

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

## סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 7 בפברואר 2019

נושא המפגש: מבט מימוני ביקורתי על חוק חדלות פירעון

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון

**אורחים שנכחו בדיון:** מיכל אלבז (משרד המשפטים), ספי זינגר (הרצוג פוקס נאמן), דיקלה לביא פישר (פישר בכר חן וול אוריון ושות'), ליהי בלומנפלד (פישר בכר חן וול אוריון ושות'), זהבית עין דור (רשות ני"ע), ענת פילצר סומך (איגוד החברות הציבוריות), חגי אולמן, גיא גיסין, מנחם רהב (רהב רשף בן עמי ושות'), צורי לביא (ליפא מאיר ושות'), שירלי יפרא אזור (ליפא מאיר ושות'), דנית רימון (ליפא מאיר ושות'), אסף נוימן (רשות ני"ע), דוד האן (אוניברסיטת בר אילן), אוהד צמח (לאומי קארד), יעקב עמיהוד (אוניברסיטת ניו יורק), אלון בנימיני (ארדינסט בן נתן טולידאנו ושות').

**משתתפים:** שלומי שוב, אמיר ברנע, דני ויטאן (KPMG), נטע ורדי (בנק ישראל), עמנואל אבנר, דן אבנון (הרמטיק), קים שהם ניר (הכשרת הישוב), סיגל רוזן-רכב, ליבנת עין שי וילדר (בנק לאומי), דגנית דניאל (משרד המשפטים), אברמי וול (פישר בכר וול אוריון ושות'), רון הדסי (אלביט הדמיה), עמיר ליכט (IDC), הילה קונפוררטי (כלל ביטוח), רועי שלם (נומריקס), אורי גלאור (IBI), ברוך גובי (עובד גובי ושות'), נבו ברנר, חגית ינון (NICE), עודד שריג (IDC), טל מופקדי (נומריקס), דרור גד (קרן ריט1), נדב שטינברג (בנק ישראל), יעל אנדורן, בן אוריון (פרומתאוס), אסתר גלעוז, ג'קי אהרון (MVP), רוני עפר (אוניברסיטת תל אביב), אבי לוי (מליסרון), מיכה ארד (Deloitte), אולגה אלקסייב (EY), יזהר קנה (פאהן קנה), גיא טביביאן (Deloitte), כפיר קלדרון (C VALUE), נחמה ברין (גולדפרב זליגמן), שי קומפל (מנורה), נטלי גייקובס (הרצוג פוקס נאמן), מני נאמן (הפניקס), אסף חמדני (אוניברסיטת תל אביב), ואדים פורטנוי.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### צוות מקצועי

עדי פליישר וגל אקריש

### שלומי שוב

בוקר טוב לכולם. אנו עוסקים היום בחוק חדלות הפירעון החדש במבט מימוני ביקורתי. אני ברשותכם רוצה להתחיל עם ההגדרה המעניינת של חדלות פירעון בסעיף 2 לחוק, אנחנו רואים שם סוג של פשרה בין המבחן התזרימי למבחן המאזני ומעניין עד כמה לבתי המשפט תהיה כאן למעשה בחירה בין המבחן המאזני למבחן התזרימי. בזמנו כשהחוק עוד היה במסגרת הצעה והיה מנוסח לפי המבחן התזרימי בלבד דנו בכך במסגרת הפורום, מאותו מועד היו הרבה שינויים עד לחקיקתו הסופית. כמו שאנו רואים החוק הסופי שונה ומה שמחדד זאת באמת הוא סעיף 9 לחוק המגביל את הפניה של נושה רק לגבי מצב בו חובת הפירעון היא עד שישה חודשים. יש פה סיטואציה מעניינת.

שאלה נוספת שמתעוררת היא עד כמה ההגדרה של חדלות פירעון משתנה בין מטרה למטרה של החוק, לדוגמא נושא אחריות דירקטורים - עד כמה ייקחו בתי המשפט את ההגדרה הזאת לכיוונים שונים בהתאם למטרה הנבחרת. צריך לזכור שאנחנו מדברים על נושים שהם נושים פרטיים כמו בנקים, בדרך כלל הקובננטים פוטרים אותם מהצורך בדרישות ובהליכים הללו של החוק. החוק אמור להגן על בעלי האג"ח שבגדול אצלם לאחר "וועדת חודק" הקובננטים הם בד"כ פחות עמוקים וחזקים. מהזווית של חשבונאות יש שאלה מעניינת בין עיתוי הרישום של "הערת עסק חיי" לבין הגדרה של חדלות פירעון, זה דברים שעסקנו בהם בעבר. אני חושב שהפרקטיקה בישראל התייצבה בשנים האחרונות על מצב מוזר שבו הערות עסק חיי מגיעות באופן מובנה באיחור רק כשיש כניסה להסדר חוב. כי מה זה הערת עסק חיי? העסק הוא חיי אבל יש לנו ספקות משמעותיים ולא כשהעסק לא יכול להמשיך במצבו הנוכחי. מה שקרה זה שבעידוד רשות ניירות ערך, נוצרה איזושהי דרגת ביניים שבה יש הפניית תשומת לב למצב העסקים בלי המילים "עסק חיי", כאשר הערת עסק החי

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

המוכרת מגיעה רק בסוף במקרה של חדלות פירעון. נוצרה סיטואציה מיוחדת עם השנים בפרקטיקה מוסכמת שמגיעה עם הרבה רגישויות שיש סביב ההערה הזאת, אבל מצד שני חשוב שכל העוסקים בדבר, ובמיוחד המשקיעים יבינו שזאת הפרקטיקה שהתפתחה.

זוה מחבר אותנו לנושא שגם אנחנו נרצה לכוון אליו את הדיון היום סעיף 288 לחוק, שאנחנו רואים אותו כסעיף דרמטי בהיבט של אחריות דירקטורים כלפי הנושים וההחלטות שהם מקבלים שונות במהות מאלו שמתקבלות במצב דברים רגיל. בזמנו משרד המשפטים ממה שאני זוכר חיפש את הוודאות ואת הדין של דלוואר. ואנחנו רואים שגם בנושא הזה של אחריות דירקטורים, התקבלה פה בסופו של דבר חקיקה שהיא שונה בתכלית, היא יוצרת מתח בין חוק החברות לבין חוק חדלות פירעון החדש וחשיבות מאוד גדולה להגדרת חדלות פירעון, כי בסביבת חדלות פירעון ההחלטות שהדירקטורים צריכים לקבל הן לכאורה שונות בתכלית ממצב שאינו כזה.

### אמיר ברנע

אני רואה שתי מטרות בחוק. המטרה הראשונה היא וודאות משפטית, כל אחד מבין שעצם פנייה לבית משפט היא בעלת השלכות רוחביות על הפירמה. קיים בחוק ניסיון להגביל את הגישה לבית משפט- למשל לנושים רחוקים בהבחנה מנושים קרובים, בסעיף תשע. הטענה היא שהוודאות המשפטית נדרשת, כי בית משפט מתקשה להחליט מה מצבה של החברה- גם במבחן המאזני וגם במבחן התזרימי. במיוחד שהחלטה לגבי מבחן מאזני תלויה בהערכות שווי, כי לא מדובר על דוחות כספיים אלא בהערכות שווי כאשר המצב של NAV שלילי נגזר מהערכות שווי. הרי כולם יודעים שקיימים פערים בהערכות שווי. דוגמא שמיד חושבים עליה היא IDB, בה היה פער של כשלושה מיליארד שקל אם אינני טועה, בהערכת שווי בין שני הצדדים שהתדיינו אז ובית המשפט היה צריך להחליט מה הצפי היותר סביר. המטרה השנייה של החוק היא נושא השיקום, בהבחנה מנושא

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הפירוק, כאן נכנסים כל הסעיפים של פרק אחד עשרה או מה שנקרא משא ומתן מוגן. האפשרות למנוע פירוק על ידי תוכנית הבראה שמציעה ההנהלה מהווה פגיעה מסוימת בנושים. אחד הדברים המרכזיים שאני רוצה להדגיש הוא שכל פגיעה כזאת מתומחרת, כל דבר כזה יתבטא בפרמיית סיכון. תכף נראה את זה באופן יותר ספציפי. יש לי שלוש הערות שמתייחסות למטרות החוק והדרך שבה המטרות האלה מוגשמות הלכה למעשה.

ראשית, האם גדלה הוודאות המשפטית? כלומר האם באמת קיימת מניעה מנושה ארוך לפנות לבית משפט לפתיחת הליכים? כל נושה ארוך הוא גם נושה קצר, כי בדרך כלל חוב קצר הוא פרוס ויש חוב לנושה הארוך דרך ריבית ודרך פריסת הקרן כל נושה ארוך יוכל להיכנס למסגרת הזאת דרך הפריסה של החוב. בנוסף מה שיחליף את הגבלת אפשרות הגישה לבית המשפט אלה הקובנטים, כאן עולות השאלות- איך מנסחים קובנטים רלבנטיים? כאשר הקובנטים בנויים בדרך כלל על ערכים חשבונאיים, על דוחות כספיים. דוגמא פשוטה היא IFRS16 שמשנה לגמרי את המינוף הפיננסי החשבונאי של חברות רבות דרך התייחסות לחכירה כהתחייבות. מכיוון שמינוף פיננסי הוא קובנט סטנדרטי, רוב הקובנטים כוללים אותו כלומר פירמה פתאום בהפרה של קובנט רק בגלל שינוי שיטת הרישום החשבונאית. אז תחשבו האם ניתן לשחזר מצב חשבונאי קודם? כך שאינני בטוח שבאמת נמנעת עבודה מבית המשפט, שעליו מוטלת אינטרפרטציה של קובנטים. כלומר אינני בטוח שתושג הוודאות המשפטית שהיא אחת ממטרות החוק.

