מחזיק באיגרות חוב של תאגיד שבשליטתו בלבד. כמו כן הציעה הוועדה כי הוראה של בית המשפט לעצירת תשלום של חובות תבוא רק במקרה שקיימות עילות לפירוק החברה. כלומר, רק בשלב שבו החברה באמת עומדת בפני פירוק נכון למנוע תשלומים, ולא במצבי ביניים. המלצה זו צפויה להגביר את הוודאות בתשלומים של החברה.

המלצה נוספת לגבי תהליך ההסדר היא להגביל את שכר הטרחה של בעלי מקצוע שונים העוסקים במלאכת הסדר החוב וממומנים על ידי החברה, כך שלא יעלה על שכרו של יועץ משפטי בחברה ממשלתית, וכן גילוי שכרם של כל העוסקים במלאכה בתשלום מטעם החברה. בכך הוועדה מנסה להגביל את עלויות חדלות-הפירעון ולאזנתן לשוק שיש לוודא כי העסקה של מומחה בהסדר חוב אינה צריכה לבוא על חשבון נושי החברה, וכי יש לתת למומחים תמריץ לפתור את הבעיה במהירות האפשרית ולא להאריך בבדיקותיהם. מובן שלהמלצה זו יש עלות פוטנציאלית של עבודה לא יסודית מצד היועצים של החברה, מה שעלול להביא, מנגד, לפגיעה בחברה ובנושיה.

בנושא יחסי הכוחות שבין בעלי השליטה לנושים הציעה הוועדה לעגן בחקיקה אפשרות לכפיית הסדר חוב על חברה בניגוד לרצונה בהתקיים עילה לפירוק החברה. כמו כן הציעה הוועדה לקיים שיתוף פעולה בין מחזיקי אג"ח, החל ממינוי נאמן מוביל לייצוג בעלי החוב טרם הכניסה להליך הסדר החוב, מינוי נציגות מחזיקי איגרות חוב לייצוג בעלי האג"ח בעת ניהול משא ומתן לגיבוש הסדר חוב, ומינוי מנהל חוב. המשותף לאלו היא הדרישה לאפשר למחזיקי האג"ח להתאחד אל מול בעלי המניות או השליטה ולאפשר להם יותר כוח מיקוח מאשר כל בעל אג"ח בפני עצמו.

ממסקנות הוועדה עולה חשיבותה של הוודאות בהליך הסדר חוב, הן באשר ליחס הכוחות בין בעלי המניות לבעלי החוב והן באשר לעלויות הכרוכות בפירוק או הסדר.

4. עקרונות כלכליים בהסדרי חוב

בפרק זה נציג עקרונות אשר צריכים לעמוד, לדעתנו, כשלד רעיוני לשאלות ולדיון בהליכי רגולציה על הסדרי חוב. להערכתנו, כל אחד מתנאים אלו הינו תנאי הכרחי חשוב (אך לא מספיק) להסדר חוב יעיל כלכלית. הנחת עבודה שתלווה אותנו לצורך פשטות הניתוח היא השימוש בעקרון העירבון המוגבל (limited liability), היוצר הפרדה בין חברה לבין בעליה. במהלך ההתאגדות כחברה נוצרת ישות משפטית עצמאית ונפרדת מהפרטים שהקימו אותה. ללא קיומה של ישות זו המסגרת הראויה לבחון את חובותיהם של בעלי המניות היה המשפט הפרטי, אשר מכפיף את כלל נכסיו של אדם לכלל התחייבויותיו, וכן לכלל ההתחייבויות שנטל במסגרת פעילות עסקית. לעומת זאת, עם העברתם של המשאבים הכלכליים לידיה של ישות משפטית נפרדת, היא הופכת להיות בעלת זכויות וחובות באופן נפרד מהבעלים. מעבר להשקעה המקורית של בעלי המניות בחברה, אין הם אחראים לחובותיה. כלומר, הערבות הכלכלית של אדם כלפי חובותיה של החברה שבו הוא בעל מניות מוגבלת לסכום ההשקעה.²⁶ אנחנו נעשה שימוש בעיקרון זה בהמשך בצורה פשטנית יחסית, כך שנניח כי לא ניתן להגיע בהסדר לנכסיהם הפרטיים של בעלי המניות או נושאי המשרה של הפירמה, אלא רק לנכסיה של החברה.

4.1 עקרון העדפת היעילות הכלכלית

יעילות כלכלית מוגדרת במסגרת זו כמצב שבו ערך נכסי החברה בתום הליך ההסדר/הפירוק הוא הגבוה ביותר. בהליך של חדלות-פירעון עולות, במקרים רבים, סתירות בין הרצון ליישם פתרון שיהיה יעיל מבחינה כלכלית ובין הרצון להשיג תכונות נוספות אחרות בהסדר. כך, לדוגמה, נניח כי חברה הגיעה לחדלות-פירעון. אפשרות אחת היא הליך פירוק והנזלה, שבו יימכרו נכסי החברה. הליך זה ישיג את החלוקה ההוגנת ביותר בין נושי החברה, מאחר שבחברה ייוותרו מזומנים בלבד וניתן יהיה לחלק את המזומנים המתקבלים מהמכירה בדיוק על פי סדר הנשייה. אפשרות שנייה היא להותיר את החברה כעסק חי ולהעניק לנושים השונים זכויות בחברה. במקרה זה, מאחר שלא בוצעה מכירה בפועל, עולה החשש שהזכויות מחולקות שלא בהתאם לסדר הנשייה.

כעקרון פעולה כללי אנחנו ממליצים, במהלך הליך חדלות-הפירעון (כלומר ex-post), להעדיף ברוב המקרים את היעילות הכלכלית, ובפרט על פני הליך מסורבל עם כללי חלוקה לא מוחלטים. הסיבה לכך היא כי אם מדובר בכללים ברורים ושקופים שניתן לצפות אותם מראש אזי בפרט, אבל לא רק, כאשר מדובר בנושים פיננסיים הם יתמחרו מראש (כלומר ex-ante) את מחיר החוב בהתאם לציפיות לגבי כללי החלוקה במקרה של חדלות-פירעון.²⁷

כאשר החוב הוא חוב כלפי נושים פיננסיים מתוחכמים, ייתכן שהשוק החופשי ידאג בעצמו לדרך פעולה מסוג זה. המחשה לכך ניתן למצוא בדוגמה של בנקים. בנק הוא דוגמה קיצונית לתאגיד שבו לפשיטת רגל ישנה עלות עצומה – הן עבור הבנק עצמו והן עבור הכלכלה בכללותה. על כן, ככל הניתן, היה רצוי להביא לכך שהבנק יוכל להמשיך לפעול גם במקרים שבהם נוצרה פגיעה בשווי נכסיו. בנקים בעולם ובישראל מנפיקים מכשירים מסוג (CoCos) Contingent Convertibles. מכשירים אלו הינם בעיקרם מכשירי חוב, אולם כאשר יחס הון הליבה של הבנק יורד מתחת לשיעור שנקבע מראש, או בהינתן החלטה של הבנק המרכזי, החוב מומר אוטומטית למניות של הבנק (או נמחק – כתלות בתנאי המכשיר). בדרך זו עשויה להימנע המצוקה הפיננסית של הבנק, והוא יוכל להמשיך בפעילותו ללא צורך בכניסה להליכי חדלות-פירעון.

²⁶ ראו חביב-סגל (2007).

²⁷ ראו Aghion, Hart and Moore (1992).

זוהי דוגמה למכשיר חוב שבו נושים פיננסיים קובעים מראש מה יקבלו במקרה של מצוקה פיננסית, ובכך מאפשרים הימנעות מהשמדת ערך עבור הפירמה, אף על פי שעלול להיפגם, במקרה זה, סדר הנשייה הרגיל. נציין כי קיים דיון בספרות הכלכלית בשאלה האם חובת הנאמנות של נושאי המשרה היא כלפי בעלי המניות או החברה, והאם כאשר החברה באזור חדלות-הפירעון צריכים מנהלי החברה לפעול לטובת הנושים במקום בעלי המניות.²⁸ אולם בספרות המימונית נהוג לחשוב על תפקידו של המנהל, באופן גס, בקבלת פרויקטים בעלי ערך נוכחי נקי (ענ"ג) חיובי, ובדחייתם של פרויקטים בעלי ענ"ג שלילי.²⁹ בדרך זו, המנהל למעשה דואג לגודלה של עוגת המשאבים הכוללת של החברה ולא לחלוקתה בין הנושים השונים ובעלי המניות, בהתאם לאינטרס כזה או אחר של בעל תביעה מסוים.

כמו כן, כפי שנציג להלן, יש לנסות לייצר תמריצים כלכליים נכונים לבעלי העניין השונים, על מנת שלא יביאו לפגיעה ביעילות הכלכלית (למשל – שלא יהיה להם תמריץ לפגוע בחברה).

4.2 עקרון הגדלת הערך בהסדר ביחס לפירוק והנזלה

עיקרון חשוב לבחינת יעילותו הכלכלית של הסדר חוב, ביחס לאלטרנטיבה של פירוק, הוא עקרון "הגדלת הערך". עיקרון זה משמעו שהליך הסדר החוב צריך להתבצע רק במקרה שהוא מגדיל את סך ערך החברה (שווי הפעילות והנכסים שלה) בהשוואה להליך הפירוק.³⁰ תנאי זה הוא כמובן הכרחי, אך לא מספיק, ליצירת הסדר חוב יעיל מבחינה כלכלית. פורמלית, יש לקיים הסדר חוב אם, ורק אם:

$$(1) \quad V(\text{Restructure}) \geq V(\text{Liquidation})$$

כאשר:

- $V(\text{Restructure})$ מייצג את סך ערך החברה לאחר הסדר חוב;
- $V(\text{Liquidation})$ מייצג את סך ערך החברה בפירוק.

במקרה של הסדר חוב המשאיר את החברה כעסק חי, עקרון הגדלת הערך בהסדר ידרוש לקיים הסדר כזה אם, ורק אם, שווי החברה כעסק חי, תוך כדי נטישת החוזים המכבידים, גבוה משווייה בפירוק.³¹ הסיבה לכך שנדרשת רגולציה במקרה זה, והשוק החופשי לא ידאג לכך בעצמו, היא כי הסדר החוב דורש קואורדינציה בין סוגי הנושים (אספות הסוג), אשר לא בהכרח צפויה להביא לפתרון הטוב ביותר מבחינה גלובלית, הן בשל פגמים מובנים במנגנון ההצבעה (ראו להלן פרק 6.1), והן בשל מגבלות אפשריות לתשלומי צד. כמו כן, לחלק מהנושים, בעיקר כאלו שאינם פיננסיים (כגון עובדים, ספקים ולקוחות), ייתכנו שיקולים אישיים להמשך הפעלת החברה כעסק חי, גם אם אין לה תוחלת כלכלית.

נציין כי עיקרון זה חותר להשגת יעילות כלכלית בנקודה שבה עשוי להתקבע חוסר יעילות כלכלית. תאורטית, עשויים להיות כללים נוספים הקשורים ליעילות הקשורה לסך ערך החברה. כך למשל, ניתן היה לדרוש כי בעלי השליטה בחברה ומנהליה יהיו כאלו אשר ממקסמים את שווי החברה. רבים מהכללים הם כאלו שגם אם לא יתקבעו בצורה אופטימלית בהליך חדלות-הפירעון, שוק יעיל צפוי לתקן אותם בהמשך. כך למשל, אם ערך החברה נמוך יותר בידי בעל המניות הנוכחי, סביר כי בהמשך ירצה למכור את החברה לבעל מניות אשר יצליח להגדיל את ערכה. על כן, אנו מתמקדים בכלל במועד שבו עשויה להתקבע אי-יעילות.

²⁸ ראו גבע (2015).

²⁹ במקרים מציאותיים יותר שבהם הון בפירמה הוא מוגבל, ישנו תפקיד נוסף בתעדוף הפרויקטים, כך שייבחרו הפרויקטים הטובים ביותר מבין אלו שלהם ענ"ג חיובי. כמו כן, בשל העלויות הכרוכות בחדלות-פירעון, כתלות במצבה של החברה, עשויים גם פרויקטים עם ענ"ג חיובי להיות משמידי ערך, משום שהם מגדילים את הסיכוי לחדלות-פירעון.

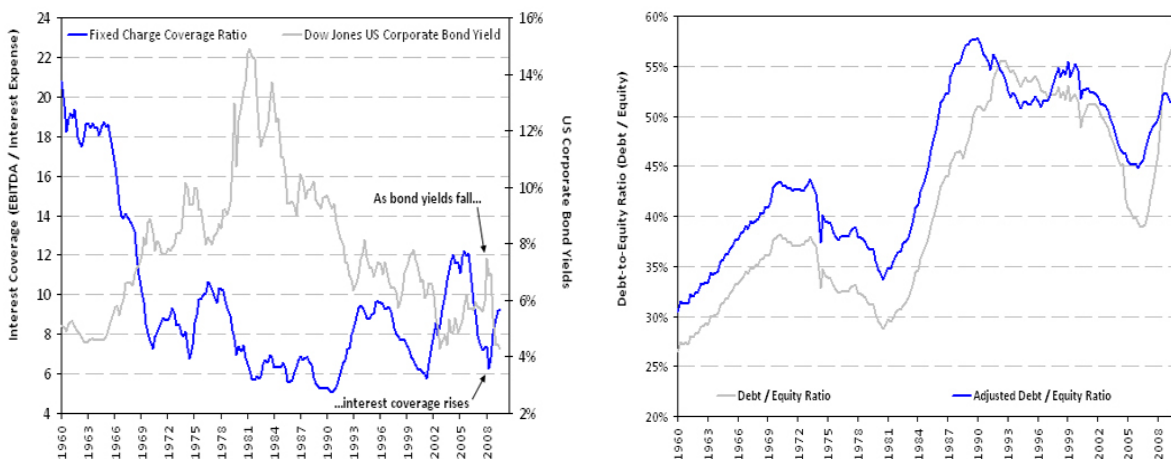
³⁰ תנאי דומה במהותו מופיע ב-Bebchuk (2000), אך בצורה כללית יותר שלפיה הסדר החוב צריך למקסם את סך שווי נכסי החברה אקס-פוסט ("יעילות אקס-פוסט"). כאן אנחנו מתייחסים בהקשר זה להחלטה ביחס להסדר חוב או פירוק/הנזלה.

³¹ בעניין מנגנונים לנטישת חוזים מכבידים, ראו תיקון 19 לחוק החברות.

4.3 עקרון כשרות-הפירעון ביציאה מהסדר החוב

בספרות המימונית ידוע העיקרון כי "בעולם חסר חיכוך" – בין השאר ללא עלויות פשיטת רגל וללא מיסים – השווי הכלכלי של פירמה אינו תלוי באופן שבו היא ממומנת, כלומר שיעור המינוף שלה.³² בנוסף, כאשר קיים מס חברות, ישנו יתרון מובהק בקיומו של חוב: מאחר שהוצאות הריבית הן הוצאות מוכרות, הרי שהחוב מפחית את חבות המס של הפירמה ובכך מעלה את ערכה הכולל. לכאורה, המשמעות הפרקטית מתבונה זו היא כי חברות היו צריכות "למנוף עצמן לדעת", קרי לבנות את מבנה ההון שלהן כך שיתבסס בעיקר על חוב. בפועל אין הדבר כך, ובמידה לא מבוטלת עקב עלויות חדלות-פירעון – ככל שפירמה ממומנת יותר כך גדל הסיכוי שתקלע למצוקה פיננסית, ובכך תשמיד ערך (בין השאר עקב עלויות כגון עורכי דין ויועצים, עלויות סוכן, עלויות מכירת-בזק, אובדן לקוחות, ספקים ועוד). על כן, פירמות מנסות, באופן טיפוסי, למצוא איזון, כך שמצד אחד יהיה להן נתח חוב משמעותי (על מנת ליהנות ממגן המס בגינו), ומאידך גיסא לשמור על סיכוי נמוך לחדלות-פירעון או מצוקה פיננסית (על מנת להימנע מאותן עלויות הכרוכות בכך).

איור 3: יחס חוב להון עצמי ויחס כיסוי הממוצעים בשוק האמריקאי



מקור: Theodore Gilliland, "How Strong Is Corporate America's Balance Sheet?", 08/17/2010.³³

על פי עקרון כשרות-הפירעון ביציאה מהסדר החוב, תנאי הכרחי להסדר חוב מוצלח הוא שהוא יחזיר את האיזון במבנה ההון של החברה, או במילים אחרות יביא לכך שהסיכוי שהחברה תגיע למצוקה פיננסית בעתיד הנראה לעין יהיה נמוך.

הסיבה לכך שמדובר בעיקרון חשוב, שיש לשאוף לקיימו בכל הסדר חוב, הוא בשל כל אותן עלויות המצוקה הפיננסית שתיארנו לעיל, כגון תחליפיות נכסים (Asset substitution) או הבלטת החוב (Debt overhang), וכמובן גם עלויות חדלות-הפירעון עצמה. כאשר חברה יוצאת מהסדר חוב בשעה שהיא במצוקה פיננסית, ישנה סבירות גבוהה שבעלי המניות לא ירצו או לא יוכלו לגרום לכך שתתנהל בדרך אופטימלית – כזו שאינה משמידת ערך. לכן חשוב שהחוב יחזור להיות חוב, כלומר ששווי לא יושפע מהותית מהחלטות בעלי המניות, והם יוכלו לנהל ביעילות את החברה.

³² ראו Modigliani and Miller (1958).

³³ <http://www.marketminder.com/a/fisher-investments-how-strong-is-corporate-americas-balance-sheet/b14e50c8-8ae3-42cb-b046-ee62a28051bb.aspx>

עקרונית, ניתן היה לצפות שאחרי שהחברה יוצאת מהליך חדלות-הפירעון, גם אם מבנה ההון שלה אינו מאוזן, היא תפעל על מנת לתקן זאת. אולם, עדויות אמפיריות מראות כי לא כך הדבר: בהסדרים שנעשים בפועל (בארה"ב), במקרים לא מעטים חברות שנקלעו להסדר חוב חוזרות לחדלות-פירעון אחרי שנים ספורות.³⁴ ייתכן שהדבר נובע מתמריצים שגויים של מנהלים ובעלי שליטה להותיר את החברה כעסק חי, ולהמשיך ליהנות מההטבות הכרוכות בכך, גם במקרים שבהם אין לכך היתכנות כלכלית. על כן, כדאי אפילו לטעות לטובת תת-מינוף של הפירמה ביחס לאופטימום, משום שעם היציאה מהסדר החוב תוכל הפירמה לתקן מצב זה בהמשך.

4.4 עקרון הגבלת התקבול לנושים

בדיני פשיטת רגל ובפירוק חברה חדלת-פירעון נהוג כי בין נושים באותה דרגת קדימות חל עקרון השוויון, האוסר להעדיף נושה על נושה, כך ש"תביעות שהוכרו לפי פקודה זו ישולמו, בכפוף להוראותיה, בשיעור שווה לפי סכומים, ובלי כל העדפה".³⁵ להערכתנו, מבחינה כלכלית קיים פגם בעיקרון זה כפי שהוא מיושם בפועל בפירוקי חברות ובהסדרי חוב – כך שחלוקת התשלום בתוך אותה קבוצת נושים נעשית לפי ערך פארי של החוב. הוא בעייתי בעיקר בקשר לחוב ציבורי, אשר עשוי להיות מונפק בבורסה בניכיון. לצורך המחשה, נבחן את הדוגמה הבאה: נניח כי קיימת חברה אשר הנפיקה היום חוב מסדרה א' בגובה של 100 ש"ח, אשר אינו נושא ריבית והצמדה וצפוי להיפרע בעוד שנה מהיום. בנוסף הנפיקה החברה היום גם חוב מסדרה ב' בגובה 100 ש"ח שגם הוא אינו נושא ריבית והצמדה, אך צפוי להיפרע בעוד 20 שנה מהיום. שתי איגרות החוב בעלות אותה דרגת קדימות. ברור כי במצב שהחברה אינה בחדלות-פירעון, מבחינה כלכלית, שוויו של חוב א' גבוה בהרבה משוויו של חוב ב'. כך למשל אילו היו שתי איגרות החוב נסחרות בבורסה, מחירה של איגרת חוב מסדרה א' יכול היה להיות 95 ש"ח, בעוד שמחירה של איגרת חוב מסדרה ב' יכול היה להיות 30 ש"ח (שתי הסדרות הונפקו בניכיון). למרות זאת, אם תיכנס חברה זו מחר במפניתע לפירוק, תביעתם של בעלי חוב מסדרה א' תהיה 100 ש"ח, וכך גם תהא תביעתם של בעלי איגרת החוב מסדרה ב' – על בסיס ערך הפארי של האג"ח (דהיינו קרן + ריבית שנצברה עד למועד הקובע). עקרון השוויון משמעו בדוגמה זו כי בכל מקרה יהיו מחזיקי איגרות חוב מסדרה א' זכאים לתשלום זהה לזה של מחזיקי איגרות חוב מסדרה ב': אם ניתן יהיה להחזיר להם את מלוא ההתחייבות כלפיהם יקבלו 100 ש"ח כל אחד, ואילו במקרה שנכסי החברה אינם מספיקים לשם כך יתחלקו בתמורה באופן שוויוני (Pari Passu). יוצא, אם כך, כי אף על פי שהשווי הכלכלי של שתי איגרות החוב שונה באופן מהותי במקרה שהחברה אינה חדלת-פירעון, הוא זהה במקרה של פירוק. חשוב מכך, יוצא בדוגמה זו כי מצבם של מחזיקי איגרות החוב עשוי להשתפר מהותית כתוצאה מהמצוקה הפיננסית שאליה נקלעה החברה. לא מדובר באפשרות תאורטית בלבד, וחברות רבות שהנפיקו איגרות חוב בבורסה הישראלית הנפיקו אותן בניכיון: וילי פוד, מישורים, רבל אי.סי.אס, אייביטרנס, גמול נדל"ן למגורים, קרן מידאס ועוד.³⁶ בולטת במיוחד החברה פסיפיקה אחזקות, אשר הנפיקה באפריל 2007 איגרות חוב בבורסה בניכיון עמוק של 52.67% מערך הנקוב של איגרות החוב.³⁷

³⁴ ראו Bebchuk (2000).

³⁵ פקודת פשיטת הרגל, סעיף 76.

³⁶ ראו הודעות לבורסה:

<http://maya.tase.co.il/reports/details/350747>

<http://maya.tase.co.il/reports/details/341992>

<http://maya.tase.co.il/reports/details/269706>

<http://maya.tase.co.il/reports/details/250835>

<http://maya.tase.co.il/reports/details/269659>

<http://maya.tase.co.il/reports/details/250553>

<http://maya.tase.co.il/reports/details/256593>

³⁷ ראו הודעה לבורסה:

כפי שהדגמנו, מתן אפשרות לבעלי חוב לדרוש תמיד את ערך הפארי של החוב עשוי לגרום לכך שמצבם של חלק מבעלי החוב צפוי להשתפר ככל שמצבה של החברה מידרדר והיא נקלעת לחדלות-פירעון. נרחיב כעת בשאלה מדוע זו תופעה כלכלית לא רצויה. ניירות ערך סטנדרטיים בנויים בצורה כזו שבעל המניות הוא זה שנהנה במצב עניינים רגיל (שבו החברה אינה חדלת-פירעון) מהרווח השולי של החברה. לכן הוא זה שיש לו השפעה על מהלך העסקים של החברה, באמצעות זכויות ההצבעה שמקנות המניות – זכויות שאינן מקנות איגרות חוב, לדוגמה. כאשר מצבה של החברה מידרדר, ושיעורי המינוף שלה הולכים וגדלים בהתאם, בעלי החוב מושפעים יותר ויותר מההחלטות העסקיות של החברה. במצב של מצוקה פיננסית מהותית, אם לא יתאפשר לבעלי החוב להתערב, ייתכנו מצבים לא רצויים מבחינה כלכלית, כגון בעיות הסוכן שהזכרנו לעיל, מסוג תחליפיות נכסים (Asset substitution) או הבלטת החוב (Debt overhang). על מנת להקל על התערבות כאמור נוצרו מנגנונים שונים, כגון אמות מידה פיננסיות או הקביעה שהחברה היא חדלת-פירעון. אלו מנגנונים חשובים אשר מקדמים את היעילות הכלכלית. מאידך גיסא, כאשר קיימים מצבים, כפי שתיארנו לעיל, שבהם מצבם של חלק מבעלי החוב צפוי להשתפר ככל שמצבה של החברה מידרדר והיא נקלעת לחדלות-פירעון, עלול להיווצר להם תמריץ לפגוע בחברה ולהביא לאובדן יעילות כלכלית כתוצאה מכך. כך, למשל, הם עשויים לעשות שימוש בזכויות חוזיות שונות שמוקנות להם (למשל – הזכות לקרוא לכסף), גם כאשר הם יודעים שבכך יביאו את החברה למצוקה תזרימית שעלולה לדרדר אותה לקשיים פיננסיים ותפעוליים. אפשרות נוספת היא שהם יבקשו, באמצעות בית המשפט, לקבוע שהחברה היא חדלת-פירעון, גם כאשר היא בפועל עוד לא כזו. פעולות אלו חמורות במיוחד במציאות, מאחר שמצוקה פיננסית של חברה עשויה להתברר כמדרון חלקלק: כאשר ישנה שמועה שחברה היא במצוקה פיננסית (למשל מאחר שאחד הנושים שלה פנה לבית המשפט על מנת שיקבע כי היא חדלת-פירעון) ספקים עשויים לדרוש תנאי אשראי גרועים יותר מהחברה (למשל – סחורה רק תמורת מזומן), מה שיגדיל את דרישות ההון החוזר שלה; לקוחות עשויים שלא לרכוש מהחברה שירותים מתמשכים או מוצרים שמצריכים תשתית או שירות שהחברה מספקת (למשל – רכישת רכב חשמלי מחברה אשר תשתית ההטענה מתוחזקת על ידה) ולא להעביר מקדמות; עובדים חיוניים עשויים לעזוב או לדרוש שכר מיידי גבוה יותר, במקום בונוס עתידי מותנה ביצועים; ספקי מימון עשויים להפסיק להציע לחברה מימון ולסגור את קווי האשראי שלה, ועוד.³⁸ על כן, לדעתנו, יש לנסות למנוע מצבים שבהם חלק מהנושים או מחזיקי ניירות הערך השונים של החברה (claim-holders) ירוויחו יותר במצב של חדלות-פירעון מאשר במצב שבו החברה פועלת ללא מצוקה פיננסית – כך שנוצר להם אינטרס להרע עם החברה.

הנפקה בניכיון עלולה גם להיות דרך מניפולטיבית לנושים המקורבים להנהלת החברה לקבל נתח מפירמה בקריסה על חשבונם של אחרים: על ידי הזרמת סכומי כסף קטנים לחברה הם עשויים להבטיח לעצמם נתח גדול מסכום הנשייה, על חשבונם של הנושים הוותיקים.

גם בהיבט השוויון, השיטה הנוכחית אינה אידיאלית (אף שהיא מכונה "עקרון השוויון"), מאחר שעשויים להיווצר יחסי שווי שונים לחלוטין בין מקרה של חדלות-פירעון לבין מקרה שהחברה אינה חדלת-פירעון – זאת בהתייחס לחובות באותה דרגת קדימות.

הערך הכלכלי של ההתחייבות המשפטית כלפי נושי החברה, ובפרט כלפי בעלי החוב שלה, חייב להיות נמוך מערך קיצון עליון, המוגדר כערך המהווה של ההתחייבות המשפטית כלפי בעלי החוב, באמצעות ריבית חסרת סיכון. ברור כי לא ניתן לטעון כי בעלי החוב של החברה העריכו שהם יניבו תשואה נמוכה יותר מהתשואה חסרת הסיכון, ולכן הערך הכלכלי של החוב אינו יכול לעלות על ערך זה.

³⁸ ראו Andrade and Kaplan (1998).

נמחיש זאת באמצעות דוגמה: נניח כי אין עלויות עסקה כלשהן. כמו כן הריבית חסרת הסיכון היא 1%, ולפירמה יש התחייבות חוזית לשלם בעוד שנה 101 ש"ח (קרן + ריבית). אילו הייתה ההתחייבות הזו התחייבות חסרת סיכון של הממשלה, הייתה איגרת כזו נסחרת במחיר של 100 ש"ח.³⁹ עבור כל חוב קונצרני (שאינו חסר סיכון לחלוטין) השווי הכלכלי של האיגרת הינו היוון של התחייבות זו בשיעור ההיוון המתאים לה. ברור, אם כך, כי כל איגרת חוב קונצרנית שאלו הם תנאיה תיסחר במחיר הנמוך מ-100 ש"ח. על כן ללא תלות במצבה הפיננסי של הפירמה לא ייתכן שערכו הכלכלי של החוב יגיע ל-100 ש"ח. על כן סך 100 ש"ח מהווה חסם עליון להתחייבות הכלכלית כלפי בעלי איגרות החוב של החברה.

כלומר, הערך הכלכלי של אגרת-החוב חייב לקיים את אי-השוויון הבא:

$$(2) \quad \text{Bond Payment} \leq PV(\text{Bond Legal Value}) < PV(\text{Bond Legal Value} | r_F)$$

כאשר:

- $PV(\text{Bond Legal Value} | r_F)$ הינו הערך הנוכחי של לוח הסילוקין של ההתחייבות כאשר הוא מהוון בריבית חסרת סיכון;
- $PV(\text{Bond Legal Value})$ הינו הערך הכלכלי של התחייבות החברה;
- Bond Payment הוא התשלום לבעלי החוב במקרה של חדלות-פירעון.

עדיין נותרה השאלה הפתוחה כיצד לקבוע את תביעתם המשפטית המדויקת של הנושים השונים, בדרך שתפחית ככל הניתן את התמריץ שלהם לפגוע בשווי נכסי החברה. דרך עקרונית שבה ניתן היה להפחית אינטרס בעייתי זה של הנושים היא לקבוע כי תביעתם תהיה השווי הכלכלי של חוב מקביל טרם תחילת ההידרדרות הפיננסית. הבעיה ביישום מנגנון כזה היא כי הוא דורש ניתוחים כלכליים/מימוניים מורכבים לחישוב תביעתם של הנושים, בניגוד למצב היום.