שנית, נושא השיקום - לפי החוק קיימת אפשרות להפעיל מו"מ מוגן. מעניין שהתנאי לכך הוא בעצם התחייבות או הצהרה של הדירקטוריון שבמשך שלושה רבעונים קדימה החברה סולבנטית. כעת תחשבו על הסיטואציה, איזה דירקטוריון יחתום על הצהרה כזאת? כלומר כאשר ברור לגמרי שאי אפשר להחריג את עצם הפנייה להסדר מוגן כאינפורמציה לציבור. כלומר בוודאי שחברות ציבוריות או חברות מדווחות, צריכות לדווח על כך. מה ההשלכות הרוחביות של עצם הפנייה הזאת לגבי

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סולבנטיות כאשר משמעותה יכולה להתפרש כאי סולבנטיות בתום התקופה? לגבי ספקים, לגברי לקוחות ארוכים, לגבי מעמד הפירמה בשוק. כלומר נוצר מצב שהדירקטוריון יתקשה לחתום על התשעה חודשים האלה, שלושה רבעונים קדימה, שהחברה סולבנטית. בנוסף אם חלופת השיקום תתברר כחלופה שכיחה, יש כאן פגיעה מסוימת בזכויות ונושים, שמעדיפים פרוק במקרים רבים פירוק על שיקום. שוב כל פגיעה כזאת באה לידי ביטוי בפרמיית סיכון, במיוחד אם לא יהיה ניתן להחריג את הדיווח. על עצם הפנייה לבית משפט, לבקשת מו"מ מוגן.

שלישית, נושא הדירקטוריון- אני באמת לא מקנא בדירקטוריון, כיצד יקבלו דירקטורים החלטות? תחשבו על חברה סולבנטית לפי כל המבחנים, אבל ממונפת בה הדירקטוריון צריך לקבל החלטות, לחלקן קיימות השלכות על הממשק בין נושים לבין בעלי מניות. למשל החלטה על שינוי רמת הסיכון של החברה או השקעה בפרויקט מסוכן, שבוודאי שבחברה ממונפת היא תורמת שווי למניות על חשבון הנושים. כיצד יחליטו אם בדיעבד יתברר שקרה תרחיש של חדלות, האם הדירקטורים אחראיים? לחלק גדול מהחלטות הדירקטוריון יש השלכות על השווי היחסי של נושים לעומת בעלי מניות טובת מי תילקח בחשבון? דבר אחד. דבר שני, האם ניתן לבטח דירקטורים מול האחריות הזאת? שיפוי אמנם אי אפשר, אבל ביטוח אפשר. אולי זאת תהיה פעם ראשונה שפרמיית הביטוח על אחריות דירקטורים, תהיה פרופורציונאלית למינוף החברה, בחברה ממונפת תקבע פרמיה גבוהה. לסיכום יש לנו חוק שמנסה להתקרב לארצות הברית אך לא עשה את כל הדרך. צפויות בעיות לא פשוטות ביישום וקיימות ספקות האם אנחנו משיגים פה איזושהי אופטימיזציה כלכלית. האופטימיזציה הכלכלית היא פשוטה- האם הליך חדלות פירעון אינו עולה בהפרשי שווי? האם החוק מאפשר מעבר חלק תוך שמירת שווי החברה? המטרה שלנו ככלכלנים היא להבטיח שהחוק באמת משרת את המטרה הזאת.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### דוד האן

יש כאן מספר נושאים, נתחיל עם שניים מהם- האחד זה משא ומתן מוגן והשני זה אחריות הדירקטורים, אלו דברים חדשים, שלא היו קיימים בוודאי לא בחקיקה עד היום. כשמסתכלים על הקונסטרוקציה של החוק צריך להבין שהמשא ומתן לא נולד בחלל ריק, ואני חושב שהוא דבר חדש. למעשה משא ומתן מוגן נולד בוועדת "אנדורן", בתוספת מסוימת. התוספת של התחזית התזרימית של שלושה רבעונים קדימה היא תוספת שלא הייתה בוועדה. משא ומתן מוגן הוא בעצם מה שכונה בוועדת אנדורן "השלב הראשון". ויש שלב שני שלא שמים לב אליו אבל גם הוא נכתב בחוק חדלות פירעון כתיקון עקיף לחוק ניירות ערך והוא משלים את המשא ומתן המוגן. בשלב זה אם יש אירוע של אי תשלום ולו אחד בחברה, תהיה חובה על נאמני האג"ח לפנות תוך 45 יום לבית המשפט ולבקש פתיחה של הליך חדלות פירעון רשמי שבו ימונה בעל תפקיד. שני החלקים הללו כאחד, זה המלצות וועדת "אנדורן". המשא ומתן המוגן הוא כאמור "השלב הראשון" – קרי: כל עוד אין כשל תשלום וחובת פנייה לבית המשפט; "השלב השני" חל כאשר יש כשל תשלום. לעניות דעתי זה פספוס גדול מאוד, שמו את כל כובד המשקל על השאלה האם היה כשל תשלום או לא היה כשל תשלום בגלל שרוצים וודאות. קודם כל כאשר אני עושה השוואה רוחבית לעולם, אני לא כל כך מכיר שיטות משפט שבהן הסיפור הזה (קרי: כשל תשלום בודד) חותך ויוצר שתי פלטפורמות שונות או סביבות משפטיות שונות לחלוטין. אני לא מכיר סביבה שבה גם אם היה כשל תשלום, ואף אם החברה היא בחדלות פירעון בכל מובן, אני לא מכיר שיטת משפט שאוסרת על החברה באותו שלב לנהל משא ומתן עם הנושים שלה, אם שני הצדדים מעוניינים בכך. בארצות הברית בוודאי, בה הסביבה יותר נוחה כי גם אם נכנסים להליך Chapter 11, ממילא ההנהלה נמצאת שם. אבל אפילו אם אני אקח למשל את השיטה הבריטית ויש בכל זאת קצת גוון בריטי גם בחוק החדש, יש מסלול שנקרא scheme of arrangement שזה בעצם משא ומתן חיצוני בין החברה לבין הנושים. הדינאמיקה מתנהלת מחוץ

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לבית משפט ואין שם שום קו חיתוך ושום הגבלה שלפיו ניתן לנהל אותו רק אם החברה עדיין משלמת את חובותיה ואם חלילה כשלה הדבר אינו אפשרי. ההגבלה הזאת מבחינתי היא מיותרת לחלוטין. ולא רק זה, היא גם יוצרת מציאות כמעט בלתי אפשריות בכללי המשחק שלנו. כפי שציינתם בפתיח, במשא ומתן המוגן צריך הצהרה של הדירקטוריון של לפחות שלושה רבעונים קדימה שאין שום צפי לבעיה של כשל פירעון. ופה אני מתייחס למשהו שדיברנו עליו בשעתו: צריך לחשוב גם מבחינה פסיכולוגית על האדם ממוצע, על הדירקטור הממוצע. אתה יושב כרגע בדירקטוריון ואתה בוחן את הדברים, ואתה מסתכל עשרה, אחד עשר חודשים קדימה אין לי בעיית תזרים מזומנים, עדיין אין לי בעיית פירעון. אז מה המסקנה שלך באותו רגע? זהו זה הזמן להיכנס למשא ומתן, בוא נתחיל לדבר עם הנושים כולל כל דרישות הפרסום וכולי? או שאתה אומר לא, אפשר עדיין להתנהל. אז קיימת פה בעיה כי אתה מאלץ אותי להתחיל במקום שאני דווקא פסיכולוגית לא חושב שאני נמצא בו כרגע, כלומר כאשר עוד לא בשלה השעה לכך. ולהיפך: נניח שאני חמישה חודשים לפני בעיית פירעון, וברור לי שבעוד חמישה חודשים תהיה בעיית פירעון. לפי החוק אני כבר לא יכול לנהל משא ומתן מוגן. זה לא הגיוני. זאת אומרת שאפריקה ישראל בקיץ 2009 כשהודיעה על הבעיות שלה, לו אז היה חוק חדלות פירעון קיים, לא הייתה יכולה לנהל משא ומתן מוגן, זה לא הגיוני.

שתיים, כפי שציינתם יש חובת דיווח. לא הוסדר, לפחות עד היום האם האירוע הזה (פתיחת משא ומתן מוגן) הוא אירוע בר דיווח פירעון? כל עוד זה לא הוסדר בוודאי זה אירוע בר דיווח. אז כל מי שחשב שיש כאן סביבה סטרילית, שקטה, למשא ומתן כנראה יתבדה.

הנקודה השלישית והחשובה ביותר בהקשר הזה, צריך לשים לב שמי שקורא בצורה מפוכחת את החוק, גם את ההמלצות של הוועדה, לא יכול שלא להתרשם שהחוק פורסם על פי הסתכלות על אב טיפוס מאוד מסוים של נושים, תפיסה של הנושה הפיננסי ובעיקר בעיקר מחזיקי אג"ח. כלומר פחות חשבו על ספקים, נותני שירותים וכולי, שהסביבה שהחוק מטפל בה היא בעיקר של חברות כאלה. כפי שאמרתי בשעתו גם בוועדה, דווקא בעידן שהעברנו את חוק הריכוזיות ומקבלים פחות שכבות

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

של חברות אחזקה, ההיגיון אומר שעיקר המימון העתידי ייעשה יותר ברמת החברות התפעוליות, מקסימום שכבה אחת מעליהן אבל לא שתיים, שלוש וארבע שכבות. אז למה בעידן שאנחנו חוזרים למימון בחברות תפעוליות אנחנו חושבים אך ורק על הנושים הפיננסיים? כל עוד ההליך בבית המשפט הוא הליך כל כך דרקוני, והוא פנימית לא כל כך ברור, ולא ברור בכלל מי יהיה בעל התפקיד, כי ממנים באופן רנדומלי מתוך מאגר, כל מקבל החלטות בחברה ישתדל שלא להיכנס להליכים כאלה שאתה לא מבין מה קורה בהם. ומצד שני, עם מגוון נושים (ולא רק פיננסיים) - משא ומתן מוגן פשוט לא מתאים לך.