דרך אלטרנטיבית, שהיא פשוטה בהרבה ועשויה גם היא להפחית משמעותית מתמריץ הנושים לפגוע בחברה במקרים של הנפקת חוב בניכיון, היא לחשב במועד גיוס החוב את מרווח הסיכון המגולם בריבית האפקטיבית (תשואה לפדיון) החוב ביום הנפקתו, ולהוון את יתרת לוח הסילוקין בריבית המגלמת מרווח סיכון זה ביום הפירוק. נזכיר כי שיטת הריבית האפקטיבית מיושמת בווריאציות מסוימות גם במסגרת כללי החשבונאות.⁴⁰ באופן כללי, הריבית האפקטיבית היא זו שאילו היה לוח הסילוקין של ההנפקה מהוון בה הייתה מתקבלת תמורת ההנפקה. במקרה של אג"ח ללא קופון (אג"ח אפס), הריבית מחושבת באופן הבא:

$$101 / (1+1\%)^1 = 100.39$$

³⁹ על פי תקן חשבונאות בינלאומי IAS39, "שיטת הריבית האפקטיבית (Effective interest method) היא שיטה לחישוב העלות המופחתת של נכס פיננסי או של התחייבות פיננסית (או של קבוצת נכסים פיננסיים או התחייבויות פיננסיות) ולהקצאת הכנסת הריבית או הוצאת הריבית על פני התקופה הרלוונטית. שיעור ריבית אפקטיבי (Effective interest rate) הוא השיעור שמהוון במדויק את אומדן תשלומי או תקבולי המזומנים במשך אורך החיים החזוי של המכשיר הפיננסי, או כאשר מתאים, במשך תקופה קצרה יותר, לערך בספרים נטו של הנכס הפיננסי או של ההתחייבות הפיננסית. בעת חישוב שיעור הריבית האפקטיבי, ישות צריכה לאמוד את תזרימי המזומנים בהתחשב בכל התנאים החוזיים של המכשיר הפיננסי (לדוגמה, פירעון מוקדם, אופציות רכש ואופציות דומות), אבל לא לתחשב בהפסדי אשראי עתידיים. החישוב כולל את כל העמלות והנקודות (fees and points) ששולמו או שהתקבלו בין הצדדים לחוזה, שמהווים חלק בלתי נפרד משיעור הריבית האפקטיבי... עלויות עסקה, וכל הפרמיות או הניכיונות האחרים. קיימת חזקה לפיה תזרימי המזומנים ואורך החיים החזוי של קבוצת מכשירים פיננסיים דומים ניתנים לאמידה באופן מהימן. אולם, במקרים נדירים בהם לא ניתן לאמוד באופן מהימן את תזרימי המזומנים או את אורך החיים החזוי של מכשיר פיננסי (או של קבוצת מכשירים פיננסיים), הישות תשתמש בתזרימי המזומנים החוזיים במשך התקופה החוזית המלאה של המכשיר הפיננסי (או של קבוצת מכשירים פיננסיים)".

גם הטיפול החשבונאי של בנקים עושה שימוש לעיתים בשיטת הריבית האפקטיבית. בגין חובות שזוהו כפגומים הבנקים יוצרים הפרשה פרטנית לכיסוי הפסדי האשראי הצפויים. ההפרשה מחושבת בהתבסס על תזרימי המזומנים העתידיים הצפויים מהחוב, ואלה מהווים בשיעור הריבית האפקטיבי המקורי של החוב או על פי שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה של הביטחון ששועבד להבטחת אותו אשראי. הטיפול החשבונאי בארגון מחדש של חובות בדו"חות הבנקים מתבצע לפי התקנה האמריקאית, שלפיה לצורך מדידת החוב אחרי הארגון מחדש נעשה שימוש בשיעור הריבית האפקטיבי המקורי.

$$(3) \quad r_{ef} = \left(\frac{FV(D)}{D_0} \right)^{1/t} - 1$$

כאשר :

- $FV(D)$ הוא התשלום המובטח במועד פירעון האיגרת ;
- D_0 היא תמורת הנפקת האיגרת ;
- t הוא הזמן לפדיון במועד הנפקת האיגרת ;
- r_{ef} היא הריבית האפקטיבית במועד הנפקת האיגרת.

הדוגמה הבאה ממחישה את היישום : נניח כי חברה מגייסת אג"ח בגובה 100 ש"ח שאינה נושאת ריבית והצמדה, אך צפויה להיפרע בעוד 20 שנה מהיום. האג"ח מגויסת בניכיון במחיר של 30 ש"ח. הריבית האפקטיבית היא זו המקיימת את המשוואה : $30(1 + r_{ef})^{20} = 100$, הזהה למשוואה (3) שלעיל. במקרה זה הריבית האפקטיבית תהיה 6.2% והיא תיצבר על הסכום שגויס, כלומר 30 ש"ח. אם אחרי שנה ממועד הגיוס הריבית במשק לא השתנתה, והחברה תיקלע לחדלות-פירעון, יוכלו בעלי האג"ח לדרוש מקסימום $\frac{100}{(1+6.2\%)^{19}} = 31.9$ ש"ח. כלומר, בעל האג"ח קיבל תשואה של 6.2% לתקופה של שנה, כלומר 31.9 ש"ח (במקום 100 ש"ח שיידרשו במסגרת הכללים הנהוגים היום).

נציין כי ברוב המקרים שבהם מדובר בהנפקת בפארי – הריבית האפקטיבית היא הריבית הנקובה. האם מדובר בפגם ביישום דיני חדלות-הפירעון בישראל, או שמדובר בבעיה הקיימת גם בדין במדינות המערביות? ההתייחסות לגובה תביעת הנושים במקרה של הנפקה בחסר (OID) במסגרת דיני חדלות-הפירעון בעולם חורגת מתחולת נייר זה. למרות זאת, נציין כי בבדיקה שטחית שעשינו עולה שלפחות בארה"ב הנטייה הכללית היא לא להכיר בתביעתם של נושים לפי הערך הנקוב, במקרה שאכן החוב הונפק בניכיון.⁴¹ כלומר, נדמה שבעיה זו אינה מהותית בדרך שבה מיושמים דיני חדלות-הפירעון בארה"ב, אך כן רלוונטית לישראל. במקרים מסוימים, אי-ודאות לגבי שווי נכסי החברה מביאה בפועל – גם אם לא במתכוון – להפרת עיקרון זה. לצורך המחשה, ניתן להרהר בדוגמה הבאה : נניח כי לחברה חוב בגובה 90 ש"ח. לחברה אין כל פעילות, ויש לה נכס אחד עם סחירות נמוכה, אשר שווי האמיתי הוא 100 ש"ח. נניח במקרה זה כי שופט קבע כי החברה חדלת-פירעון, ויש לכפות הסדר חוב על בעל המניות אשר במסגרתו תילקחנה מניותיו של בעל המניות הנוכחי ותחולקנה לבעלי החוב, כתחליף לחובה של החברה כלפיהם. יצוין כי במקרה זה, אם הנכס לא נמכר בפועל, ייתכן כי השופט אינו מודע לעובדה ששווי הנכס גבוה מהיקף הנשייה. במקרה זה יוצא כי אף על פי שניתן היה להחזיר את מלוא החוב של החברה לנושיה ולהותיר את בעל המניות עם נכס בשווי 10 ש"ח (בהתעלם מעלויות פירוק, כגון מכירת-בזק), הרי שבעל המניות נותר ללא כלום והנושים קיבלו יותר מהיקף נשייתם – בניגוד לאופיים החוזי של מכשירי החוב. מלבד אי-שמירת זכויותיו של בעל המניות, גם בדוגמה זו עולים תמריצים שגויים של בעלי החוב, אשר אילו ידעו שכך יהיה המצב היו מעדיפים מראש לדרדר את החברה למצב של חדלות-פירעון על מנת ליהנות משווי גבוה יותר המתקבל במקרה כזה.

⁴¹ ראו דיון בעניין זה הסוקר פסקי דין אמריקאים בנושא ב-Bankruptcy Blog:

<http://business-finance-restructuring.weil.com/claims/original-issue-discount-claims-arising-from-fair-market-value-debt-exchanges-fair-game-for-disallowance/>.

בספרות הכלכלית/משפטית בעיה זו מקבלת ביטוי בדיון בהשלכות של אי-ודאות בקביעת שווי החברה בהליכים של הסדרי חוב.⁴² אי-ודאות זו מקבלת משנה חשיבות כלכלית (ומשפטית) בעיקר במקרים שבהם, במסגרת הסדר חוב, מבנה הבעלות בחברה עתיד להשתנות, כחלופה לפירוק. במקרים אלו, שבהם ההליך הינו מחיקת החוב של הנושים והעברת הון המניות לידם, מתגבשים שני אינטרסים מנוגדים: האחד של בעלי המניות להציג שווי גבוה ככל הניתן לחברה, כדי לצמצם את חלקם של בעלי החוב ככל הניתן; ומאידך גיסא של בעלי החוב להציג ערך נמוך ככל האפשר לחברה, על מנת לקבל שיעור גדול יותר מהחברה.⁴³ העיקרון שהצגנו מבקש למנוע מקרה קיצון זה שבו למעשה זכויותיהם של חלק מהנושים או בעלי התביעות האחרים (כגון בעלי המניות) נפגעות בשל פערי מידע ו/או קשיי הערכה.

מקרה קצה נוסף שבו יש לקחת בחשבון עיקרון זה הוא מצב שבו נושה גדול עלול להפוך לבעל שליטה בחברה. כאשר בתהליך הסדר החוב מוחלפים ההון והחוב למניות חדשות יש לתת את הדעת לנושא מבנה השליטה בחברה ושווי המניות לאור מבנה זה. שווייה של כל מניה מושפע מיכולתו של בעל המניה להשתתף בתהליכי ההצבעה בחברה, או להשתתף ישירות בתהליכי קבלת ההחלטות השוטפים של החברה, כך שבעל המניה עשוי להפיק יתרונות מהחזקה במניה שאינם נובעים רק מהחזקה פסיבית בה. במצב החדש הרי שנושה שאחז ברוב ערך הנשייה עשוי להפוך לבעל השליטה בחברה. במקרה זה הוא עשוי לזכות ביתרונות משמעותיים על פני שאר בעל המניות,⁴⁴ למשל הטבות אישיות במהלך עסקאות על חשבון בעלי המניות האחרים, ניצול הזדמנויות שנקרות לחברה, מסחר במידע פנים וקבלת שכר ניהול עודף מהחברה. ההטבות הללו עשויות במסגרת הסדר חוב להגיע באופן בלתי שוויוני לנושה גדול של החברה. במובן זה ההסדר עשוי לסתור את העיקרון שהצגנו. בנוסף הוא סותר את עקרון השוויון, שלפיו מנסים לקיים הליכי חדלות-פירעון בישראל. ניתן לעיתים להפיג חשש זה על ידי הערכת השווי של פרמיית השליטה והגעה להסכמה לגבי חלוקה שוויונית בין הנושים.

4.5 עקרון שיפור פרטו ביחס לפירוק והנזלה

העיקרון האחרון הוא עקרון שיפור פרטו ביחס לפירוק והנזלה. על פי עיקרון זה, על מנת שיתקיים הסדר חוב מיטבי נדרש הסדר שבסופו, לכל נושה, השווי בהסדר גדול מהשווי שיתקבל במקרה של הנזלה ופירוק של החברה. כאמור, הליך פירוקה של חברה הינו ארוך ויקר, ושוחק באופן משמעותי את שוויים של נכסי החברה. לכן במקרים רבים מגיעים נושים ובעלי שליטה להסדר חוב מתוך ההבנה שלאחר ההליך המשפטי והנזלת הנכסים ייפגע ערך החברה משמעותית. במקרה שתנאי זה אינו מתקיים, ידרשו חלק מהנושים להנזיל את החברה ולקבל את חלקם בנכסים לאחר פירוק. היבט נוסף בעקרון שיפור פרטו הוא חוסר הפגיעה בפרטים הקשורים להסדר החוב. בהתאם לעיקרון זה, כאמור, הסדר חוב מיטבי מצריך להטיב את מצבו של כל אחד מהנושים ובעלי העניין האחרים במקרה של הסדר לעומת מצבו ללא הסדר. באופן פורמלי ניתן לנסח זאת באופן הבא:

$$(4) \quad Value_j(\text{sattlement}) \geq Value_j(\text{liquidation}) \quad \forall j \in F$$

כאשר:

- j מייצג נושה/בעל עניין של החברה מתוך קבוצה של F נושים;
- $Value_j(\text{sattlement})$ הינו הערך לכל נושה j לאחר הסדר חוב;
- $Value_j(\text{liquidation})$ הינו הערך לכל נושה j לאחר פירוק החברה.

⁴² ראו Bebchuk (1999).

⁴³ באופן דומה ייתכן מאבק על שווי החברה, לדוגמה בין בעלי חוב בכיר לבעלי חוב נחות.

⁴⁴ ראו Bebchuk (1999).

יש לציין כי תנאי זה הינו תנאי מספיק לכך שהסדר חוב עדיף על פני פירוקה של החברה, כלומר במקרה שעקרון שיפור פרטו מתקיים מתקיים גם עקרון הערך בהסדר (משוואה 1 נובעת ממשוואה 4).
אף שזהו עיקרון המדבר על הוגנות ולא על יעילות כלכלית, בחרנו לכלול אותו מאחר שתאורטית, אם מתקיים אי-שוויון 1 אפשר לסדר מחדש את התשלומים לנושים השונים (או לדאוג לתשלומים בין הנושים השונים), כך שגם אי-שוויון 4 יתקיים. אם אי-שוויון 4 אינו מתקיים, ייתכן הסדר חוב שמייצג "מקסימום מקומי" שלפיו יתקבל הסדר שבו לא כל הצדדים משפרים את מצבם, ואף ייתכן כי חלק מהצדדים משפרים את מצבם על חשבון האחרים. ניתן לומר כי תיקון 19 לחוק החברות עשוי אף, תאורטית, להחמיר בעיה זו כאשר הוא מאפשר לבית המשפט לכפות הסדר על אספה מתנגדת כל עוד יש הסכמה של רוב ערך הנשייה וההצעה "הוגנת וצודקת". מושג זה, אשר מוגדר באופן ערטילאי, עלול להוות פתח להסכמים תת-אופטימליים.

5. מתי חברה צריכה להיכנס להליך חדלות-פירעון?

5.1 עקרונות בקביעת הכניסה לחדלות-פירעון

לאחר שהגגנו מאפיינים כלכליים עיקריים של הסדר חוב, נתייחס לנושא העיתוי האופטימלי לכניסה להליך של חדלות-פירעון. להערכתנו העיתוי להסדר חוב הינו בעל חשיבות יתרה, שכן רבות מהבעיות הכלכליות המאפיינות הסדרי חוב (בעיות סוכן, העדפת נושים, אובדן מוניטין וכיו" נובעות מהיכולת לזהות באופן חד-משמעי מתי חברה נמצאת במצוקה פיננסית מהותית. זיהוי שלב זה עשוי לחסוך עלויות רבות, מניעת תחליפיות נכסים או תשלום מועדף שלא לפי סדר הנשייה. מהמלצות ועדת אנדרון עולה שמצוקה פיננסית היא תניה שצריכה להיות מוסכמת בכל הנפקת אג"ח.