לגבי סעיף תשע לחוק, המגבלה הזאת של חצי שנה, זה ברור לכל מי שמכיר את העסק שזה נבע מאותו מקום. חשבו אך ורק על נושים פיננסיים. לא חשבו למשל על נושה שאולי מנהל לטיגציה גדולה עם החברה שיכולה למוטט אותה, ופסק הדין צפוי בעוד שנה וחצי אין לו שום יכולת כרגע להגיש תביעה או פנייה לבית המשפט לפתוח בהליך חדלות פירעון בכפוף להפקדת ערובה. בוא נודה על האמת זה הכל נבנה על טראומת IDB. טראומה של גורמים מסוימים, לא של כולם. עד כאן לגבי משא ומתן מוגן, יש לי עוד הרבה מה לומר על זה אבל אני אשים את זה בצד.

לגבי אחריות דירקטורים, זה לא פעם ראשונה שאני אומר את זה, אני אומר את זה בצורה גלויה. כאשר היו דיונים על הנושא של אחריות דירקטורים, בעיקר בכנסת, ההבהרה הייתה שאחריות בסעיף 288 לחוק, היא לא דבר חדש, היא לא אחריות מסוג חדש, אלא היא קונקרטיזציה של חובת הזהירות הכללית שחבים בה נושאי משרה לפי חוק החברות. וכפי שאמרתי כמה פעמים בפורום, גם אני כשישבת בדיונים בוועדה, הסברתי את הדברים ככה והיום אני אומר בצורה גלויה אני מכה על חטא ואני חושב שעדיין לא מאוחר לתקן את המעוות. אחר כך חזרתי ובחנתי את הדברים יותר מקרוב, ואני עומד לפרסם מאמר נרחב רק על הסעיף הזה - זה לא חובת הזהירות לפי חוק החברות. זו חובה אחרת, עם נמענים אחרים, עם קוד פעולה אחר. וזה לא מיותר את חובת הזהירות, לא נאמר



## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כך. דירקטוריון של חברות בסיכון כזה או אחר יצטרך מעתה להתמודד עם שתי חובות שחלות במקביל – האחת, חובת הזהירות לפי חוק החברות, כשהמצפן של חוק החברות זה השאת ערך החברה. השנייה, חובת צמצום היקף חדלות הפירעון לפי סעיף 288, כשהמצפן הוא צמצום הנזק לנושים, כפי שאני מראה במאמר שתי החובות הללו ושני המצפנים הללו לא בהכרח סותרים אבל הם בוודאי לא חופפים, וכדי מבוכה לדירקטוריון בישראל. איך יוצאים מזה? החכם ישתדל לא להכניס את עצמו לשאלות שאנחנו אחרי זה צריכים להוציא משם את הדירקטורים.

### ספי זינגר

אני אנסה לתת מבט מלמעלה על הוראות החוק ולהסתכל קצת על הפילוסופיה שעומדת מאחוריו. את ההסדרים שאנחנו מדברים עליהם כאן צריך לראות ולבחון גם כמקשה אחת. כלומר לא נכון יהיה להסתכל על ההסדר שנקבע ביחס לדירקטורים כהסדר נפרד, על ההסדר שנקבע ביחס למשא ומתן מוגן כהסדר נפרד, על ההגדרה שנקבעה למונח חדלות פירעון בנפרד או על המגבלות שנקבעו ביחס ליכולת של נושים עתידיים להגיש בקשה לפתיחה בהליכי חדלות פירעון בנפרד.

אמנם כל אחד מההסדרים הללו עומד בזכות עצמו ומגשים תכלית עצמאית אבל במסגרת החוק החדש הם נחקקו כמכלול ומייצרים מערך משולב של איזונים ובלמים בין השחקנים השונים בעולם חדלות הפירעון. זאת במיוחד בכל מה שקשור למערך התמריצים לפתיחה בהליכי חדלות פירעון. במובן זה אפשר לראות בכל ההסדרים הללו מהלך אחד גדול ומורכב שנעשה מכמה זוויות.

אחת משאלות הבסיס בדיני חדלות פירעון היא אם נכון להשאיר את ניהול החברה בידי החייב לאחר הפתיחה בהליכים בדומה למודל האמריקאי או שלא. יש כמובן יתרונות וחסרונות בכל שיטה ואין לה פיתרון בית ספר של נכון או לא נכון. בחוק הישראלי, הן בדין הקיים והן בחוק החדש, הוחלט להעביר את ניהול החברה מידי מנהלי החברה לידי נאמן עצמאי שימונה בידי בית משפט. להחלטה הזו מספר טעמים שלא אכנס אליהם כעת.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ההחלטה להעביר את ניהול החברה לידי נאמן עצמאי מעלה סט שלם של שאלות. אחת השאלות המרכזיות נוגעת להשלכה של הוצאת החברה מידי מנהליה המקוריים על מערך התמריצים של מנהלי החברה להכניס את החברה להליכי חדלות פירעון. נקודת המוצא היא שבעולם בו כאשר החברה פותחת בהליכים, בעלי השליטה בחברה ומנהליה החברה מאבדים השליטה ואת הניהול של החברה תהיה רתיעה מובנית ותמריץ שלישי לחברה ליזום פתיחה בהליכים. כתוצאה מכך עלול להיווצר מצב בו החברה תידחה את פתיחת ההליכים עד כמה שאפשר ותימנע מפתיחת הליכי חדלות פירעון גם כאשר הדבר נכון מבחינה כלכלית.

לכן, העמדה של משרד המשפטים הייתה שלא ניתן להסתפק "בכוחות השוק" כדי להבטיח כניסה במועד להליכי חדלות פירעון ויש צורך ביצירת מערך תמריצים "רך" במסגרת החקיקה לפתוח בהליכי חדלות פירעון במועד. חשוב גם להגיד שנקודת המוצא של משרד המשפטים הייתה שלפחות במצב הקיים הנטייה היא לפתוח בהליכים מאוחר מדי ולא מוקדם מדי. לכן מערך התמריצים נבנה כך שיכוון את השחקנים שלא להשתנות יותר מדי ולפתוח בהליכי חדלות פירעון במועד.

במשקפים האלו יש להסתכל על ההסדרים בהם אנו עוסקים היום – הענקת מנופי לחץ לנושים למנוע השתנות שלא לצורך; אחריות דירקטורים שמחייבת את החברה שלא להתעלם ממצבה הכלכלי; משא ומתן מוגן המעניק "גזר" לחברה אם היא מזהה מוקדם את קשייה הכלכליים ויוצאת למשא ומתן עם נושיה כדי להסדיר זאת. במאמר המוסגר, במענה להערתו של פרופ' האן, זו הסיבה שנקבע כי תנאי למשא ומתן מוגן הוא שהחברה יכולה להצהיר שהיא יכולה לשלם את החובות שמועד פרעונם יגיע בתשעת החודשים הקרובים. ברור שמבחינת החברה יש יתרון בפתיחה במשא ומתן מוקדם גם שבועיים לפני שהיא לא יכולה לשלם או אפילו כאשר היא כבר במצב שאין ביכולתה לשלם חובות שכבר הגיע מועד פרעונם. אבל התכלית של המשא ומתן המוגן היה ליצור מערכת תמריצים וגזרים לחברה לזהות מוקדם את קשייה הכלכליים ולטפל בהם בזמן ללא שיהוי. לכן ברור שתנאי

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

למתן הגזר הזה הוא כאשר החברה אכן פותחת במשא ומתן בשלבים מוקדמים של קשייה הכלכליים ולא ממתינה עד לרגע שבו היא כבר אינה יכולה לשלם חוב שמועד פרעונו כבר עבר.

את כל המהלכים האלה שעליהם מדברים פה צריך לראות גם בקונטקסט הזה ובאור הזה - איך מייצרים מערך תמריצים שמביא את החברה ואת כל השחקנים מסביב לה לנקודת כזו שמניעה פתיחה בזמן של הליכי חדלות פירעון בלי השתהות. בהקשר זה חשוב להדגיש כי הכוונה בפתיחה בזמן של הליכי חדלות פירעון איננה בהכרח הגשת בקשה לבית משפט למתן צו פתיחת הליכים. אפשר גם לנהל מו"מ להסדר חוב מחוץ לבית המשפט ואפשר גם לערוך הבראה פנימית "בתוך הבית" של החברה. הנקודה החשובה היא המודעות של החברה למצבה ונקיטת צעדים מתאימים. אלו הרציונלים של אחראיות הדירקטורים והגזר של החברה במשא ומתן מוקדם.

במקביל לכך נדרש היה גם איזון מהצד השני שנועד ליצור הגנה לחברה וגם לקדם וודאות בשוק. מתכליות אלו נובעת ההגבלה של נושים עתידיים לפתוח בהליכים אם מועד פרעונו של החוב עולה על שישה חודשים.