בניסיון להגדיר מצוקה פיננסית מהותית עולות שאלות, כגון מהם הגורמים למצוקה פיננסית אשר מהווים סיבה כלכלית איתנה להסדר חוב, ואילו גורמים הינם "קלים" וניתן להתגבר או להתמודד איתם בקלות יחסית. Wruck (1990) טען שמצוקה פיננסית מתרחשת כאשר תזרים המזומנים אינו מספיק כדי לכסות את ההתחייבויות הקיימות. הוא גם הרחיב והציג כי ייתכנו סימנים אחרים לקשיים פיננסיים, כגון אי-עמידה בתנאי מתן האשראי. מאידך גיסא הוא טוען כי יש בעיה בטרמינולוגיה, כאשר המושג חדלות-פירעון (insolvency) מוגדר במילון מרים וובסטר כ"לא מסוגל לשלם את כל החובות", והוא אינו חד-משמעי.

דיון כלכלי מסודר בנושא חשיבות העיתוי של הגדרתה של חברה כסולבנטית ניתן למצוא, לדוגמה, בחוות הדעת הכלכלית של פרופ' אמיר ברנע בתיק של אי.די.בי. פיתוח.⁴⁵ בהתאם לחוות דעת זו, עלינו לתת את הדעת על העיתוי שבו חברה נקלעת לכשל כלכלי. כאשר חברה אינה עומדת בתשלומי חובות ברור לכול שהיא נמצאת בכשל, מאידך גיסא הנתונים בישראל הראו כי רוב הסכמי החוב התחילו בשלב מאוחר יחסית (ולכן נגרמה פגיעה בנכסי החברה). עוד נראה כי בדרך כלל חברות בקשיים מנסות לדחות את מועד ההגעה לבית המשפט ככל האפשר. לכן יש להעלות את הנושא לפתחו של בית המשפט לא רק ברגע שבו לא מבוצע תשלום בגין חוב, אלא גם במקרה שבו יש סבירות שהחברה לא תעמוד בהתחייבויות עתידיות (מונח המכונה שם "אי-סולבנטיות עתידית", ולהלן "כשל כלכלי").

להגדרה של כשל כלכלי משמעויות מרחיקות לכת עבור החברה בעבודה מול ספקים, לקוחות ומשקיעים. הלכה למעשה, יש לשמור על איזון בין הרצון לשמור על זכויות הנושים ולהימנע מכניסה מאוחרת להסדר חוב, ובין הרצון לשמור על זכויות בעלי המניות, כאשר יש סיכוי שהחברה תוכל לצאת מהמצב שבו היא נמצאת. אולי חשוב מנושאים אלו, שקשורים לחלוקת שווי, הוא הרצון לשמור על הערך הכלכלי של נכסי החברה ולמנוע, ככל הניתן, פגיעה בו.

מה היא הדרך הנכונה, לדעתנו, לענות על השאלה מתי נכון, מבחינה כלכלית, להגדיר חברה כחדלת-פירעון? להערכתנו, התשובה לכך נעוצה בשאלה האם רוצים כלל כזה שבו חדלות-פירעון תהיה שכיחה מאוד או נדירה מאוד. לכאורה, כל כלל ברור יביא ליעילות כלכלית אקס פוסט: כתלות בכלל שייבחר – כך ישתנה החישוב שעושים מראש הנושים, והם יתמחרו את החוב שלהם כך שישקף את הכלל.⁴⁶ אבל אנחנו מתעניינים יותר מזה ביעילות הכלכלית – איזה כלל הוא כזה שיש בו יותר עלויות כלכליות משקיות? התשובה לכך תלויה בניחות כמותי (החורג מתחולת נייר זה) לגבי כמה מהעלויות נובעות מכך שהחברה במצוקה פיננסית מהותית אבל לא הכריזה על חדלות-פירעון (למשל – עלויות סוכן המביאות לכך שהחברה משקיעה בפרויקטים בעלי ערך נוכחי שלילי ודוחה פרויקטים בעלי ערך נוכחי נקי חיובי); כמה מהעלויות נובעות

⁴⁵ ראו "חוות דעת בעניין מתודולוגיה הראויה לבחינת יכולת פירעון החוב של אי.די.בי. חברה לפיתוח בע"מ" מיום 2.6.2012: <http://mayafiles.tase.co.il/RPpdf/821001-822000/P821189-00.pdf>

⁴⁶ ראו דיון בעניין זה ב-Aghion, Hart and Moore (1992). להערכתנו, הנחה זו סבירה יותר במקרה של נושים פיננסיים מתוחכמים, ופחות סבירה במקרה של נושים תפעוליים או קטנים.

מעצם הליך חדלות-הפירעון ועצם ההכרזה עליו (למשל – עלות יועצים; משאבים שיפוטניים; בעיות של החברה מול לקוחות, ספקים, עובדים וספקי חוב חיצוני; מכירת-בזק של נכסים); ומה היחס ביניהם. בהתאם נוכל לקבוע האם צריכים להיות מחמירים או לא בקביעה האם חברה היא חדלת-פירעון או כשרת-פירעון: ככל שהעלויות מהסוג הראשון גדולות יותר נרצה כלל מחמיר, שמביא להרבה מקרים של חדלון-פירעון; ככל שהעלויות מהסוג השני גדולות יותר נרצה כלל מקל, שמביא למעט מקרים של הליכי חדלות-פירעון.

כך או כך, נראה להלן (בדומה למבחנים הנהוגים בדיני חדלות-פירעון) כי אי-היכולת לשלם את ההתחייבות נובע למעשה משתי סיבות פוטנציאליות: כשל טכני וכשל כלכלי (שהם המבחן התזרימי והמבחן המאזני), וחשוב לעשות את ההבחנה ביניהן.

5.2 כשל טכני

כשל טכני קורה כאשר, בשל סיבה כלשהי, הפירמה אינה בעלת נזילות מספקת בכדי לשרת את תשלומי החוב הנדרשים. כלומר, החברה נמצאת במחסור תזרימי מיידי. כשל טכני יכול להתקיים אף על פי שמבחינה כלכלית יש לחברה נכסים המאפשרים תשלום ההתחייבויות – כך למשל במקרה של מחנק אשראי במשק, או בשל בעיה "חכוכית" אחרת. על פניה, לפחות תאורטית, תופעה זו לא הייתה צריכה לקרות, שכן בתנאים של שווקים פיננסיים משוכללים, אם נכסי החברה עולים בערכם על החוב, אזי החברה יכולה ללוות כנגד ערך עודף זה או לגייס כסף כהון עצמי. למעשה ההנחה העיקרית של חברות לפני המשבר הפיננסי של שנת 2008 הייתה שהן יצליחו לממן מחדש את החוב שלהן (refinancing), אך בשל מחנק האשראי שנוצר עקב המשבר הפיננסי הופרה הנחה זו בפועל עבור חלק מהן.

ראוי לציין כי במסגרת ועדת אנדרון הומלץ כי חברה שלא תעמוד בתשלום חוב פיננסי במשך מעל ל-45 יום תוגדר כחדלת-פירעון וימונה לה מנהל מטעם בית המשפט. כלומר דוח אנדרון ממליץ לעגן מקרה זה (של כשל טכני) כמקרה שבו החברה נמצאת במצוקה פיננסית. גם בתזכיר חוק חדלות-פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ה-2015, חזקות חדלות-פירעון הינן כשל טכני במהותן.

אפשרות נוספת לכשל טכני היא הפרה של אמות מידה פיננסיות שנקבעו בהסכם ההלוואה או בתנאי איגרת חוב (covenants). כחלק מהמלצות ועדת אנדרון נקבע כי כל איגרת חוב שתשווק לציבור תכיל התחייבות מסוימת של מנפיקי האג"ח לבעלי האג"ח. כאשר התחייבות זו מופרת, החברה הופכת באופן אוטומטי לחברה בקושי כלכלי. לפי המלצות אנדרון תוגדר כחברה בשלב א', שבו ממונה לחברה משקיף מטעם בעלי האג"ח ומתחיל הליך של הסדר חוב. זאת אף על פי שיתכן כי החברה יכולה לעמוד בהתחייבויותיה הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך, אך ההפרה של אמת מידה גרמה לכשל טכני ולהגדרת החברה כחברה בקשיים.

אכן, במקרה של כשל טכני יש צורך באיזון בין גורמים מספר. מצד אחד, כלל גורף שלפיו כשל טכני מביא מיידיית להפעלת הליכי חדלות-פירעון כנגד החברה נראה כמאוד לא יעיל. כפי שהזכרנו לעיל, להליך הסדר יש עלויות ישירות רבות (כגון יועצים, עורכי דין, משאבים שיפוטניים), כמו גם עלויות נוספות שפירטנו אותן לעיל וקשורות לכך שגורמים מחוץ לחברה מודעים לכך שהחברה בהליך חדלות-פירעון (כגון אובדן אמון ספקים, לקוחות, משקיעים). כל אלו עשויים במקרים מסוימים אף להביא להתמוטטות של חברה, אף על פי שהפעילות שלה מייצרת שווי כלכלי משמעותי.

מצד שני, כאשר חברה יודעת שהיא יכולה לחמוק מחדלות-פירעון גם אם לא תשלם את חובה במועד הדבר יוצר תמריץ שלילי לעמידה בתנאי החוב (Moral Hazard). כמו כן, אם לא יינתן פיצוי מספק לנושים, הם יקחו זאת בחשבון מראש ויגדילו את עלויות המימון של הפירמות.

המלצות ועדת אנדרון מנסות לאזן במידת מה בין שני הגורמים הללו, כך שהפרה של אמת-מידה פיננסית מאפשרת מינוי משקיף, אך עוד אינה לוקחת את החברה למסלול של פירוק.

ניתן לשקול מנגנונים נוספים שיסייעו במציאת האיזון הנכון במקרה של כשל טכני זמני, כך שלא יביא ישירות למצב של כניסה להליך חדלות-פירעון. מנגנון אחד אפשרי כזה הוא מנגנון מוסכם של פיצוי לנושים על איחורים, או המרה אוטומטית של חוב להון עצמי, כך שניתן יהיה להתגבר על פערי עיתוי קצרים ללא כניסה להליך חדלות-פירעון, תוך פיצוי הנושים. מנגנון כזה יכול שיהיה חוזי – בדרך זו הפירמה גם תוכל לבחור את הנושה שעבורה הכי יעיל (כלומר זול) לאחר לו תשלומים. מאידך גיסא, ניתן לשקול גם רגולציה על פיצוי זה, כך שיחול גם על חוב שאינו פיננסי (למשל – חוב לספקים). במקרים שבהם ניתן להשתכנע באופן קל שנכסי החברה עולים על התחייבויותיה, ייתכן אף שכדאי יהיה לשקול מנגנון אפשרי שני: להעמיד לחברה כזו אשראי מטעם המדינה, שכן הערך מאותו אשראי עשוי להיות גבוה באופן משמעותי מעלותו. אנו מודעים לקושי הטמון בנטל ההוכחה שאכן מדובר במקרה שבו הנכסים גדולים מסכום החוב ומדובר בבעיה תזרימית בלבד, אבל במקרה שניתן להשתכנע בכך באופן סביר הרי שעדיף שהחברה תמשיך להתקיים באותו האופן שבו התקיימה עד כה ותחולץ מהמשבר הזמני.

5.3 כשל כלכלי

בחוות דעת ברנע, במקרה של אי.די.בי. אחזקות, הוצע פתרון שקבע כי סולבנטיות משמעה מצב שבו החברה יכולה להציג יכולת שירות חוב ברמה גבוהה מאוד לשנה הקרובה, גבוהה במשך שנתיים וסבירה לטווח הארוך – כאשר חוות הדעת מכמתת יכולת זו בסבירות העולה על 50% להחזר החובות של החברה. כלומר, חברה אינה חדלת-פירעון (כלומר היא כשרת-פירעון) אם, ורק אם, היא יכולה להחזיר את חובותיה הקרובים בוודאות גבוהה מאוד, ובוודאות סבירה גם בטווח הארוך. טכנית, הוא הציע ניתוח תזרים המזומנים העתידי של החברה וכן חישוב ערכה הנוכחי הנקי של החברה (NAV) על מנת לבחון האם ערכם הכלכלי של הנכסים עולה על ההתחייבויות. כלומר, המבחן הראוי לבחינת כשל כלכלי, על פי העקרונות שהוצגו בחוות דעת ברנע בתיק של אי.די.בי. פיתוח, הוא שאלת קיומו של NAV שלילי. כמו כן, מבחן זה קובע כלל של 50% לשירות החוב.

להערכתנו אין הגדרה כלכלית ברורה מה נכון להגדיר ככשל כלכלי שמשמעו שהחברה היא חדלת פירעון. יתר על כן, ביישום בפועל של העקרונות הכלכליים הקיימים (כפי שהם מוצעים בחוות דעת ברנע) יש סתירות שונות.

ראשית, מבחן ה-NAV השלילי אינו מבחן סביר. כפי שהסברנו בפירוט לעיל, עקרון הגבלת התקבול לנושים שהצענו קובע כי נוצרים תמריצים שגויים לנושים אם יקבלו תשלום גבוה מלוח הסילוקין של החוב מהוון בריבית האפקטיבית המקורית בגיוס החוב. על כן סך התקבולים שבעלי איגרות החוב יכולים לצפות לו הוא לכל היותר סכימת ההיוון של לוחות הסילוקין השונים בריבית המשקפת את פרמיית הסיכון האפקטיבית בגיוס המקורי של כל חוב. על כן יש להשוות סכום זה לשווי הכלכלי של סך נכסי החברה.

לצורך המחשה נשתמש בדוגמה של הנפקה של חוב בניכיון: נניח כי חברה נפתחה אתמול. הבעלים הזרים 60 ש"ח כהון עצמי וגייס אג"ח המשלמת 100 ש"ח (ערך נקוב) בעוד 10 שנים באיגרת חוב שאינה צוברת ריבית ואינה משלמת קופונים. במקרה זה כמובן איגרות החוב יונפקו בניכיון, ונניח שהן הונפקו בשווי של 67.56 ש"ח (מחיר המגלם שיעור תשואה לפדיון של 4%). על ידי שימוש במבחן המאזני, הבוחן את הערך הכלכלי של הנכסים אל מול ההתחייבות החוזית לבעלי החוב, נקבל כי לחברה נכסים של $127.6 = 60 + 67.56$ ש"ח וכן 100 ש"ח התחייבויות (על פי ערך הפארי של האיגרת). לכן, על פי מבחן זה, ה-NAV של החברה שלילי והיא חדלת פירעון מיד, אף על פי שמצבה של החברה לא הידרדר מאז מועד הנפקת האג"ח, והחוב משקף ריבית אפקטיבית המתאימה לסיכון שלו.