בהקשר הזה, לגבי הוודאות, אכן הצעת החוק המקורית הייתה יותר "חד משמעית" ומקדמת ודאות ממתכונתו הסופית של החוק. זה לא שיקף איזשהו שינוי עקרוני אלא תהליך טבעי שקורה במסגרת כל הליך חקיקה. בכנסת עולים שיקולים ואיזונים נוספים וכתוצאה מכך הרבה פעמים ניסוח החוק הופך להיות "רך" יותר או עם יותר חריגים. בסופו של דבר הוודאות היא לא מטרה אלא אמצעי. הרעיון היה לתת לשוק את הכלים לייצר חוקי משחק שיעניקו לו וודאות. ההגבלה על הנושים העתידיים נבעה מהמחשבה שהדין ביחס לנושים עתידיים רלוונטי כמעט אך ורק לנושים מתוחכמים. נושים מתוחכמים אלה יכולים לקבוע באופן חוזי קובננטים שיסדירו את כללי המשחק בין הנושים לחברה באופן מדויק וודאי יותר מאלה שיכול לקבוע המחוקק.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לגבי אחריות נושא משרה, אחת השאלות המרכזיות היא אם מדובר בחובה חדשה או בקונקרטיזציה של חובת הזהירות. הניסוח של החוק מורכב ומתייחס למתח שבין האחריות לחברה לבין האחריות לנושים. הוא מדבר על אחריות כלפי התאגיד לנוקים שנגרמו לנושי התאגיד. זאת הייתה החלטה מודעת לנסות ולהימנע מהשאלה כלפי מי מופנית חובת האחריות של הדירקטורים בתקופת אזור חדלות הפירעון – אם לחברה או לנושים ואולי לשניהם. המטרה הייתה להישאר בתוך המסגרות המקובלות של חובת הזהירות של הדירקטורים כלפי החברה, ובתוך המסגרות האלה למצוא את הדרך לחייב את הדירקטורים לחשוב גם על חדלות הפירעון וגם על ההיבטים של הנושים. מטבע הדברים מבנה מורכב כזה הוא לא לגמרי חד מבחינה אנליטי. הניסוח המורכב של החוק אותו הזכרתי משקף גם הוא את הקושי הזה. אבל בסופו של דבר המסגרת בה נמצא החוק היא כן בתוך חובת הזהירות ששומרת על המסגרת הכללית של חובות הדירקטורים לפעול לטובת החברה מבלי להעביר את חובות הזהירות כלפי הנושים. בתוך המסגרת הזו ההסדר עצמו אכן ייחודי בהיבטים מסויימים ומתאים את עצמו למצבה של החברה בסביבת חדלות הפירעון וגם לאינטרסים של הנושים בתקופה הזו.

#### יעקב עמיהוד

ערכתי מחקר בו השויתי את ההשפעה של חוקי פשיטת רגל על התנהגות החברות בשלושים ושימונה מדינות בעולם. מאוד חבל שוויתרתם במשרד המשפטים על שינוי מהותי יותר בחוק, במיוחד בענין השליטה על התהליך. כאשר מסתכלים על שלושים ושימונה המדינות, הדבר הכי חשוב מכל המגבלות, מכל זכויות הנושים זה השליטה של החייב בתהליך, של מנהל החברה החייבת. אלו דברים שקשים לכימות, קל לכם לכמת את ההחזר לחייבים אבל כמו שאמיר אמר כל הדברים האלה הם מתומחרים ולנושים אין שום תפקיד, הם לגמרי פסיביים. איפה הבעיה? הבעיה היא של מקבלי החלטות בחברה. הממצאים מראים שכאשר זכויות הנושים חזקות מדי, החברות משקיעות פחות במו"פ, שיעור ההמצאות בחברות נמוך יותר, והחברות נוקטות פעולות סרק כדי להקטין את הסיכון אפילו שפעולות

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אלה מקטינות את ערך החברה. כל זאת כדי להימנע מפשיטת רגל. בסה"כ הייתם חושבים ככל שזכויות הנושים טובות יותר אז יהיה יותר אשראי לחברות במשק בגלל שהמלווים יהיו יותר מוכנים להלוות אולם קורה להיפך, דווקא כשזכויות הנושים חזקות יותר, חברות לוקחות פחות אשראי ובסה"כ רמת החוב של חברות במשק יורד. תחשבו על חוקי התנ"ך, נניח שהדירקטורים היו נמכרים לעבדות אם החברה לא מחזירה את החוב. הם עדיין היו לוקחים חוב אך בגלל הנזק הגדול עבורם מפשיטת רגל הם היו נוקטים פעולות סרק יקרות כדי להימנע ממפשיטת רגל. הנזק בצמיחה הכלכלית קשה לכימות אבל הוא שם. ככל שאתם רוצים לחזק את זכויות הנושים אתם עלולים לפגוע יותר בצמיחה הכלכלית של המשק, וזה דבר חמור מאוד.

עכשיו אין בעיה עם זכויות הנושים פה כמו שאמיר אמר, מכיוון שזה מתומחר אבל יש אי וודאות לדירקטורים וזה מזיק לניהול החברה. בדלאוור הפסיקה האחרונה מקטינה את אי הוודאות לגבי אחריות הדירקטורים. היתה פסיקה ב-1991 שהרחיבה את אחריות הדירקטורים בצורה שכוללת גם נאמנות לנושים כאשר החברה ב"איזור חדלות פירעון". לאחר מכן, בית המשפט בדלוור הפך את זה, כי ראו שאי אפשר לנהל חברות כאשר הדירקטורים אינם יודעים בדיוק את גבולות הנאמנות שלהם. בשתי פסיקות לאחר מכן נקבע שאין דבר כזה נאמנות לנושים מחוץ לפשיטת רגל ואין גם מושג של העמקה של חדלות פירעון שנגרמת מפעולה של החברה. מחוץ למצב של פשיטת רגל, נאמנות הדירקטורים היא לבעלי המניות בלבד, לא לנושים. גם אין דרישה מהדירקטורים לחזות מצב של חדלות פירעון כמה חודשים קדימה כמו שהחוק אומר בארץ. איך דירקטור יכול להתחייב שבעוד תשעה חודשים החברה תהיה בסדר ולא בחדלות פירעון? הדרישה לאחריות מורחבת של הדירקטורים קושרת את ידיהם ומקטינה את היכולת שלהם לנהל את החברה כמו שצריך. ההנחה היא שהדירקטורים יפעלו כדי להעביר הון מהנושים לבעלי המניות. אבל כאשר מציגים לדירקטורים הגונים דרישות כאלה, פוגעים בניהול תקין של החברה. אני חושב שאתם צריכים להבין שהגנה על

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

זכויות הנושים נראית אולי טוב, אבל היא מגבילה את הפעילות הכלכלית במשק ואת הנכונות של חברות לצמוח תוך נטילת סיכונים, וצריכים לתקן את זה.

### גיא גיסין

אני חושב שצריך לדעת להתייחס למציאות בישראל בצורה פרקטית ולא לחלום על תופעות ועקרונות שמתאימים למה שקורה בארצות הברית. העולם פה הוא קצת שונה. אנחנו עוסקים ובעיקר בחברות ציבוריות בכסף מוסדי ובכסף ציבורי. אני רוצה רגע להסביר, המבנה של הדירקטוריון, המבנה של השליטה בחברות, האינטרס של בעל השליטה בחברות בישראל – אי אפשר להתעלם ממנו. זה לא מוזכר פה במילה אחת בכל הדיון. מה הוא בעל השליטה ומה תפקידו בתוך התהליך הזה. וקיימים בעלי שליטה בעלי אחזקות משמעותיות כאן בישראל בשונה מהמקובל בארה"ב. בסופו של דבר הדירקטורים ממונים על ידי בעל השליטה ובסופו של דבר הדירקטורים, לפחות בעבר זה היה נהוג ככה, ימונו על ידם לתפקידים גם בחברות הבאות ובתהליכים הבאים. יכול להיות שבעוד עשר שנים נגלה שהמצב השתנה והגיע הזמן ולתת יותר הגנות לדירקטורים כדי לאפשר להם לפעול יותר, כי השוק השתכלל. השוק כאן לפני עשר שנים היה מאוד לא משוכלל במובן הזה שדירקטורים מונו, המשיכו את תפקידם וראו את עתידם תלוי בעיניו היפות של בעל השליטה ורצונו. לכן בעיני סעיף 288 לפחות כרגע, קודם כל מגשים את מה שאני טענתי בבית משפט הרבה פעמים קודם עוד לפני שחוקק. אני חושב שיש נקודה שבה הדירקטורים צריכים להסתכל רק בעיניים של הנושים, הנקודה הזאת קשה להבחין בה ולזהות אותה. המבחן הקשה הוא להגדיר מה זה חדלות פירעון? מה זה סביבת חדלות פירעון? זאת הבעיה בעצם, זה מה שחסר בחוק- להגיד מתי הנקודה הזאת מתרחשת. באותה נקודה, האחריות של הדירקטורים צריכה להיות כלפי הנושים ולא עוד כלפי בעלי המניות. ברגע שזה כך, הם צריכים לראות שהם לא מגדילים את חדלות הפירעון. אם יש בסעיף 288 תוספת והבהרה שהיא מאוד חשובה בעיניי, היא הכמות האדירה של זמן שמבזבז בתי משפט על דיונים בשאלה על מתן פטור ושיפוי וכן הלאה. התוספת שבסעיף אומרת שבנושא הגדלת חדלות הפירעון של החברה -

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אין יותר פטור ואין יותר שיפוי כי החברה חדלת פירעון. אנחנו צריכים לראות האם הדירקטוריון פעל להקטין את חדלות הפירעון. הבעיה שעליה יש להתווכח זה לפי לדעתי לא על הוראות סעיף 288 שקובעות למעשה את מה שנקבע בפסיקה כבר בעבר, אלא על ההגדרה מה היא אותה נקודה ארכימדית בה החברה עוברת לסביבת חדלות פירעון והסיכון של הנושים הוא שצריך לעמוד מול עיני הדירקטורים. כנראה שאין דרך לקבוע את זה בחוק. זה יוגדר רק מכח פסיקה.

### אסף חמדני

אני רוצה להתחבר לנקודה אחת: החיבור בין עולם האג"ח לעולם הנושים. אני רואה קושי במצב שבו בונים כללי חדלות פירעון המבוססים על עולם האג"ח ואז מיישמים אותם באופן רוחבי. בכשלים בשוק האג"ח היה צריך לטפל באמצעות תיקונים בשוק האג"ח. השוק של נושים פיננסיים אחרים – בנקים או הלוואות של שחקנים אחרים – הוא אחר. הניסיון לקחת תבנית אחת וליישם אותה על כל שוק האשראי העסקי בדגש על חברות תפעוליות, באמת מחדד את הקשיים שיעקוב העלה. לא דין חברת החזקות שכל האשראי משמש אותה כדי להחזיק מניות כדין חברה כמו "בטר פלייס", ששם הסעיף של אחריות נושים בחוק החדש יביא לזה שכל הדירקטורים שם אחראיים מיום הקמת החברה.