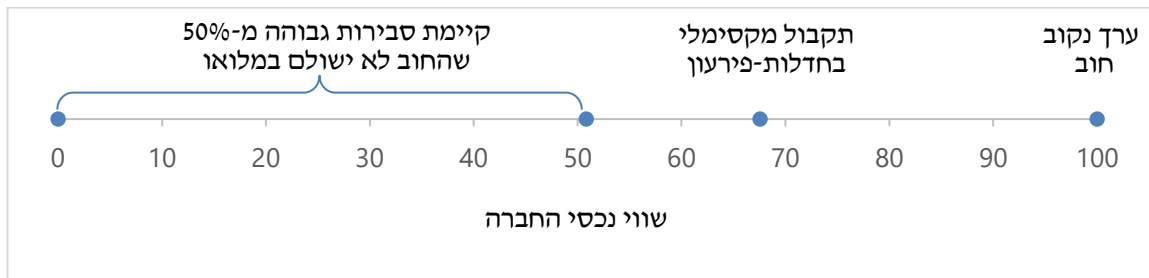
שנית, מבחן ה-NAV (או אף המבחן שהצענו, אשר מסתכל על השוואת סכימת ההיוון של לוחות הסילוקין השונים בריבית האפקטיבית המקורית בגיוס כל חוב לשווי הכלכלי של סך נכסי החברה) אינו מייצג סיכוי של 50% לשירות החוב, תחת הנחה של התפלגות סימטרית של שווי הנכסים העתידי. על מנת לכתוב באופן פורמלי תנאי שלפיו כשל כלכלי הוא כזה שבו רוב הסיכויים הם שלא יוחזר החוב במלואו (קרן + ריבית), אנו מציעים להשתמש בהגדרה הבאה:

$$(5) \quad \text{Assets Value} < \text{Debt Value} (r_a)$$

כאשר:

- Assets Value הוא ערכם הכלכלי של הנכסים במועד בחינת המצוקה הפיננסית;
 - $\text{Debt Value} (r_a)$ הוא לוח הסילוקין של החוב מהוון בריבית המייצגת את הסיכון על הנכסים.
- תוחלת התשואה הגבוהה ביותר שבעלי החוב יכולים לקבל, אם כלל נכסי החברה יעברו לידיהם, היא התשואה על הנכסים הלא ממונפים (המסומנת לרוב ב- r_a או ב- r_e^U). לכן כאשר ערך הנכסים פוחת מערך החוב כאשר הוא מהוון בתוחלת תשואה זו, נוצר מצב שבו הסבירות לתשלום החוב במלואו הינה נמוכה מ-50%. להערכתנו, במובן כלכלי-מימוני, מדובר בתרחיש המציין באופן הטוב ביותר את הנקודה אשר מתחתיה הסיכוי להחזר החוב נמוך מ-50%. נציין כי חישוב זה מתעלם מהתאמות הקשורות במיסים. נחזור לדוגמה שבה דנו לעיל. נניח עוד כי החברה השקיעה את כל הסכום הזה בבורסה במדד המעוף, ונניח שמדד זה מניב תשואה שנתית ממוצעת של 7%. כלומר, ככל שנכסי החברה בערכם הכלכלי אינם נופלים מערך של $\frac{100}{(1+7\%)^{10}} = 50.83$ ש"ח, קיימת סבירות העולה על 50% שהחברה תחזיר את התחייבויותיה כמובטח. במילים אחרות, אילו היו בעלי החוב מחזיקים 50.83 ש"ח במעו"ף קיימת סבירות של 50% שערך נכסיהם בעוד 10 שנים יעלה על 100 ש"ח, והסתברות משלימה שערך נכסיהם יהיה מתחת ל-100 ש"ח. באופן גרפי ניתן לתאר את ערך החוב באופן הבא:

איור 4: המחשה של ההסתברות לחדלות פירעון ביחס לשווי נכסי החברה



נציין כי הפרשנות של המשוואה שהצגנו מניחה התפלגות סימטרית של נכסי החברה. עבור הנחה סטנדרטית של התפלגות (אסימטרית) לוג-נורמלית של שווי הנכסים יוצא כי בשיטה זו ההסתברות לכך שהחוב לא יוחזר גבוהה מ-50% (מאחר שחציון ההתפלגות נמוך מתוחלת ההתפלגות).⁴⁷ התפלגות עם הטיה (skewness) מסוג זה היא גם אינטרס של בעל המניות / בעל השליטה בבחירת הפרויקטים שהחברה מבצעת, מאחר שבכך הוא מגדיל את התקבולים שלו במקרה שאין חדלות-פירעון, על חשבון תקבולים במקרים שבהם החברה חדלת-פירעון.

⁴⁷ החציון בהתפלגות זו הוא e^μ , ואילו הממוצע הוא $e^{\mu+\sigma^2/2}$.

5.4 תהליך הדרגתי או דיכוטומי של כניסה לחדלות-פירעון

שאלת עיתוי חדלות-הפירעון והעילות להגדרה זו מעלות באופן טבעי גם את נושא רציפות חדלות-הפירעון. ההגדרות המשפטיות לאי-סולבנטיות הינן דיכוטומיות, במובן שביום אחד, או ברגע מוגדר מאוד, החברה היא חדלת-פירעון. מאידך גיסא, המציאות הכלכלית מראה כי חדלות-הפירעון אינה מתרחשת ביום אחד. קשיים כלכליים נערמים בחלוף הזמן, ובמקרים רבים אי-סולבנטיות נגרמת דווקא מגורמים שנצברים באופן מתמשך ורובם מתרחשים על רצף זמן ולא באופן חד-פעמי ומפתיע. מדוע, אם כן, לרוב אנו חושבים על המושג חדלות-פירעון כמושג משפטי נקודתי ודיכוטומי במקום לראות חדלות-פירעון כתהליך רציף?

בהגדרה דיכוטומית לחדלות-פירעון ישנם יתרונות מסוימים. ראשית, כל עוד לא הוגדרה החברה כחדלת-פירעון הנושים מוגבלים ביכולת ההתערבות שלהם בהחלטות העסקיות של החברה, מה שמקטין בעיות קואורדינציה שונות. שנית, בהגדרה כזו, מרגע ההכרזה על החברה כחדלת-פירעון ניתן לפעול ביחס אליה בכמה אופנים. נושי החברה הופכים למעורבים בעניינה של החברה, ומידע רב עובר אליהם. בפני בעלי החברה עומדת חלופת פירוק, ולכן עולה המוטיבציה שלהם להגיע להסדר חוב מהר יותר ובכך לחסוך עלויות הכרוכות בהליך הסדר החוב, כגון שכר עורכי דין, מערכי שווי ועלויות בגין שירותים נוספים.

יתרון נוסף הוא שמנהלי החברה המצויה במצב מוגדר של חדלות-פירעון יודעים שהם נמצאים תחת פיקוח גדול מהרגיל ולכן פועלים באופן אשר מקטין את בעיית הסוכן, מה שמסייע שלא לשחוק את ערך נכסי החברה. בפרט, פיקוח עודף זה מצמצם מקרים של הבלטת חוב וחילוף נכסים הפוגעים בחברה. לבסוף, כיום, ללא יישום העיקרון שהצענו לעיל ביחס להגבלת התשלום לנושים, הגדרה דיכוטומית לחדלות-פירעון עלולה לייצר מוטיבציה מעוותת אצל נושי החברה, שכן הגדרה זו מקדימה את התשלום המובטח לנושיה. כך לדוגמה, נושה מובטח (בעל קדימות גבוהה בסדר הנשייה) שהחוב שלו מיועד להיפרע בעוד 20 שנה ישמח להגדרת החברה כחדלת-פירעון, שכן אם החברה תוגדר כחדלת-פירעון הוא יהיה זכאי להחזר החוב שלו כבר בהווה. אם הכניסה לחדלות-פירעון תידחה – ייתכן שהחברה תשלם כבר בינתיים תשלומים מסוימים לבעלי חוב אחרים, אשר לעיתים לא ניתן עוד להשיבם לקופת החברה. יוצא אם כן שאף על פי שעקרונית (וזהו מצב העניינים הבריא) ככל שמצב החברה מידרדר כך מידרדר גם מצבם של הנושים, הרי שיכול להיות מצב שדווקא הידרדרות נוספת תכניס את החברה מהר יותר לחדלות-פירעון וכך ישתפר מצבם של חלק מהנושים. זוהי הדגמה להיווצרות מוטיבציה מעוותת אצל בעלי החוב, במקרה של הגדרה דיכוטומית של חדלות-פירעון, דבר שעשוי לפגוע בחברות.

מאידך גיסא, כפי שצינו לעיל, באופן טיפוסי בעלי המניות הם אלו שנהנים מתוצאות ההחלטה השולית של הפירמה, ועל כן בידיהם היכולת להשפיע על ההחלטות העסקיות שלה. ככל שמצבה הפיננסי של החברה מידרדר, והיא נקלעת למצוקה פיננסית, הנושים חשופים יותר ויותר לתוצאות ההחלטות הפיננסיות של החברה, ולכן ראוי להסיט אליהם חלק מיכולת ההחלטה (או לפחות יכולת הפיקוח) על פעולות החברה, על מנת להקטין עלויות סוכן. על כן, להגדרה רציפה של חדלות-פירעון יש יתרונות מסוימים – ההחלטות מבוצעות על ידי התאמה הדרגתית של הסעדים והפעולות נגד החברה למצבה בהתאם להתקדמות החומרה של חדלות-הפירעון. ניתן, במידה מסוימת, לראות עיקרון זה בטיטות הביניים של ועדת אנדרון, כאשר מתווה השלבים לפירוק או להבראת חברה חולק לשלושה מצבים וניסה לטפל בהגדרה הדיכוטומית שקדמה לכך. יתרונותיה של ההגדרה הרציפה נובעים ממספר מקורות: ראשית, הגדרה רציפה מאפשרת פיקוח אדוק יותר ויתר שקיפות באשר לנעשה בחברה, שכן היא מאפשרת נקיטת צעדים התואמים את מצב החברה. כך במקרה של חברה איתנה פיננסית שאיתנותה נחלשת, ניתן לאפשר הליכים "קלים" כגון שיתוף מידע ומינוי משקיף מטעם בעלי האג"ח כפי שהוחלט בשלב א' של דו"ח אנדרון. זאת במקום העברה של ההנהלה לידי הנושים רק בגלל כשל טכני, לדוגמה. יתרון שני הוא בצמצום מספר התרחישים שבהם הבעלים יודע כי החברה הינה חדלת-פירעון אך היא טרם הוכרזה ככזאת. בשלב זה, לרוב, אין פיקוח מחמיר על החברה ובעיית הסוכן מחמירה. בפרט, עלויות בעיות כגון תחליפיות נכסים, העדפת נושים ואף הברחת שווי אל מחוץ לחברה.

6. ארגז-כלים כלכלי ליישום הסדרי חוב

בעולם שבו אין בעיית אינפורמציה, ולא קיימים "חיכוכים כלכליים", ניתן לחשוב על מנגנונים פשוטים מאוד ליישום הסדרי חוב. כך למשל, במקרה של חדלות-פירעון ניתן לבצע ארגון מחדש למבנה ההון של החברה כך שבסיומו יחזיקו נושי החברה בבעלות המלאה על החברה. כלומר, טכנית, יש למחוק הן את ההון והן את החוב הקיימים לפני ההליך, ובמקומם להנפיק מניות לבעלי החוב לפי סדר הנשייה וביחס לחוב. בעלי המניות החדשים (שהיו נושי החברה) יוכלו אז להחליט מה האלטרנטיבה הטובה ביותר עבור החברה: לדוגמה השארת הפעילות, הכנסת משקיע, מכירת נכסים מסוימים או כולם או מכירת החברה כולה כעסק חי (הלכה למעשה, במקרה זה אין לאפשר "הסדר חוב" במובן הרגיל של המילה, אלא יש לבצע "פירוק וארגון מחדש של החברה"⁴⁸). מנגנונים דומים הוצעו גם בספרות הכלכלית.⁴⁹

לכללים פשוטים מסוג אלה יתרונות מהותיים, כאשר המשמעותי ביניהם הוא צמצום עלויות פירוק. לא נדרשים הרבה עורכי דין, שימועים, שכר מפרק וזמן ארוך בבית המשפט, ואין צורך לקיים אספות נושים. הוא גם מקטין את עלויות הסוכן בעת שהחברה במצוקה פיננסית, מאחר שהנושים מקבלים לידיהם את השליטה במהירות. כמו כן, פתרון זה מהווה תמריץ ברור להסדר חוב מחוץ לכותלי בית המשפט טרם הגעה לחדלות-פירעון, כלומר הוא מעודד פתרון הסכמי בין הצדדים. בנוסף, כלל זה חוסך חלק מהשאלות ביחס לערך החברה או הנכסים הקיימים.

נקודת חולשה, שניתן להתגבר עליה, היא שייכתן שבעלי החוב אינם רוצים ואינם ערוכים להיות בעלי מניות או בעלי שליטה בחברה. בעיה זו נפתרת יחסית בקלות, שכן בעלי החוב יכולים למכור את מניותיהם החדשות ולקבל את שוויין ללא ההתחייבות שלהן. כמו כן, בשל נושא זה אפשר להניח כי יימנע מצב שבו הנושים מנסים להציג באופן עקבי הערכות שווי שבהן החברה שווה פחות ממצבה האמיתי, שכן בסוף ייפגשו בהערכות אלה שוב כאשר יבקשו לממש את מניותיהם.

בפועל, במקרים רבים זהו לא פתרון אידיאלי. הסיבה לכך נובעת מסדרה של "חיכוכים כלכליים", אשר עמדנו עליהם לעיל, לדוגמה וידוא ערכם האמיתי של נכסי החברה, בעיות אינפורמציה (לרבות אינפורמציה אסימטרית בין הנושים לבעלי המניות), צורך בהזרמות הון נוספות לצורך קיומה של החברה, ועוד. בנוסף, פתרון זה מניח כי בעל השליטה הקיים אינו מייצר שום ערך כלכלי לחברה. כך בדוגמה קיצונית שבה כל השווי של החברה טמון בקשריו וביכולותיו של בעל השליטה, ברור שאין טעם להעביר את החברה לידיים אחרות, מאחר שכל הערך מפעילותה יתפוגג כתוצאה מכך.

בפועל, כפי שהוא מיושם כיום, הסדר חוב הוא הליך מורכב מאוד של משא ומתן בין מספר רב של צדדים, לעיתים תחת פיקוח בית המשפט. גם בדרך פעולה זו עדיין נותרות בעיות רבות שאיתן מתמודדים באופן תדיר בהסדרי חוב. לחלק מהגורמים במשא ומתן אינפורמציה שונה לגבי שווי החברה בפירוק ובהסדר – למשל סביר כי לבעל השליטה אינפורמציה עדיפה על פני נושים, שעד כה לא נדרשו להיות מעורבים בהתנהלות היומיומית של החברה. לחלק מהגורמים תמריצים שונים ביחס לאלטרנטיבות השונות, שעשויים לנבוע בין השאר מהחזקות בחברות קשורות, במתחרים ועוד. לחלק מהגורמים עשוי להיות יתרון יחסי בליווי החוב החדש בהליך הסדר, ביחס לגורמים אחרים – למשל הבנקים, שיש להם מחלקה לאשראים מיוחדים ויכולת לבצע פיקוח על הלוואות. בנוסף, הנושים נדרשים להגיע להסכמות באמצעות מנגנוני הצבעה שונים.

⁴⁸ בפרקטיקה קיים הליך שנקרא "הסדר אגב פירוק", שהוא דומה מאוד להליך המוצג להלן אלא ש"החברה החדשה והלא-ממונפת" מונפקת כולה לצד ג', ועם התמורה ששילם עבור חברה זו משלמים את החובות לנושי החברה.
⁴⁹ ראו Aghion, Hart and Moore (1992).

כל אלה מתארים רק חלק מהבעיות האופייניות להסדר חוב – בעיות שהשופט אשר מנהל את הסדר החוב צריך להתמודד איתן. אין ספק כי לאופן ניהול ההליך השפעה קריטית על תוצאותיו. למיטב הבנתנו, חלק גדול מתפקידו של השופט אינו רק להכריע בין טענה של צד כזה או אחר, אלא לקבוע מנגנון, או כללי משחק, שבמסגרתם יוכל אותו משא ומתן רב-צדדי להגיע לפתרונות שיהיו היעילים ביותר מבחינה כלכלית. Market Design ו-Mechanism Design הם תחומים כלכליים⁵⁰ שמטרתם יצירת תנאים לכך ששיווי המשקל יהיה כזה ששיגי את מטרות המתכנן. מאחר שחלק מהאתגרים האופייניים של הסדרי חוב טופלו בספרות הכלכלית, נציג להלן מעין ארגז-כלים לטיפול תהליכי בחלק מהבעיות הטיפוסיות שמתעוררות בהליך הסדר חוב.