### יעל אנדורן

חשוב להבין כי הוועדה סיימה את עבודתה והגישה את המסקנות לפני ארבע וחצי שנים, מאז הייתה אבולוציה של שוק האשראי. לצערי הליכי החקיקה ותהליכי קבלת ההחלטות הם כל כך ארוכים שעד שאנחנו מטפלים בבעיה של אתמול, עומדת בפנינו הבעיה של מחר. הוועדה עסקה רק בחוב הפיננסי של חברות, ובהקשר של הסדרי חוב מול גופי אשראי בנקאיים וחוף בנקאיים. המנדט שלה לא היה לדבר על כל הנושא חדלות פירעון. הוועדה הורכבה במרביתה מרגולטורים ואנשי מקצוע, כלכלנים ולא ממשפטנים, למעט המשנה ליועץ המשפטי לממשלה.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חשוב להדגיש, כשבאים לקבוע כללי משחק, וכשרוצים לייצר וודאות יותר גדולה בשוק באשר הוא, הנטייה להביא דוגמאות פרטניות שבהן ההסדרה הכללית לא עובדת היא שגויה. ברור שתמיד יהיו מקרי קצה שאם ניקח אותם כמקרי מבחן, ניתן יהיה לראות שהכללים אינם רלבנטיים עבורם.

כוונת הוועדה היתה לייצר וודאות רבה יותר ולתת כלים לתמחר את החוב. ואני חושבת שבדיון יש התממות לגבי המצב ששרר בשוק החוב, בוודאי עד לפני חמש שנים, לגבי המאזן בין בעלי המניות בחברות ובעלי האג"ח. זה בעבר אגב נטען ע"י הבנקים שבעלי האג"ח לא יודעים להתנהל בהסדרי חוב, וראינו שהמציאות הזו מאוד השתנתה. בנוסף, ראינו שינוי מהותי במבנה השליטה בחברות בישראל, ולהערכתנו מגמה זו תמשך גם השנים הבאות. בעבודות אמפיריות שהוצגו בפני הוועדה, נמצא שיש אינטרס לבעל השליטה לדחות ככל שניתן את תהליך הכניסה וזה הביא לפגיעה מהותית בערך החברה. ערב הכניסה להסדר נלקחו סיכונים ע"י בעלי השליטה, שמי שנשא בסיכונים האלה כאשר הם התממשו היו בעלי האג"ח. אני מדגישה שאנחנו בהמלצות הוועדה לא התייחסנו כלל לאחריות דירקטורים, זה משהו שעלה בהמשך הדרך לאחר הגשת המסקנות

#### יעקב עמיהוד

לא הבנתי למה אמרת שאת רוצה לאזן? למה את לא נותנת לבעלי החוב לדאוג לעצמם?

#### יעל אנדרון

הסיבה שאני רוצה לאזן, היות וממה שאנחנו מצאנו בעת עבודת הוועדה (אני חושבת שהמצב השתנה וגם עתיד עוד להשתנות) שמאזן הכוח לא נטה תמיד לטובת בעלי החוב. כמובן שיש להמתין ולראות מה יקרה ואיך החוק ייושם. אני מסכימה לגמרי עם ספי, הוועדה גיבשה מסקנות, שחלקן עבר שינוי ע"י משרד המשפטים, חלקן שונה ע"י הכנסת, ולבסוף נכנסו סעיפים שלא היו חלק מהמסקנות המקוריות.



## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אני רק רוצה להתייחס לנקודה אחת לגבי החוב הארוך והחוב הקצר. החוק הנוכחי מגדיר שחוב ארוך הוא יותר מסוכן מחוב קצר, ואין מה להלך אימה שעכשיו הפרמיה על החוב הארוך תשקף זאת. הרי כל התכלית היא שמי שמלווה ידע לתמחר את הסיכונים ושיהיה לו יותר כלים לתמחר את החוב.. ולכן אם בעל החוב יידע שהחוב הארוך הוא ברמת סיכון גבוהה יותר הוא יידע לתמחר זאת בהתאמה. עליית פרמיית סיכון היא נדרשת כאשר החוב הוא באמת חוב יותר מסוכן.

#### אמיר ברנע

אם לחוב הארוך פרמיית סיכון גבוהה יותר שנובעת מהאפשרות שהחוב הקצר ייבש את החברה, ועילת הפנייה בנושא חדלות פירעון, היא מעל תשעה חודשים נניח, אז יצטרכו לחפש דרכים של איך להקטין את הסיכון שמוטל על חוב ארוך. אז החוב יכלול קובננטים שיאפשרו לבעל החוב הארוך לדרוש חדלות פירעון למרות שהחוב לא הגיע לפרעונו, אלא **דרך הפרת קובננטים**. איך תתבצע האינטרפרטציה, לטעמי בית המשפט? עם כל הכבוד לבית המשפט הכלכלי, האם יש לו את הכלים להתייחס לקובננטים ולבחון האם הם עדיין רלוונטיים? הזמן שעבר מאז כתיבת חוזה החוב, האם כל קובננט עדיין רלוונטי? חשבונאות משתנה כל הזמן.

#### אסף חמדני

השוק של אג"ח עבר שינוי חקיקה מאוד דרמטי בישראל. כיום לפי חוק ניירות ערך יש בפועל תניה חובה בכל אג"ח שהונפקה מ-2011, שקיימת גם היא לא כתובה בשטר הנאמנות, שאומרת שאם יש הרעה מהותית במצב החברה המנפיקה, וחשש לפירעון החוב, יש יכולת להעמיד לפירעון מידי. לכן הדיון מעכשיו צריך להניח זאת כשנדבר על האג"ח, אפשר להתווכח אם זה טוב או לא טוב.

#### אמיר ברנע

תשעה חודשים לא רלוונטי?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אסף חמדני

לאג"ח לא.

### רון הדסי

אני רוצה להבהיר את המימד המעשי של חברות בקשיים או חברות בתחום האפור. בשנים אחרונות יוצא לי לכהן כדירקטור ויו"ר בהרבה מהם ואני רוצה לחדד את הבעיה של התשעה חודשים ואת המשמעויות שלה לגבי הדוחות הכספיים שעומדים להתפרסם בתקופה הקרובה. אם מישהו מסביב לשולחן הזה חושב שאיזשהו דירקטור ייקח אחריות ויעשה הבחנה, יושבים כאן כמה משרדי רואי חשבון מכובדים שמבקרים אותנו או יידע לבצע את החיתוך בין תשעה חודשים ליותר מתשעה חודשים, הוא טועה טעות חמורה. אנחנו חיים בעולם של שנתיים ואנחנו נמשיך לחיות בעולם של שנתיים כי ככה חינו אותנו אחורה. וזה לא משנה בכלל מה יהיה כרוך בחוק, גם לא מה שיתעורר פה לגבי אחריות הדירקטורים. לא יכול להיות מצב שמישהו יעביר את השרביט למישהו, ואני מדבר עוד פעם על חברות, לא על חברות רגילות שאמיר אומר ממונפות. אני מדבר על חברות שמתמודדות עם שאלה של כן הערת עסק חי, כן הפניית תשומת לב, אי הפניית תשומת לב או בסביבה של נקרא לזה סביבה רגישה של שכירות בפרמיית סיכון גבוהה. במצבים האלה אין לי בכלל ספק שבלי קשר לפסיקת החוק, הדירקטוריונים והרואי חשבון שמבקרים אותם, יפעילו שמרנות וייצמדו לגישה הקודמת של השנתיים קדימה כי כל התנהלות אחרת, בוודאי במצב שקיים היום, היא לא תהיה אחראית והיא תטיל על דירקטוריון אחריות בלתי אפשרית.

### אברמי וול

אני רוצה רגע להתייחס לנקודה של אחריות דירקטורים. אני מתחבר מאוד לדברים של פרופסור עמיהוד ואני אזכיר לכולם איפה היינו לפני כמה שנים עם ה BJR שזה עולם אחר אבל מאוד דומה. גם

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שם בהתחלה אמרו שדירקטור כמה שתכה אותו יותר חזק, ככה הוא יעבוד יותר קשה ואם הוא יפחד ותטיל עליו הרבה אחריות התפקוד שלו יהיה הרבה יותר טוב. היום כולנו שינינו את זה לגמרי ויש קונצנזוס אני חושב גם בשפיטה וגם באקדמיה שדווקא האינטרס של כל בעלי האינטרסים הוא שהדירקטורים לא יעבדו בסביבה של לחץ, אלא בסביבה בה יש להם תמריצים אחרים. ובאמת זה אותו דבר בחוק חדלות הפירעון, חושבים שאם אנחנו נפחיד את הדירקטורים עוד קצת אז הבעיות שלנו יפתרו. הדירקטורים מפחדים כבר היום, הם מבינים שהם הולכים להיתבע, הם מתנהגים בהתנהגות מתגוננת, אין צורך להמשיך את זה יותר. גם המחשבה שהמלווים, המוסדיים ואחרים הם תינוקות שנשבו ומישהו צריך לייצר להם סביבה פטרנליסטית, היא הייתה נכונה, אני לא אומר שלא, בעבר הרחוק. ב-2009 הסיטואציה תפסה אותם לא מוכנים, חלק לא הבינו מה קורה אם אתה מלווה לאימא, לסבתא או לנכדה שיושבים כולם באותו נכס בסיס. אבל זה מזמן מאחרינו, עברנו למצב הרבה יותר משוכלל. עכשיו בפרק של אחריות הדירקטורים, זה נאמר בכמה פורומים שחלקינו ישבנו בהם, אני חושב שיש קונסנזוס שנפלה תקלה. כי כשהפרק הזה נחקק במקור חדלות פירעון הייתה תזרימית בלבד ויכולת לצפות מדירקטור איכשהו לבוא ולדעת אם מחר בבוקר יש לו כסף לשלם או אין לו כסף לשלם. כשחדלות פירעון היא גם עניין של שווי, איזה דירקטור ייקח על עצמו את האחריות בסיטואציות האלה? החוק שבא לברך, נמצא מקלל כי אחת המטרות המוצהרות של החוק הזה הייתה לעודד תהליכים של הבראה ובפועל בכל סיטואציה משברית קיימים תמריצים ללכת לפרוק. יצא לי לא מזמן ללוות דירקטוריון באירוע מאוד משברי, שאני לא אגיד את שמו אבל כולכם מכירים אותו ולראות כמה זה קשה להחזיק לדירקטורים את היד, ולהגיד חברה בוא ניתן לזה עוד מאמץ, כי בסוף אפשר להציל את העסק. ברגע שהחוק ייכנס לתוקף, דירקטור רציונאלי לא יהיה במקומות האלה.