6.1 כללי הצבעה

כאשר הנושים אינם גוף אחד – למשל במקרה של איגרות חוב ציבוריות – נדרשות הכרעות באמצעות רוב באספת סוג. עד לחקיקתו של תיקון 19 לחוק החברות, הצעה להסדר חוב דרשה אישור באספה נפרדת לכל סוג של בעלי מניות ונושים. לכאורה תיקון 19 לחוק החברות היה אמור לפשט את התהליך, מאחר שהוא מאפשר לבית המשפט לכפות הסדר על אספה מתנגדת (cramdown), בהתקיים הסכמת רוב ערך הנשייה,

ובנוסף נמצא על ידי בית המשפט כי ההצעה הוגנת וצודקת ביחס לכל אספת סוג שהתנגדה לה.⁵¹ בעבר היה נהוג לנהל את ההליך יחדיו, ורק לאחר שעומדת על השולחן הצעה להסדר או לפשרה – מקיימים את אספות הסוג, כאשר אלה נדרשות. אולם, בהסדר החוב של דלק נדל"ן נקבעה הלכה חדשה, שאומצה בהסדרים נוספים,⁵² שלפיה בטרם קיום האספה הכללית תתקיימנה אספות מקדימות של כל סדרה עם הנאמן המייצג אותה, כאשר עקרון הרוב עדיין עומד בעינו. עם זאת, המתנגדים יוכלו להגיע לאספה הכללית ולהצביע שם נגד עמדת הנאמן אשר מייצגם. הצורך בקבלת החלטות בכמה הצבעות רוב מסבך את התהליך בצורה משמעותית. כפי שנדגים להלן, גם במקרה של צורך ברוב רגיל באספה אחת יכולות להתעורר בעיות כלכליות כבדות משקל שלא פשוט להתמודד עימן.

בתאוריה כלכלית נהוג להניח כי תנאי הכרחי, אך לא מספיק, לכך שפרט יקבל החלטות בצורה רציונלית הוא טרנזיטיביות ביחס ההעדפה שלו. המשמעות היא שאם הפרט מעדיף את A על B והוא מעדיף את B על C המשמעות היא שהוא מעדיף את A על C. אחת ההדגמות לכך שנוצרת אי-רציונליות במקרה שהעדפותיו של פרט אינן טרנזיטיביות היא כי ניתן לתת לאותו פרט את A; אחר כך להציע לו להחליף את A ב-B ולדרוש תמורת זה תשלום כספי בגובה תוספת התועלת שנוצרה לו; לאחר מכן להעביר אותו ל-C ולקבל תשלום

תמורת זה; לאחר מכן להעביר אותו ל-A ולדרוש תשלום; וכך הלאה עד שלוקחים לו את כל כספו. ידוע כי גם כאשר הפרטים הם טרנזיטיביים (ואף רציונליים), כלל הרוב לא בהכרח יהיה טרנזיטיבי. פרדוקס מוכר בהקשר זה הוא פרדוקס ההצבעה מהמאה ה-18, המזוהה עם המרקזי דה קונדורסה (Condorcet paradox). לפי פרדוקס זה, החלטה קולקטיבית, המשותפת לפרטים מספר, עשויה להיות מעגלית ולא טרנזיטיבית. משמע, ייתכן כי על אף סדר העדפות ברור של כל אחד מהפרטים, כאשר הם נדרשים להחלטה קולקטיבית, הקולקטיב אינו מצליח ליצר סדר העדפות ברור בין האופציות שמוצגות לו, וסדר ההעדפות שלו מוכתב בעיקר על ידי הסדר שבו האפשרויות מוצגות בפניו. לצורך המחשה, נהרהר בדוגמה הבאה: ניח כי קיימים שלושה נושים שצריכים להגיע להסכמה ביניהם לגבי מתווה הסדר חוב. עוד ניח כי קיימים שלושה מתווי הסדר חוב אפשריים (לדוגמה, אחד כולל דחיית חוב ופיצוי באמצעות מניות, השני כולל מחילה

⁵⁰ אלו תחומים שזיכו חוקרים בפרסי נובל בכלכלה בשנים 2007 ו-2012.

⁵¹ סעיף 350 לחוק החברות.

⁵² למשל בהסדר החוב של אי.די.בי. פיתוח.

על חלק מהחוב והזרמת כספים מצד בעל השליטה, והשלישי כולל החלפת בעל השליטה והזרמת כספים על ידי המשקיע החדש), אשר יסומנו ב-A, B ו-C בהתאמה. לוח 2 מציג את העדפותיהם של שלושת הנושים ביחס למתווים האפשריים של הסדר החוב.

לוח 2: דוגמה לפרדוקס ההצבעה של Condorcet בהסדרי חוב

מצביע	העדפה ראשונה	העדפה שנייה	העדפה שלישית
מצביע 1	A	B	C
מצביע 2	B	C	A
מצביע 3	C	A	B

נוכל לראות כי אם ראשית נעמיד להצבעה את A מול B (ייבחר A) ולאחר מכן את המתווה המועדף A מול C אז ייבחר C; אם נעמיד ראשית את A מול C (ייבחר C) ולאחר מכן את המתווה המועדף C מול B אז ייבחר B; ואם נעמיד ראשית את B מול C (ייבחר B) ולאחר מכן את המתווה המועדף B מול A אזי ייבחר A. כלומר, שלושה מקרים של סדרי הצבעה שונים מייצרים שלוש החלטות שונות. מכאן שהדרך שהאלטרנטיבות מוצגות בה בפני הנושים מאפשרת לבצע מניפולציה בתוצאה שתאושר, כך שבדוגמה זו ניתן להגיע לכל תוצאה, על פי הבחירה בסדר ההצבעות על ידי מציג מתווי הסדרי החוב השונים.

הספרות הכלכלית מציגה בעיות נוספות הקשורות בכללי הצבעה. כך למשל, הספרות גם מראה כי בתנאי אי-ודאות נגרמת התופעה שבה מצביעים בעלי אינפורמציה נחותה מעדיפים להימנע לגמרי מהצבעה – אפילו אם עלותה אפס.⁵³ מכאן שעשוי להתקיים שיווי משקל שבו חלק ניכר מהמצביעים נמנעים אף על פי שהם ממש מעדיפים אחת מהאופציות (The Swing Voter's Curse).

הבעיה הידועה ביותר בתרגום ההעדפות של פרטים לכלל החלטה חברתי היא ככל הנראה משפט אי-האפשרות של Arrow (Arrow's Impossibility Theorem / The General Possibility Theorem).⁵⁴ על פי משפט זה אין כלל החלטה חברתי שניתן ליישום בצורה גורפת, אשר אינו כלל דיקטטורי, ואשר מקיים הוגנות במובן שאם כולם מעדיפים את A על B תיבחר A; וחוסר תלות באלטרנטיבות לא רלוונטיות, כך שאם כולם נותרים בהעדפה שלהם בין A ל-B, גם הכלל החברתי בין A ל-B לא ישתנה. המשמעות הפרקטית היא כי אין פתרונות קסם כאשר רוצים להגיע לכלל הצבעה הוגן ויעיל של קבוצה.

לדעתנו, השלב הראשון והחשוב ביותר בטיפול בבעיות הצבעה הוא המודעות אליהן. כאשר מתכנן המנגנון מודע ליכולת לבצע מניפולציות בהצבעת הרוב, ולקושי להסיק מהצבעות על זוגות של אלטרנטיבות ביחס להעדפה הכללית שלו על פני כל מרחב האלטרנטיבות, הדבר מאפשר לנסח בצורה עדינה יותר את השאלות שבהן הרוב צריך להכריע.⁵⁵ כך גם מתחדד הקושי בקבלת החלטות בצורה רב-שלבית (כמו הלכת דלק נדל"ן). אחד המאמרים בספרות מנסה להשוות שיטות הצבעה שונות – למשל: plurality, approval voting ו-Borda – במודל שבו מנסים לבחור מועמד, ויש רצון להימנע ממועמדים מושחתים.⁵⁶ המאמר מראה שהשיטה היעילה ביותר למניעת זכייה של מועמדים מושחתים היא שיטת approval voting, כלומר כזו

⁵³ ראו Feddersen and Pesendorfer (1996).

⁵⁴ ראו Arrow (1950).

⁵⁵ כך למשל רבים מכללי ההחלטה הנהוגים הם כאלו שבחרים את Condorcet Winner – כאשר הוא קיים, ונדלים ביניהם במה בוחרים כאשר הוא אינו קיים. Condorcet Winner הוא האלטרנטיבה שהייתה גוברת על כל אחת מהאלטרנטיבות האחרות בהצבעת רוב כאשר הייתה מתמודדת מול כל אחת מהן בזוגות. בדוגמה שנתנו למעלה המציגה את פרדוקס קונדורסה – לא קיים Condorcet Winner.

⁵⁶ ראו Myerson (1991).

שבה נותנים לכל מצביע אפשרות לסמן את כל האלטרנטיבות שהוא מאשר. בשיטה זו קשה יותר לבצע מניפולציה, במובן שאלטרנטיבה גרועה תצליח להיבחר. כפי שנראה להלן, לבסוף, משום שכל שיטות ההצבעה אינן מושלמות, הרי שרצוי לעיתים לנסות למצוא פתרונות שיעקפו את בעיית ההצבעה, או שיפשטו את המורכבות שלה. שימוש בפרוצדורה שאינה מצריכה כלל החלטת רוב – אלא רק החלטה של כל נושה לגבי התביעה האישית שלו – מאפשר להימנע לגמרי מהצורך בהחלטה קולקטיבית של הנושים, ובכך למעשה עוקף את בעיית כללי ההצבעה. כך לצורך הדגמה: באופן טיפוסי באישור הסדרי החוב, הנושים השונים נדרשים להצביע ולהכריע בין הסדר כזה או אחר. המשמעות היא שבכל אחת מקבוצות הנושים יש צורך בהכרעה האם גורלם יהיה כזה או אחר, למשל – האם פירעון החוב שברשותם יידחה בשנה או שיוותרו כליל על החוב ויקבלו במקומו מניות של החברה. בדרך זו לכל הנושים למעשה צפוי גורל זהה, והם מתבקשים להכריע איזו מהאלטרנטיבות הם מעדיפים. למעשה אפשר היה לתת לנושים במקרה זה אופציה לימים מספר שמאפשרת להם בחירה בין שימור החוב עם דחייה של שנה בפירעון או קבלת מניות. ההצבעה תתמקד רק בשאלה האם הם מסכימים לאשר הסדר חוב שבו יקבלו אופציה כזו. אם ההסדר מאושר כל אחד מהם יוכל לאחר מכן בפרק זמן קצר לבחור, עבור החוב שהוא מחזיק, האם יעדיף את החוב או את המניות.⁵⁷ נדמה כי יהיה קל יותר להגיע להכרעה לגבי שאלת אישור הסדר חוב מסוג זה לעומת האלטרנטיבה של פירוק, ביחס לשאלה המורכבת יותר שהייתה במקור ושכללה שלוש אלטרנטיבות: הסדר עם דחיית החוב, הסדר עם קבלת מניות או פירוק.

6.2 אינפורמציה אסימטרית

ישנה ספרות כלכלית רחבה מאוד בנושא משא ומתן בתנאי אינפורמציה אסימטרית וההשפעה ההרסנית שיכולה להיות לאינפורמציה אסימטרית על השווקים.⁵⁸ הסדר חוב הוא, כמעט באופן מובנה, משא ומתן בתנאי אינפורמציה אסימטרית.

מכשירי חוב הם מכשירים אשר, ככלל, אינם מאפשרים שליטה בפעולות החברה. בניגוד אליהם, מניות מאפשרות זכויות הצבעה באספה הכללית, ובאמצעות זאת בעלי המניות שולטים בפירמה. הקדימות של מכשירי החוב היא זאת שמאפשרת, בתנאים שבהם החברה בעלת סיכוי נמוך לחדלות-פירעון, להיות כמעט אדישים לרווחיות השולית של פרויקטים, ולכן לרוב אין גם צורך, על מנת לקדם יעילות כלכלית, שיהיו מעורבים בניהול החברה. בתהליך של הסדר חוב הנושים צריכים לקבל פתאום החלטות הקשורות הן לשווי נכסי החברה והן ביחס לאלטרנטיבות העסקיות שלה. על כן, באופן גס, ניתן לומר שהנושים לרוב מגיעים להליך הסדר החוב כאשר האינפורמציה שהם מחזיקים בה נחותה ביחס לבעלי המניות (ובפרט בעל שליטה – אם קיים) ומנהלי החברה. תופעה זו עשויה אף להחמיר בחברות ציבוריות,⁵⁹ אז העובדה שכל בעל נייר ערך עשוי להחזיק רק ערך קטן מהחוב גורמת לכך שאין לבעלי החוב תמריץ להשקיע מאמצים מספיקים כדי לאסוף אינפורמציה.

חלק מתופעות הלוואי של האינפורמציה האסימטרית בהקשר של הסדרי חוב קשורות בהחלטה האם לקחת את החברה להסדר חוב ולהותירה כעסק חי, או לפרקה ולהנילה. בהקשר זה ברור כי, באופן טיפוסי, האינטרס של ההנהלה הוא להותיר את החברה כעסק חי. הספרות התאורטית והאמפירית מראה כי בארה"ב אכן יש נטייה להותיר חברות כעסק חי גם במקרים שהיה יעיל יותר לפרקן.⁶⁰ במקרים לא מעטים חברות שנקלעו להסדר חוב חוזרות לחדלות-פירעון אחרי שנים ספורות.

⁵⁷ ללא חיכוכים, ואם הנושים רציונליים לחלוטין, הרי שצפוי בשיווי משקל ששיעורי ההמרה למניות יהיו כאלו שהשווי הכלכלי של שתי האלטרנטיבות ישתווה.

⁵⁸ Joseph E. Stiglitz ו-A. Michael Spence, George A. Akerlof זכו על כך בפרס נובל בשנת 2001.

⁵⁹ ראו Aghion, Hart and Moore (1992).

⁶⁰ ראו Aghion, Hart and Moore (1992) וגם Bebchuk (2000).