אתה נמצא לפי הגדרה במצב שאתה לוקח החלטה קשה והיא תבחן בחוכמה שלאחר מעשה. אם אתה דירקטור בסיטואציה הזאת, אין לך מה להרוויח אבל יש לך מה להפסיד. למה לך לקחת את הסיכון

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ובדיעבד יתברר שזאת היה טעות ויתברר שההנחה שלך שהחברה יכולה לעמוד בהתחייבויותיה היא לא נכונה וששווי הנכסים עולה על ההתחייבויות?.

### דוד האן

אני מצטרף לחלוטין ליעקב. אבל כנגד מה שיעקב אמר אז הוזכר כאן גם על ידי גיא (גיסין) וגם ידי יעל (אנדורף) שאנחנו סביבה שונה, וישראל היא סביבה שונה. אצלנו יש בעלי שליטה אימתניים וריכוזיים ולכן להשאיר להנהלה לנהל את החברה גם כשהחברה בקשיים וכולי זה מסוכן מדי. אבל השתנינו מאז מאוד, צריך להסתכל על המציאות בעיניים. קודם כל רק בהערה במאמר מוסגר גם בארצות הברית ובארצות אחרות שהנהיגו את העניין של החברה שמתנהלת על ידי התנהלה גם בתוך הליכי חדלות פירעון בתוך בית משפט, זה לא רק בחברות ציבוריות. זה חל גם בחברות פרטיות עם בעלי שליטה וכל מה שאתם רוצים. כך שלהגיד שאנחנו שונים, קודם כל לא מדויק. גם בישראל, אני פשוט מסתכל על המציאות בשוק, אני מסתכל על חברות גדולות ציבוריות, אג"חיות, עם בעלי שליטה ריכוזיים, מיתולוגיים - הכול יכולים. ברגע שנכנסו לקשיים אני לא זוכר שברצוע כחול בעל השליטה שהיה שם והיה בעל שליטה חזק, לא זוכר שנשאר שם בסוף. מישהו אחר רכש את השליטה. אני לא זוכר שבאפריקה ישראל, לב לבייב האימתני, הוא לא נשאר שם בעל שליטה נכון? כך שלבוא ולהגיד שההנהלה כל מה שהיא חושבת עליו זה רק בעל השליטה זה לא נכון. קודם כל השוק אומר לי שזה לא מדויק וקל וחומר לו היו נותנים להם להתנהל כך בתוך ההליך. האומנם יש סיכון שההנהלה תרקוד לפי החליל של בעל שליטה? דווקא בתוך הליך, הליך רשמי שמווסת על ידי בית המשפט, היכולת של ההנהלה להתעלם מאינטרסים של נושים ולא לדבר עם הנושים הוא מוגבל יותר מאשר מחוץ להליך. דווקא לו היינו ממליצים להיות בתוך ההליך ושההנהלה תפעל שם, תחת בית משפט, זה היה יכול לעבוד יותר טוב.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ספי (זינגר) בעצם דיבר על הפילוסופיה של החקיקה, זה נותן את המצפן לכל ואני חושב שחשוב מאוד לחדד פילוסופיה של חקיקה. אבל אני חושב שהפילוסופיה היא לא מדויקת. אם התכלית וחזות כל ההסדרים השלובים בחקיקה זה לייצר עיתוי מוקדם ככל האפשר להיכנס להליכים - פספסת. העיתוי הוא אף פעם לא תכלית בפני עצמו, העיתוי הוא אמצעי והתכלית היא לשמור על ערך החברה ובסופו של דבר הערך של כל הנושים בה. אם כל חזות החקיקה זה לייצר עיתוי מוקדם ככל האפשר לכניסה להליכים - אז אוקיי הגעת בעיתוי מוקדם, אבל מה אתה עושה בפנים? יש לך כלים מספיק רציונאליים ומספיק אפקטיביים מבחינת תמריצים לייצר הסכמות, ולהגיע לדיל? כי אם את זה לא השגת ולא פיתחת בחקיקה, אז לא עשית ולא כלום.

### אסף חמדני

עולם האג"ח השתנה דרמטית לאחר המשבר, ובייחוד מאז ועדת חודק שהביאה להכללת קובננטים באג"ח. הסעיף לא נכתב עבור נושים פיננסיים אלא עבור נושים מסחריים (trade creditors). ההנחה היא שלנושים הפיננסיים היום יש קובננטים. בבנקים תמיד היו קובננטים, באג"ח יש את הפרקטיקה בעקבות וועדת חודק ויש את חוק ניירות ערך. לכן, לנושה פיננסי תהיה יכולת להעמיד חוב לפירעון מיידי ובכך להפוך מנושה עתידי לנושה עכשווי. הסדר המשא ומתן מוגן בחוק הוא רק מס שפתיים לוועדת אנדורן. ההסדר נותן סעד שלא קיים בשום מדינה בעולם. הוא לא אומר שתהיה הקפאת הליכים, אלא שלנושה אסור להעמיד חוב לפירעון מיידי. אני לא מכיר מדינה בעולם שאומרת קיים חוזה שמאפשר להעמיד חוב לפירעון מיידי, אבל ללא צו בית משפט, רק באישור הדירקטוריון של החברה, הנושה שניהל מו"מ על תנאי הסכם האשראי, לרבות הקובננטים, לא יכול להעמיד את החוב לפירעון מיידי. לכן הסעיף הזה הוא ניסוי שלא בטוח שיצלח.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ההנחה כאן היא שמשא ומתן מוגן נועד להביא ל- chapter 11 ישראלי, אבל כל הסדרי חוב כמעט עד עניין IDB בוצעו מבלי שמונה לחברה בעל תפקיד ובפיקוח בית המשפט. יש לנו מסלול שדומה למשטר האמריקאי עוד לפני החוק בישראל שהוא סעיף 350. המציאות מלמדת שכל עוד הבנקים לא עוצרים לחברות את המימון, הן יכולות לעשות הסדר חוב בפיקוח בית משפט בלי שידיחו את הנהלת החברה. זה מחזיר אותנו לשאלה האם צריך סעדים מיוחדים כדי לאפשר לחברה לנהל מו"מ להבראה. אני חושב שלא ניתן לעשות את הדיון הזה בלי להבחין בין אג"ח לבין נושים פיננסיים של חוב לא סחיר (שהיום לא כוללים רק בנקים) בלי להבין שלכל סוג של נושים יש כלים שונים. יש פרק אחת עשרה היום בישראל, באופן חלקי, וזה סעיף 350.

### ענת פילצר סומך

אני רוצה להתייחס לנושא אחריות הדירקטורים בחוק החדש. אני שומעת כאן גם את דוד וגם את ספי שהיו מאדריכלי החוק בכובעים הקודמים שלהם. מצד אחד אני ממש שמחה ומצד שני ממש עצובה. שמחה- כי סוף סוף אחרי חודשים ארוכים של ויכוחים סוערים בינינו בוועדת חוקה, שבהם דוד היה הכונס הרשמי, ספי האחראי על החוק מטעם משרד המשפטים ואני עוה"ד של איגוד החברות הציבוריות - היום סוף סוף דוד, ספי ואני מדברים בקול אחד. ועצובה- כי לו הייתם מדברים כך ומקבלים את עמדתי עוד בוועדה, כשרבנו את הקרבות המרים על סעיף אחריות הדירקטורים, אז סביר להניח שהסעיף היה נראה אחרת. הבעיה היא שהיום זה כבר מאוחר מדי להגיד שטעיתם, כי החוק פורסם ברשימות.

### ספי זינגר

אפשר לתקן כל דבר.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### ענת פילצר סומך

אז אני אשמח שנעשה יד אחת ונתקן את מה שאנחנו באיגוד החברות טענו מלכתחילה בוועדת החוקה שהוא טעות. סעיף אחריות הדירקטורים בחוק חדלות פירעון הוא סעיף רע, שמשכתב שלא לצורך את חוק החברות, גם לעניין חובת הזהירות, גם לעניין חובת האמונים וגם לעניין זהות הנמענים של החובות. בסופו של יום טובת החברה, שהיא ערך עליון בחוק החברות, בעצם נפגעת בחוק חדלות פירעון ונסוגה מפני אינטרסים אחרים. היום כשאני יושבת בדירקטוריון אני מאוד חוששת, כי יש לי נמענים שונים לחובות שלי: מצד אחד טובת החברה ומצד שני טובת הנושים.