בנוסף לכך, הליך המשא ומתן עצמו עשוי להיות פגום עקב האינפורמציה האסימטרית, ולהביא למבוי סתום גם במקרים שבהם דרך פעולה מסוימת עשויה להיות טובה לכל הצדדים. נמחיש להלן תופעה זו באמצעות דוגמה⁶¹ המביאה לידי ביטוי את תופעת הבחירה השלילית (Adverse Selection), הנפוצה במקרים של עסקאות בין צדדים שיש ביניהם אינפורמציה אסימטרית. נניח כי חברה נכנסה להליך של הסדר חוב. משקיע חיצוני שוקל האם להיכנס לנעליו של בעל המניות הנוכחי, ולקנות את מניותיו. המשקיע (וכן כל אחד חיצוני לחברה) סובר כי ערך מניות החברה, E , מתפלג בצורה אחידה בתחום שבין 0 ל-100 ש"ח. בעל המניות הנוכחי של החברה יודע בדיוק מה הערך האמיתי של החברה, מאחר שהוא היה חשוף למידע הנוגע לפעילותה. בנוסף, נניח כי למשקיע יש יכולת סינרגטית ייחודית, כך שהוא יכול להשביח את ערך מניות החברה ב-50%, ועל כן עבורו מניות החברה שוות 1.5E. ברור כי במקרה זה מבחינה כלכלית היה רצוי להעביר את המניות למשקיע ולייצר ערך לצדדים השונים. השופט קבע כי המשקיע החיצוני יציע הצעה יחידה בשיטת "take-it-or-leave-it", כלומר הוא יגיש את הצעתו לשופט; אם בעל המניות הנוכחי יסכים להצעה הוא ימסור את מניותיו למשקיע, ואם יסרב – לא תהיה למשקיע הזדמנות לשפר את הצעתו. ניתוח דקדקני של דוגמה זו מעלה כי אין שום הצעה שתניב למשקיע תוחלת רווח חיובית. כך למשל אם יציע תמורת המניות 10 ש"ח, אזי בעל המניות הנוכחי ידחה את הצעתו אם $E > 10$ ויקבל את ההצעה אם $E \leq 10$. מכאן שבמקרים שבהם ההצעה תתקבל תוחלת שווי המניות היא 5 ש"ח.⁶² אם נוסיף את העובדה שהמשקיע מסוגל להשביח את השווי ב-50%, נקבל שעבורו תוחלת השווי היא 7.5 ש"ח. מכאן יוצא שבמקרים שבהם הצעתו מתקבלת הוא משלם 10 ש"ח עבור מניות שתוחלת השווי שלהן היא 7.5 ש"ח, ולכן תוחלת הרווח שלו שלילית. ניתן להוכיח שכך קורה עבור כל הצעה חיובית ממש. על כן, בדוגמה זו, אף על פי שניתן היה תאורטית לשפר את מצב כולם על ידי ביצוע העסקה, בפועל היא לא תתבצע. כיצד מטפלים בבעיה של אינפורמציה אסימטרית? גם כאן השלב הקריטי ביותר הוא המודעות לבעיה, כך שלא תהיה ציפייה למתכנן המנגנון כי היד הנעלמה תפעל בצורה שתביא לפתרון יעיל. ישנם סוגים שונים של פתרונות לבעיית האינפורמציה האסימטרית:

1. פתרון ראשון, והישיר ביותר, הוא גילוי (Disclosure), כלומר פעולות אקטיביות על מנת לסייע לצד שלו אינפורמציה חסרה להשיג אותה. כך, למשל, בהקשרים אחרים של גיוס חוב או השקעה בחברה, נהוג לעשות בחינת נאותות לחברה (Due diligence), וכאשר חברה מנפיקה ניירות ערך לציבור היא מפרסמת תשקיף.⁶³
2. פתרון שני הוא שליחת איתות (signaling) יקר על ידי בעל האינפורמציה העדיפה. בתחום ההשקעות נהוג למשל שבעל האינפורמציה העדיפה משקיע מכספו (Invest your own skin) או מנגנונים דומים שמשאירים אותו מעורב, כגון אופציות, תגמול מותנה הצלחה וכיו"ב.⁶⁴
3. פתרון שלישי הוא חוזים מסננים (screening) על ידי הצד שיש לו אינפורמציה חסרה, שימשכו רק את סוגי הטיפוסים האטרקטיביים.⁶⁵

⁶¹ ראו Samuelson and Bazerman (1985).

⁶² זאת מאחר שכל הערכים בין 0 ל-10 סבירים באותה מידה.

⁶³ דוגמאות לשימוש בפתרון זה מתחומים אחרים שבהם קיימת אינפורמציה אסימטרית הינן: ביצוע בדיקה לרכב משומש לפני קנייה; שימוש ב"תקופת ניסיון" לפני התקשרות בחוזה ארוך טווח; פירוט מרכיבי מוצרי מזון ותרופות על האריזה; פרסום תוצאות זיהום אוויר ומבחני ריסוק ברכבים, וכיו"ב.

⁶⁴ דוגמאות לשימוש בפתרון זה מתחומים אחרים שבהם קיימת אינפורמציה אסימטרית הינן: מתן אחריות מורחבת למוצר; פרסום לא אינפורמטיבי; בניית "מותג"; במקרים מסוימים – קביעת מחיר גבוה; השקעה בלימודים שאין להם ערך בפני עצמם וכיו"ב.

⁶⁵ דוגמאות לשימוש בפתרון זה מתחומים אחרים שבהם קיימת אינפורמציה אסימטרית הינן: מחיר ביטוח ומחיר ההשתתפות העצמית; דמי רצינות; אגרת בתי משפט; הנתיה המהיר וכיו"ב.

פתרון רביעי, שהוא נפוץ מאוד, ועשוי להיות בעל ישימות גבוה בתחום הסדרי החוב, הוא תכנון מכרז שינסה להוציא את האינפורמציה העדיפה מהצדדים שאצלם היא קיימת. בפרט, מאחר שסביר שמבנה האינפורמציה הוא כזה שמאופיין בערך משותף (Interdependent Value), עשוי מכרז אנגלי (מכרז דינמי עם מחיר עולה) להיות כזה שמצליח, תאורטית, לסייע בהוצאת אינפורמציה פרטית מהמתמודדים בו. גם כאשר מיושם מנגנון של מכרז, עדיין לעיתים רצוי לעשות שימוש גם במנגנון של גילוי. ישנו עיקרון ידוע בתחום עיצוב המנגנונים המכונה "The Linkage Principle", שלפיו, כאשר הדבר אפשרי, למתכנן המכרז יש אינטרס להתחייב מראש לגלות כל מידע שיש לו – חיובי או שלילי. בדרך זו מופחתות בעיות אינפורמציה בהליך, וכן נחסכות עלויות כפילות להשגת אינפורמציה שונה. בתכנון מכרז אנגלי יש לזכור כי אחד האתגרים/החסרונות שלו הוא דווקא העובדה שהוא מקדם יעילות בכך ששחקן עם יתרון קטן מעל האחרים יזכה בו בוודאות. מאחד שכך, הרי שבפועל אם קיים שחקן עם יתרון, קשה יהיה להביא לכך שיהיו מספיק מתמודדים במכרז שירצו להתמודד מולו.

בהמשך נדגים גם את שיטת האופציות של בבצ'וק לטיפול בבעיית זיהוי שווי חברה. מאחר שמנגנון זה פועל בצורה סדרתית, כך שבעלי המניות פועלים ראשונים, ואחריהם נדרשים הנושים השונים לבצע את החלטותיהם, יוצא כי בעל האינפורמציה העדיפה הוא זה שמבצע את הפעולה ראשון, ולכן שיטה זו עשויה להפחית במידת מה את בעיית האינפורמציה האסימטרית המובנית בהסדר חוב כמשא ומתן רב-צדדי.

6.3 זיהוי שווי החברה (Verifiability)

במקרים רבים, חלק חשוב מהליך הסדר חוב כרוך בכך שהשופט ידע להעריך בצורה נכונה את שווי נכסי החברה. כפי שהראינו לעיל, גם בהלכות הקיימות (על פי המבחן המאזני) שווי החברה משמש לצורך ההחלטה האם החברה חדלת-פירעון או כשרת-פירעון. גם בהכרעות ביחס לחלוקת השווי בין הנושים השונים יש צורך לעיתים קרובות בבירור שווי הנכסים של החברה. בעוד שכחלק מהליך של פירוק והנזלה עולה באופן ברור שווי נכסי החברה (בין אם זהו השווי המיטבי, או שווי שנפגם עקב התהליך), הרי שבמקרים רבים של הסדר חוב, הזכויות בחברה מחולקות מחדש מבלי שבוצע תהליך של מכירה של נכסי החברה, אלא רק תהליך של מכירה "רעיונית" במסגרת ההליך. על פי רוב יבקשו בעלי החוב (ובפרט הנושים המובטחים) להציג כי נכסי החברה נמוכים ככל הניתן, ולכן יש להעבירם אליהם. לעומתם סביר כי בעלי המניות יבקשו להציג כי נכסי החברה גבוהים מהקיים על מנת להמשיך ולשמר את השליטה בחברה, תוך הבטחת נתח קטן ככל האפשר לנושים.⁶⁶ הדרך שבה מוסדרת חלוקת השווי בין בעלי העניין השונים היא באמצעות אותו משא ומתן רב-צדדי המבוצע בפיקוחו של בית המשפט.⁶⁷ קשה לקבוע במסגרת את התשובה לסלע המחלוקת הטיפוסי העיקרי, שהוא, כאמור, שווי נכסי החברה. הסיבות לכך נעוצות, בין השאר, בכך שהערכות שווי שונות מתבססות על הנחות שונות, אך בעיקר בשל אסימטריה במידע, כאשר בעלי השליטה מחזיקים במידע פנימי מסוים לגבי החברה, בעלי החוב במידע אחר והשופט אינו מחזיק כלל במידע פנימי לגבי המתרחש בחברה. כמו כן, תהליך כזה צפוי לקחת זמן רב – עובדה שפוגעת בערך הפירמה, כפי שהסברנו בפירוט לעיל.

⁶⁶ ראו Bebachuk (2000), וכן לדוגמה המאמר בעיתון גלובס מתאריך 28/4/2013 תחת הכותרת "קרב הערכות השווי באי.די.בי: הבדיחה על חשבוננו": <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000839695>.
⁶⁷ זו גם הדרך הנהוגה בארה"ב וברוב מדינות העולם, ראו Bebachuk (2000).

הספרות הכלכלית מדגימה מנגנון שניתן לעשות בו שימוש במקרה ששווי החברה אינו ידוע לשופט, ואשר אף ניתן לעשות בו שימוש כאשר יש לשחקנים השונים הערכות שונות ביחס לשווי החברה (כפי שהזכרנו לעיל), והוא שיטת האופציות של בבצ'וק.⁶⁸ על פי שיטה זו, כל החוב של החברה נמחק, ומתכנן המנגנון מחלק לכל אחת משכבות החוב – וכן לבעלי המניות – אופציות מסוג אחר. בתוך כל רמת קדימות האופציות מחולקות באופן שוויוני – ביחס לתביעה החוזית של כל נושה. כל אופציה עשויה להימחק בהמשך על ידי מתפעל המנגנון תמורת ההתחייבות החוזית של החברה כלפי הנושה.⁶⁹ במקרים שבהם האופציות לא נמחקו, כלל האופציות בכל שכבה מאפשרות לנושים באותה שכבה לקנות את כל מניות החברה במחיר מימוש ששווה לסך התביעות הכספיות של הנושים הבכירים מהם. כאשר המנגנון מיושם, הוא מאפשר בפועל לכל נושה לקבל את המגיע לו, ללא צורך במשא ומתן בין קבוצות הנושים השונות, וללא צורך בכך שהשופט ידע מה שווי נכסי החברה האמיתי.

הדוגמה שלהלן ממחישה את המנגנון שבבסיס שיטת האופציות של בבצ'וק. נניח חברה ששווי נכסיה V . לחברה חוב בכיר בגובה של 100 ש"ח וחוב נחות בגובה 100 ש"ח. אילו היה שווי נכסי החברה ידוע לשופט, להלן התקבולים שהיו נקבעים לכל אחת מהקבוצות, כתלות בשווי נכסי החברה ובסדר הנשייה:

- כאשר $V < 100$: הן בעלי החוב הנחות והן בעלי המניות מקבלים אפס, ואילו בעלי החוב הבכיר מקבלים V .
- כאשר $100 \geq V > 200$: בעלי המניות מקבלים אפס, בעלי החוב הבכיר מקבלים 100, ואילו בעלי החוב הנחות מקבלים $V - 100$.
- כאשר $V > 200$: הן בעלי החוב הבכיר והן בעלי החוב הנחות מקבלים 100 כל אחד, ואילו בעלי המניות מקבלים $V - 200$.

על פי שיטת האופציות של בבצ'וק, השופט אינו צריך לדעת את שווי נכסי החברה. במקום זאת, מחולקים סוגי אופציות שונים לכל אחת מהקבוצות. האופציות שיקבלו בעלי החוב הבכיר הינן במחיר מימוש של אפס, האופציות שיקבלו בעלי החוב הנחות הן במחיר מימוש של 100, ואילו האופציות שיקבלו בעלי המניות הן במחיר מימוש של 200.⁷⁰ אם כולם היו יודעים ששווי החברה הוא 80, אזי האופציות של בעלי המניות ובעלי החוב הנחות לא תמומשנה, והן תימחקנה, ובעלי החוב הבכיר יקבלו תמורת האופציות שלהם, שתימחקנה, את כל החברה. אם, לחילופין, כולם יודעים ששווי החברה הוא 130, בעלי המניות יבחרו שלא לממש את האופציות שלהם, והן תימחקנה; בעלי החוב הנחות יממשו את האופציה שלהם וישלמו 100 תמורת כל החברה; ואותם 100 ישמשו לתשלום לבעלי החוב הבכיר על מנת למחוק את האופציות שלהם. אם, לחילופין, כולם יודעים ששווי החברה הוא 500, בעלי המניות יממשו את האופציה שלהם וישלמו 200 תמורת כל החברה; 100 מתוך אותם 200 ישמשו לתשלום לבעלי החוב הנחות על מנת למחוק את האופציות שלהם; 100 נוספים ישמשו לתשלום לבעלי החוב הבכיר על מנת למחוק את האופציות שלהם. בכל הדוגמאות הללו, חלוקת השווי נעשית בדיוק לפי סדר הנשייה.

⁶⁸ ראו פירוט נרחב על שיטת האופציות של בבצ'וק ב-Bebchuk (1988), וכן Bebhuk (2000).

⁶⁹ בעלי המניות הם בעלי התביעות השוליים (residual claimants), ולכן טכנית התביעה החוזית שלהם היא אינסוף.
⁷⁰ כאמור, האופציות מחולקות באופן שוויוני בין כלל הפרטים באותה קבוצת נשייה. כך לדוגמה, אם נניח כי יש 200 בעלי חוב נחות, כל אחד מהם יקבל אופציה אחת לרכישת 1/200 מהחברה במחיר מימוש של 0.5 ש"ח, אשר יכולה להימחק בהמשך תמורת תשלום של 0.5 ש"ח.

לא בהכרח כל הפרטים באותה קבוצה יבחרו לממש את האופציות שברשותם באופן זהה – כך, למשל, במקרה שיש להם הערכות שונות לגבי שווי נכסי החברה. אם בקבוצה מסוימת יהיה מימוש חלקי של האופציות, אזי תמורת המימוש תשמש למחיקה חלקית (באופן שוויוני) של החוב. כאשר למשתתפים השונים בשיטת האופציות של בבצ'וק ישנן הערכות שונות לגבי שווי הנכסים, ניתן להוכיח כי כל אחד מהם מקבל לפחות את השווי המגיע לו על פי ההערכה שלו, אך ייתכן שיקבל יותר מזה (במקרים שבהם ההערכות של האחרים גבוהות מכך). מאחר ששיטת האופציות של בבצ'וק אינה מצריכה התארגנות של הנושים השונים באספות-סוג וקבלת החלטות משותפת, היא מסייעת בכך גם בהתגברות על הבעיות, שהזכרנו לעיל, הכרוכות בכללי הצבעה וקבלת החלטה רציונלית באמצעות הצבעת רוב.

לסיכום, אם כך, שיטת האופציות של בבצ'וק מאפשרת חלוקה של נכסי החברה בין הנושים השונים על פי סדר הנשייה, ללא צורך של השופט לברר מה שווי הנכסים האמיתי. ההנחה במודל היא כי ערך הנכסים אינו תלוי במבנה הבעלות עליהם (או שניתן בהמשך לעשות התאמות, כך שישקפו מבנה אופטימלי). השיטה אינה מצריכה כללי הצבעה קולקטיביים עבור אספות-הסוג השונות, ומאפשרת, תאורטית, לכל נושה לקבל לפחות את השווי המגיע לו על פי ההערכה הפרטית שלו לגבי שווי נכסי החברה.

שיטת האופציות של בבצ'וק היא מנגנון אלגנטי מאוד לפתרון בעיית הזיהוי (verifiability) של נכסי החברה, ומציעה אגב כך גם פתרון לצורך הטיפוסי במשא ומתן ארוך בין גורמים שונים, וכן להחלטות בשיטת הרוב. ביקורות שונות כלפי שיטה זו מתייחסות, בין השאר, לעובדה כי על מנת לממש את האופציות לעיתים יש צורך בתשלום גבוה, אשר הקושי בגיוסו עשוי להביא לפתרונות לא יעילים. כך למשל – אם בעלי המניות רוצים לקבל נתח כלשהו מנכסי החברה, עליהם לשלם מיד את מלוא התביעות של כלל הנושים בחברה. נניח כי החברה הגיעה לחדלות-פירעון בשל כשל טכני – המשמעות היא שבעלי המניות לא הצליחו להביא לכך שההתחייבויות קצרות הטווח של החברה תכובדנה, ועל כן יהיה קשה להאמין שיוכלו תוך זמן קצר לשלם את כלל החובות של החברה במזומן. בבצ'וק מציין כי אם האופציות הללו תהיינה סחירות עד לסיום ההליך, הדבר עשוי לסייע לפתרון בעיית הנזילות האמורה. כמו כן, במקרים שבהם יש ריבוי גורמים בכל אחת מהשכבות, אזי יש פיצול בחבות של הקבוצה, מה שעשוי לסייע גם כן בהקלה על בעיית הנזילות.

בספרות הכלכלית ישנן התאמות והרחבות שונות לשיטת האופציות של בבצ'וק. אחת הידועות שבהן קשורה לשילוב החלטה זו עם ההחלטה האם להנזיל את הפירמה או להמשיך ולהפעילה.⁷¹ בשיטה זו, במקביל להפעלת שיטה זו, אך לפני שמבוצעת ההחלטה על מימוש האופציות, יפעל השופט לקבלת הצעות (Bids) במזומן או בדרכים אחרות (שלא במזומן) עבור נכסי הפירמה. נציין כי כיום במסגרת הליך פירוק לא ניתן לקבל הצעות שאינן במזומן. הצעות אלו תשמשנה את בעלי האופציה בהחלטה האם לממש את האופציות או לא. לאחר שישתיים שלב מימוש האופציות, בעלי המניות החדשים יוכלו להחליט כיצד ירצו לכוון את עתידה של החברה בפועל – האם באמצעות הנזלתה או באמצעות הפעלתה כעסק חי בדרך כזו או אחרת. בשלב זה החברה יוצאת מהליך חדלות-הפירעון. היתרון בשיטה זו הוא כי ההליך מהיר יחסית (לפחות תאורטית) – החברה יוצאת מהר מהליך חדלות-הפירעון; בעלי המניות החדשים של הפירמה יכולים להחליט על עתידה שלא במסגרת ההליך; כאשר מבוצעת החלטה זו יש פחות ניגוד אינטרסים בין הצדדים, מאחר שכל מי שמקבל את ההחלטה מחזיק רק במניות רגילות של החברה, ולחברה אין יותר חוב.

⁷¹ ראו Aghion, Hart and Moore (1992).

6.4 מנגנוני היפרדות: BMBY (Buy Me Buy You)

במקרים שונים, במסגרת הליך הסדר החוב, יש צורך בהיפרדות בין בעלי מניות שונים.⁷² לעיתים מתבצע שינוי שליטה בחברה, גם אם הנושים הם לא אלו שמשתלטים עליה. במקרים אחרים של הסדר חוב, כאשר החברה שבהסדר מחזיקה מניות בחברה אחרת, יהיה רצון להנזיל מניות אלו או להשתלט על חברת הבת על מנת למכור אותה במלואה.

בעולם התאגידי נהוג לעשות שימוש במנגנון BMBY (Buy Me Buy You) לצורך פירוק שותפויות או היפרדות בין בעלי מניות. מנגנון BMBY הינו מנגנון פשוט ונפוץ מאוד בישראל, שאמור להביא צד לסכסוך להציע את המחיר ההוגן בעבור נכסי החברה. היות שלעיתים במועד פירוק השותפות קיים סכסוך בין הצדדים, הדבר מקשה על ניהול משא ומתן אפקטיבי, ועל כן נקבעים מראש כללים ההופכים את החלטה הסופית על הפירוק להחלטה חד-צדדית של אחד מהצדדים. מה שמאזן את החד-צדדיות, באשר להחלטה על הפירוק, הינה החלטה חד-צדדית מקדימה של השותף השני באשר למחיר העסקה. כלומר, אחד הצדדים קובע את מחיר העסקה, ואילו השני מחליט האם במחיר זה ירצה למכור את מניותיו או לקנות את המניות של שותפו. המנגנון שואב השראה ממנגנון ידוע מדוגמה שבה שני אנשים רוצים לחלק ביניהם עוגה.⁷³ נניח במקרה זה ששני האנשים רואים את העוגה וכל אחד רוצה לקבל כמה שיותר ממנה. במקרה זה פרוצדורה ידועה שמביאה לתוצאה שווה היא לקבוע כי אחד מהם יפרוס את העוגה לשתי פרוסות, ואילו השני יבחר איזו פרוסה לקחת ואיזו פרוסה להשאיר לחברו. מאחר שהפורס מעריך שבשלב השני חברו ייקח את הפרוסה הגדולה יותר, הוא יעשה ככל שביכולתו לפרוס את העוגה לשני חלקים שווים. גם במנגנון ה-BMBY, הידיעה שאחד השותפים בוחר, בשלב השני, האם לקנות או למכור את מניותיו במחיר הנקוב, גורמת לשותפו לנסות בשלב הראשון, שלא להפריז במחיר שבו הוא נוקב (כי אז הוא עלול לשלם את המחיר הזה עבור מניותיו של שותפו) ולא לקבוע מחיר נמוך מדי (כי אז הוא עלול למכור את מניותיו במחיר זה לשותפו).

גם במקרים שבהם לשני השותפים יש יכולת לגייס כסף על מנת לבצע רכישה בפועל, עדיין למנגנון ה-BMBY יש פגם משמעותי שראוי להביא לפסילתו לשימוש. בניגוד לחלוקת העוגה – שם שני הצדדים הסכימו על גודל העוגה, במקרה של BMBY לכל שותף יש אינפורמציה פרטית באשר לשווי החברה עבורו, בעוד שהוא יכול רק להעריך את שווייה עבור שותפו. בשל כך, במקרים שונים מנגנון ה-BMBY מביא לכך שבסוף התהליך הצד הרוכש יהיה זה שבעבורו שווי הנכסים נמוך יותר – ועל כן הוא עלול להביא להשמדת ערך (או במילים אחרות – המנגנון אינו מביא בהכרח לתוצאה יעילה אקס-פוסט).

לצורך המחשה ניתן להרהר בדוגמה הבאה: שני שותפים – יוסי ושרה – מחזיקים בחלקים שווים בחברה ומעוניינים לפרק את השותפות. מניות החברה שוות לשרה 1,000 ש"ח, וליוסי הן שוות 10,000 ש"ח. ברור, אם כך, שמבחינה כלכלית היה יעיל שמניות החברה תעבורנה ליוסי. שרה מעריכה שהמניות שוות ליוסי 10,000 ש"ח, ואילו יוסי מעריך שהמניות שוות לשרה 500 ש"ח. מנגנון ה-BMBY נקבע כך שיוסי נוקב במחיר,

⁷² ראו למשל בהקשר זה:

הסדר החוב באאורה שהתייחס למנגנון BMBY שהיה ביחס לאחזקות בחברת הבת אאורה ישראל:

<http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3550043,00.html>

הסדר החוב של פטרו גרופ שהתייחס למנגנון BMBY ביחס למניות חברת הבת GPM:

<http://www.themarket.com/markets/1.2067106>

<http://mayafiles.tase.co.il/RPdf/855001-856000/P855362-00.pdf>

מנגנון ה-BMBY שנקבע בין בעלי השליטה החדשים במסגרת הסדר החוב של אי.די.בי. פיתוח:

<http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3660408,00.html>

הסדר החוב בחברת דוראה שהתייחס למנגנון BMBY שהיה ביחס לאחזקות בחברת הבת אורתם סהר:

<http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000683709>

⁷³ ראו Austin (1982).

ואילו שרה בוחרת האם לקנות או למכור את המניות. במקרה זה עשוי יוסי לנקוב במחיר של 500 ש"ח (בהתאם להערכתו לגבי שווי החברה לשרה). במחיר כזה תעדיף שרה לקנות את מניותיו של יוסי. ברור כי החברה עברה לשותף הלא נכון, וכי הבסיס לכך הוא הטעות בהערכה שעשה יוסי. טעויות מסוג זה הן אלו שמביאות לכך שמנגנון ה-BMBY אינו יעיל בהכרח אקס-פוסט.

חרף אי-היעילות הידועה של המנגנון, בפועל נעשה שימוש רב ב-BMBY – בפרט בישראל, וכן נהוג לעשות שימוש במנגנונים דומים גם כסעדים של בתי משפט (למשל בהליכי קיפוח מיעוט). קיימים מנגנונים אלטרנטיביים אשר מספקים מענה לכשלים הללו. אחד מהם הוא מכניזם דמוי מכרז המעניק פתרון יעיל בפירוק שותפות עם שותפים מספר.⁷⁴ כמו כן הספרות מדגימה כי ניתן להגיע לפירוק יעיל בין שני שותפים באמצעות מנגנון BMBY דו-שלבי שבו נערך בשלב הראשון משא ומתן על זהות המציע.⁷⁵ לאחרונה העדיף גם בית המשפט העליון מנגנון דמוי מכרז על פני מנגנון BMBY לפירוק שותפות.⁷⁶

⁷⁴ ראו Cramton, Gibbons and Klemperer (1987).

⁷⁵ ראו de Frutos and Kittsteiner (2008).

⁷⁶ ראו בית המשפט העליון בשבתו כבית משפט לערעורים אזרחיים, עא 8712/13, אמיר אדלר נ' שי לבנת: http://www.nevo.co.il/psika_html/elyon/13087120-w16.htm

מקורות

1. גבע, א., 2015. "חובות הזהירות כלפי נושים בסביבת חדלות-פירעון", *ספר יוסף גרוס, מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי*, בעריכת אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי (הוצאת נבו), עמ' 197.
2. חביב-סגל, א., 2007. *דיני חברות* (תל אביב: באלאנס הפקות).
3. ינאי, א., 2013. "הסדרי חוב בישראל", מכון מילקן.
4. Aghion, P., Hart, O. and Moore, J., 1992. "Economics of Bankruptcy Reform", *Journal of Law, Economics and Organization*, 8, p. 523.
5. Andrade, G. and Kaplan, S.N., 1998. "How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed", *Journal of Finance*, 53(5), pp. 1443–1493.
6. Arrow, K.J., 1950. "A Difficulty in the Concept of Social Welfare", *Journal of Political Economy*, 58(4), pp. 328–346.
7. Austin, A.K., 1982. "Sharing a Cake", *The Mathematical Gazette*, 66(437), pp. 212–215.
8. Bebchuk, L.A., 1988. "A New Approach to Corporate Reorganizations", *Harvard Law Review*, 101(4), pp. 775–804.
9. Bebchuk, L.A., 1999. "A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control", *National Bureau of Economic Research*, No. w7203.
10. Bebchuk, L.A., 2000. "Using Options to Divide Value in Corporate Bankruptcy", *European Economic Review*, 44(4), pp. 829–843.
11. Bergman, Y. Z. and Callen, J. L., 1991. "Opportunistic Underinvestment in Debt Renegotiation and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, 29(1), p. 137–171.
12. Bris, A., Welch, I. and Zhu, N., 2006. "The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization", *Journal of Finance*, 61(3), pp. 1253–1303.
13. Claessens, S., 2005. "Policy Approaches to Corporate Restructuring Around the World: What Worked, What Failed?", in *Corporate Restructuring: Lessons from Experience*, Pomeleano, M. and Shaw, W. (eds.), Washington: World Bank, pp. 281–328.
14. Coase, R.H., 1960. "The Problem of Social Cost", in *Classic Papers in Natural Resource Economics*, Gopalakrishnan, C. (ed.), Palgrave Macmillan, London, pp. 87–137.
15. Cramton, P., Gibbons, R. and Klemperer, P., 1987. "Dissolving a Partnership Efficiently", *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 55(3), pp. 615–632.
16. Duca, G., 2007. "The Relationship between the Stock Market and the Economy: Experience from International Financial Markets", *Bank of Valleta Review*, 36, pp. 1–12.
17. Feddersen, T.J. and Pesendorfer, W., 1996. "The Swing Voter's Curse", *American Economic Review*, 86(3), pp. 408–424.
18. de Frutos, M.A. and Kittsteiner, T., 2008. "Efficient Partnership Dissolution under Buy-Sell Clauses", *The RAND Journal of Economics*, 39(1), pp. 184–198.
19. Gertner, R. and Scharfstein, D. S., 1991. "A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law", *Journal of Finance*, 46(4), pp. 1189–1223.

20. Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305–360.
21. Jou, J.-B. and Tan, C. L., 2010. "Asset Substitution, Debt Overhang, and Optimal Capital Structure" (Doctoral dissertation, Department of Economics and Finance, Massey University, Albany).
22. Laryea, T., 2010. "Approaches to Corporate Debt Restructuring in the Wake of Financial Crises", International Monetary Fund.
23. Leland, H. E., 1994. "Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure", *Journal of Finance*, 49(4), pp. 1213–1252.
24. Leland, H. E., 1998. "Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure", *Journal of Finance*, 53(4), pp. 1213–1243.
25. Levine, R. and Zervos, S., 1998. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, 88(3), pp. 537–558.
26. Modigliani, F., 1988. "The Role of Intergenerational Transfers and Life Cycle Saving in the Accumulation of Wealth", *Journal of Economic Perspectives*, 2(2), pp. 15–40.
27. Modigliani, F. and Miller, M., 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48(3), pp. 261–297.
28. Myerson, R.B., 1991. "Proportional Representation, Approval Voting, and Coalitionally Straightforward Elections", Discussion Paper No. 928, Northwestern University.
29. Samuelson, W.F. and Bazerman, M.H., 1985. "Negotiation under the Winner's Curse", *Research in Experimental Economics*, 3, pp. 105–138.
30. Shakespeare, W., 1600. *The Merchant of Venice*.
31. Soumare, I. and Tchana, F. T., 2014. "Causality between FDI and Financial Market Development: Evidence from Emerging Markets", *World Bank Economic Review*.
32. Wruck, K. H., 1990. "Financial Distress, Reorganization and Organizational Efficiency", *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp. 419–444.