בשורה התחתונה, נוצרת סתירה חזיתית ואינהרנטית במצבים של חדלות פירעון. מצד אחד יש חובת זהירות וחובת אמונים שכלולות בחוק החברות, ומצד השני החובה שכלולה בחוק חדלות פירעון שהיא אחרת לגמרי, עם מיקוד שונה לגמרי, ובניגוד מוחלט לתכלית של חוק חדלות פירעון עצמו. למה? כי החובה החדשה הזו של הדירקטור מעודדת תהליך של כניסה מוקדמת מדי לחדלות פירעון, מתוך הפחד והחשש של הדירקטור, שמא מישהו אחר כך יראה בו נמען לתובענות ייצוגיות או נגזרות כי הוא לא עשה את זה מספיק בזמן. וזו סתירה בסיסית לכל תהליך השיקום שניסו לעודד במסגרת החוק הזה. אז היום בדיעבד כולם מבינים את מה שאנחנו הבנו כבר בוועדה, ומוכנים לשנות את נוסח הסעיף, אבל במציאות הפוליטית הנוכחית, יהיה בלתי אפשרי לשנות אותה. אף מחוקק שהוא גם פוליטיקאי לא יאפשר לקחת דירקטורים ולהפחית מהאחריות שלהם, משום שאלקטוראלית זו תהיה בעיה. כך שככל הנראה זאת תהיה בכייה לדורות.

אתה זוכר ספי, שאז ניהלנו שעות של דיונים בוועדה לגבי חובת הזהירות? וכל הזמן אמרת לי "אל תדאגי מהסעיף החדש, זו בסה"כ קונקרטיזציה של חובת הזהירות ונותן לך נמל מבטחים" ואני אמרתי לך עזוב אותי מנמלי מבטחים, תשאיר אותי עם חובת הזהירות הכללית שבחוק החברות.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מזל שבסוף הצלחתי לפחות לשכנע אותך לאפשר לבטח את החובה החדשה בפוליסת נושאי משרה, כי אם היינו נשארים עם הנוסח המקורי, אז היינו נשארים גם עם איסור של הביטוח.

אני מאוד פסימית לגבי היכולת, בתמונה הפוליטית של היום, להעביר שינוי לסעיף הזה פחות משנה אחרי שהוא אושר. צריך להכיר במציאות העגומה, וללמד את הדירקטוריונים להתמודד עם הדבר הזה. זו אולי שעתם היפה של היועצים החיצוניים לעניין חדלות פירעון, כי אחד מסעיפי ה-safe harbor הוא קבלת סיוע מגורמים המתמחים בשיקום תאגידים. זו אולי האוכלוסייה היחידה שתרוויח מהסעיף, כי זה מאפשר לדירקטור לומר שהוא פעל כדין.

בעיני אין ספק שהחוק מייצר חוסר וודאות במקום וודאות שצריך היה לשאוף אליה. היכולת לזגוג בין המבחן התזרימי למבחן המאזני ולמפות את התאגיד על המפה הזאת, בעייתית מאד. להערכתי כמעט כל חברה במדינת ישראל יכולה לעמוד בכל רגע נתון באחד משני המבחנים הללו, אם מפרשים אותם בגמישות. לכן בשורה התחתונה כמעט כל החברות בשוק עלולות להיות מוגדרות כחדלות פירעון, למרות שהן כמובן יכולות היו לתפקד עד אחרית הימים בצורה מיטבית, אם המבחנים לחדלות פירעון היו קצת פחות עמומים וקצת יותר צרים.

עוד שכתוב לא לגיטימי של חוק החברות שנעשה בחוק חדלות פירעון, הוא האיסור לאשר פטור מחובת הזהירות החדשה. ולכן היום אני לא יכולה, לא לשפות, ולא לפטור מחובת הזהירות הספציפית שבחוק החדש. מדובר בבעיה גדולה שלצערי כבר לא נצליח לשנות אותה, למרות שגם עליה התרענו בזמן אמת בוועדה. לא תהיה ברירה וצריך ללמד את הדירקטוריונים לחיות אתה.

**מיכל אלבז**

חובת הזהירות שקבועה בחוק חדלות פירעון, נתפסה בעינינו כקונקרטיזציה של חובת הזהירות הכללית בחוק החברות. אבל גם אם לא חושבים עליה ככזאת היא מגיעה עם הגנות לנושאי המשרה



## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כדי להכווין התנהגות להתנהלות אחראית בשלב של חדלות הפירעון. בניגוד אולי לחובה לפי חוק החברות, מדובר רק בחברה שנמצאת כבר בחדלות פירעון ולא באזור הדמדומים, שניסינו להימנע ממנו וכך אפשר להיות רגועים יותר. בנוגע למבחן חדלות הפירעון, לאורך כל הדרך, גם בהצעת החוק וגם לפני שנכנס המבחן המאזני, היה מבחן תזרימי, שהוא לא מבחן של חוסר יכולת לפרוע את החובות עכשיו, אלא מבחן שניתן לפרש אותו גם במובן העתידי. לכן אני לא רואה מה הדרמה של שינוי המבחן ותוספת של המבחן המאזני בהקשר הזה, אני לא חושבת שזה אמור להפחיד או יצר תקלה.

### אמיר ברנע

מיכל סליחה, הייתה פה ביקורת לגבי הנושא הזה, המטרה שניסחתם של הקדמת הפתיחה בהליכים. מרמזת שלפנות מוקדם לבית משפט זה דבר חיובי, ולפנות מאוחר לבית משפט, או אחר כך לבית משפט, זה דבר שלילי.

### ספי זינגר

זה לא לפנות מוקדם זה לטפל בזמן.

### ענת פילצר סומך

אבל זו נבואה שמגשימה את עצמה.

### מיכל אלבז

יכול להיות שזה מה שעלה, אבל גם מניסוח של החובה הזאת לא עולה שחובה בהכרח לפתוח בהליכי חדלות פירעון מוקדם, העניין הוא להעריך את המצב, להיות כל הזמן מודעים למצב של החברה ולטפל לפי הנסיבות.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אמיר ברנע

אז את מבינה את ההשלכות של פנייה לבית משפט, לא במסגרת הליך מוקדם. זה הכול כמובן אינפורמציה פומבית שמוכרת לכולם והיא בעלת השפעה רוחבית משמעותית על הפירמה.

### ענת פילצר סומך

במדינת ישראל גם משא ומתן מוגן הוא בפועל פומבי.

### מיכל אלבז

הודעה על פתיחה במו"מ מוגן אינה מוגשת לבית המשפט, אלא לנושה. גם בהנחה שההודעה פומבית, היא כוללת אישור שהחברה יכולה לפרוע את החובות 9 חודשים קדימה, דבר שיכול לאזן את החששות של הנושים.

### נחמה ברין

לא הבנתי את ההבחנה שלך בין חדלות פירעון לבין מה שאנחנו קוראים "סביבת חדלות פירעון". מלשון ההגנות והחובות של החוק החדש אפשר אולי להבין שהדירקטור חייב לפעול כבר בסביבת חדלות הפירעון ולא בחדלות הפירעון. השאלות שהוזכרו קודם, של חובת הדירקטור בסביבת חדלות פירעון להבדיל מחדלות פירעון, הן שאלות מאוד כבדות-משקל. אנחנו יודעים שדירקטורים במצבים כאלה מתחילים לקבל מכתבים, הן מבעלי המניות והן מהנושים, שהם מכתבים מאיימים משני הכיוונים. שאלת סביבת חדלות הפירעון ממש לא נפתרת בחוק, נהפוך הוא - כל מה שנאמר כאן על אי וודאות נעשה הרבה יותר חריף. האמריקאים בדלאוור אכן פתרו זאת וקבעו שבסביבת חדלות פירעון אין חובה של הדירקטורים כלפי הנושים, ואילו אצלנו הסוגיה הזו היא בסימן שאלה גדול. הכול נבחן בדיעבד, אנחנו נחכה שנים להחלטות של בית המשפט הכלכלי, ועד אז לא נדע איך על

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הדירקטורים לנהוג. זה נכון שזה יעודד אותם לבדוק, זה יעודד אותם להיות עם אצבע על הדופק, אבל לצורך קבלת החלטה יהיה צורך ביועצים מאוד אמיצים שיסכימו לתת חוות דעת.

### מיכל אלבז

אני מסכימה שהנושא של סביבת חדלות הפירעון הטריד אותנו מאוד, ועלתה שאלה, בזמן שחשבנו על חובת הזהירות הזו, האם להטיל את החובה עוד קודם, כאשר החברה נמצאת בסביבת חדלות הפירעון. קונקרטיזציה של חובת הזהירות בשלב זה באמת דורשת לקבוע מתי נעשה השיפטינג, כלומר האם העברת חובת הזהירות מבעלי המניות לנושים נעשית בסביבת חדלות הפירעון או לא. בגלל שמדובר בשאלה מאוד מורכבת, וגם בגלל שבעולם היא שנויה במחלוקת, בחרנו לדבר על חובת הזהירות כאשר החברה כבר נמצאת בחדלות פירעון. אפשר להסתכל על ניסוח החובה בחוק - ידע הדירקטור שהתאגיד נמצא בחדלות פירעון, ולא נקט אמצעים לצמצום ההיקף של חדלות הפירעון. החובה לא מדברת על מניעת הכניסה למצב של חדלות פירעון, אלא כיצד לנהוג כשהחברה חדלות פירעון. זה המיקוד שבחרנו לעשות.

### ענת פילצר סומך

ההגדרה היא כל כך רחבה כך שגם חברה סולבנטית לגמרי יכולה להיכלל בגבולותיה.

### אמיר ברנע

אין ויכוח שהמבחן המאזני לחדלות פירעון זה מבחן של הערכות שווי, לא מדובר על כללים חשבונאיים. כלומר, מגישים לבית משפט הערכות שווי, שמטרתן להראות NAV שלילי וששווי הנכסים של החברה נמוך משווי ההתחייבויות שלה. כלומר בית משפט צריך להעריך ולהתייחס לחוות הדעת האלו. מה הניסיון שלך מלמד, האם בית משפט מסוגל לעשות את זה? הוא ממנה מומחה משל

עצמו?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### מיכל אלבז

קודם כל אתה צודק, הצעת החוק הרי רצתה להימנע מהשאלה הזאת, או לפחות להימנע מהדיון בה בבית המשפט, ולכן היה ניסיון להעביר את המבחן המאזני באמת לשלב החוזי, על ידי קביעת תניות שמאפשרות במצבים מסויימים העמדת החוב לפירעון מידי כדי שהמלווים והחברה יוכלו לסכם ביניהם או להגיע למו"מ לגבי הנקודה שבה ראוי לפנות לבית המשפט. יש לזה קשר הדוק לשאלה של נושה עתידי.

### אמיר ברנע

נניח אני נושה ארוך אין מניעה שאני אפנה לבית משפט בנושא NAV שלילי בכל נקודת זמן.

### מיכל אלבז

לא הייתה מטרה כמובן לפגוע בנושים עתידיים. המטרה הייתה לאפשר להם לקבוע את הנקודה המדויקת שבה צריך לפתוח הליכי חדלות פירעון בבית המשפט בעזרת הנתונים שבידם, לפי ההיכרות שלהם עם החברה והשוק. מטרה נוספת שהמעבר למבחן תזרימי נועדה להשיג היא לא להעמיד את החברה במצב שיש נגדה בקשה תלויה ועומדת לחדלות פירעון, היא נמצאת בבית משפט, ואז מתחילים בהערכות שווי ובדיונים האם החברה חדלת פירעון או לא, כאשר לא ברור לחברה מה מצבה המשפטי- מה מותר לחברה, מה אסור לה.

### נדב שטינברג

מבחינת העיתוי, זה נושא שעלה פה הרבה, אני חושב שגם המצב לפני החוק החדש היה מאוד בעייתי, כפי שעלה מדוח וועדת אנדורן. בדיקה שביצעתי בזמנו ושפורסמה כנספח לדו"ח הוועדה, הראתה שכמה רבעונים לפני הכניסה להסדר חוב חברות כבר נמצאות במצב גרוע מכל בחינה אפשרית - אם

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מסתכלים על הנתונים החשבונאיים, על השוק, ובעצם על כל מדד. אפשר להבחין בין חברות שבמצב הזה לחברות במצב נורמאלי, סביר, של עסק חי והתנהלות תקינה. זה לא העיתוי כשלעצמו, כפי שדובר כאן, אלא העובדה שהסיטואציה הזו בעצם נותנת תמריץ מאוד חזק להנהלה ובפרט כשמדובר בבעל שליטה, לקחת סיכונים מוגזמים כדי לעלות מקרקעית האוקיינוס למעל פני המים, וזה החשש הגדול. השאלה היא עד כמה לדירקטורים יש תמריץ ויכולת להתמודד עם זה. יכול להיות שהחוק החדש לוקח דברים לכיוון השני, אבל הייתה פה בעיה אמתית מבחינת העיתוי וצריך להבין את זה.

### צורי לביא

אני חושב שהחוק נבנה על בסיס הלקחים של האירועים שהתרחשו בתקופה שקדמה לחוק, כשהבעיות היו בעיקר בחברות אחזקה. התוצאה היא שחוק שאמור למעשה לטפל בעיקר בחברות תפעוליות, קצת זז מנקודת האיזון והמיקוד של והוא דווקא על חברות אחזקה על המאפיינים הייחודיים שלהן. בהקשר זה אני רוצה להתייחס לאמירות שנאמרו קודם מהן עולה לכאורה, שמאוד קל לאבחן בזמן אמיתי בין חברות במצב קשה לחברות במצב סביר. אני חי בעולם הזה של החברות הבעייתיות, לפחות כמה שנים, ואני רוצה להדגיש זה לא שלא קל לאבחן אלא למעשה אי אפשר לאבחן. כשאתה מגיע לעסק בעייתי אין לך מושג לאן הוא ילך, לפעמים הוא מסתדר, לפעמים הוא נתקע, המחשבה התיאורטית הזו שעסק ניתן לאבחנה כשאתה מגיע אליו, היא לא רק לא מדויקת, היא פשוט לא נכונה. המצבים שאתה מגיע בהם לעסק וקובע "הוא מת", הם מאוד נדירים. לכן המחשבה שבין סביבת חדלות הפירעון לחדלות הפירעון יש גדר, היא גם מחשבה תיאורטית לחלוטין. ההפך הוא הנכון. אלו שיצרו את המושג סביבת חדלות הפירעון, יצרו אוות מתוך הבנה וידיעה שאין קו מבדיל ושהעניין הזה גמיש לחלוטין. לכן להגיד הטלנו אחריות על דירקטורים רק כאשר החברה היא בחדלות פירעון ולא הטלו אחריות כאשר היא רק בסביבת חדלות פירעון זאת גם אמירה לא ברורה לחלוטין. אין גדר ברורה והכול נשפט בדיעבד.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

האיזון הגרוע ביותר שאני רואה בחוק החדש הוא הנטייה החזקה לכיוון של גילוי. יש כאן נטייה שמתחברת לנטייה הלאומית שלנו לעשות חשיפה כל הזמן, לא כל חשיפה היא טובה ולא כל הזמן צריך לטפל בה. לא כל דקה הדירקטור צריך להיות מודאג שאולי לא יהיה בסדר. אני יודע שזה נשמע אמירה פסבדו-ישראלית, "יהיה בסדר", אבל ככה עובד עסק, לא כל פעם שיש משבר, אתה צריך לראות את החלום הרע, הולכים למות. צריך לזכור שהחשיפה היא לא שחקן אדיש לאירוע, היא קטליזטור לאירוע. חשיפה היא יוצרת משבר. כשאתה חושף את הבעיה, זה לא מדען, תצפיתן, שמסתכל על האירוע ואומר "ראיתי מה קרה", זה ניסוי בתורת הקוונטים. הוא משפיע על הניסוי עצמו. עצם הצפייה משפיעה על האירוע, זה מייצר הסלמה.

אני גם לא מאמין לחלוטין בלגייס מומחה לחברות בקשיים ככיסוי לדירקטורים. ראשית דבר לא ברור לי בכלל מי זה המומחה? עורך דין, רואה חשבון, כלכלן? מה הכשירויות הנדרשות שלו? האם הוא צריך לחוות דעה על המצב הכלכלי של החברה ועל יכולת הפירעון שלה?

אבל נגיד שיגייסו מומחה, אז הרי ברור שהוא יגיד בואו נלך לבית משפט. גם הוא לא ירצה לקחת אחריות על עצמו.

אנחנו סגורים באותו תהליך טיפשי שגלגלנו את החשיפה קדימה ואני אומר את זה בצער כבד כי זה לא ניתן לשליטה.

אני ליוותי בעשור האחרון המון חברות, עמדו שם דירקטורים שלקחו סיכונים והמשיכו הלאה וזה הסתדר. והיו מקומות אחרים, שלקחו סיכונים והמשיכו הלאה וזה לא עבד. זה לא שהעולם וורוד, אבל לקחו סיכונים, ואני בנקודות גבוליות וקשות כאלה נתתי בזמן אמיתי ייעוץ גבולי שאמר שאפשר להתקדם. אחרי שקראתי את החוק החדש, כשאני מסתכל אחורה, אני אומר: אני מאתר מקרים שנתתי ייעוץ להמשיך ושלפי החוק החדש לא הייתי מעז לייעץ לדירקטוריון להמשיך, וזה תבל, כי

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

העובדה שהעסקים כאלה המשיכו לעבוד ונחלצו היא מועילה לכולם וברור שבמצב החוקי הנוכחי לא הייתי נותן אותו.

השורה התחתונה, אני חושב שלא נצבר מספיק ניסיון לא בחוק, אלא בחברות תפעוליות. הזזנו את הפוקוס בעשור האחרון מעניין של חברות תפעוליות לחברות החזקה. אני חושב שהאיזונים פה באו ממודלים תיאורטיים, הם פחות באו מההיכרות עם איך העסק הזה באמת קורה.

### דן אבנון

הייתי מצפה שבכל הפעמים שמחזיקי אג"ח פנו לבית המשפט בהליכים כנגד חברות בחדלות פירעון, בטח יהיו 15% מקרים בהם הם טעו ומצב החברות תקין והם ראו צל הרים כהרים ומיהרו. כשאני מסתכל על כל ההסדרים, אני לא זוכר מקרה שמחזיקי אג"ח פנו סתם לבית משפט והכול היה בסדר, ומזה אני גוזר שהבעיה היא לא בהגדרות המפותלות של מה כן ומה לא חדלות פירעון. מחזיקי אגרות החוב, אולי התקדמו בשנים האחרונות, אבל הם עדיין נושה טעון הגנה וטעון טיפוח של הרגולטור והחקיקה. אני לא מסכים עם צורי לביא ש"המחשבה יוצרת את המציאות", החברה כבר הפכה לחדלת פירעון. בחוק הזה אני מבין את הצורך הגדול בוודאות, אבל בגלל המטרייה צריך לתת גמישות מאוד גדולה לבית המשפט שיראו כל מקרה לגופו ושיתנו לכל מקרה את הפתרון המתאים מפני שהמקרים הם שונים. אני חושב שיש בעיה מובנית בעולם האג"ח עד שאתה מגבש את הרוב שנדרש להזיז את העגלה לפעולה בצורה שתגן על הזכויות שמוקנות בשטרי הנאמנות. מספר המקרים שמחזיקי אג"ח העמידו את החוב לפירעון מידי, הוא זעום.

### יעקב עמיהוד

הייתי רוצה אולי לשנות את הדיון. במקום לדון בשיפורים בחוק הקיים, מה יקרה אם נזרוק את החוק הקיים ובמקום נחוקק חוק חדש שתהיה בו מידה גדולה של וודאות לדירקטורים לגבי האחריות

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלהם, שבו בעלי האג"ח דואגים לעצמם באמצעות קוונטטים שמאפשרים לדרוש פירעון חוב עוד לפני שהחברה נכנסת לחדלות פירעון, ושלדירקטורים לא תהיה בו נאמנות כלפי הנושים אלא רק כלפי בעלי המניות. ישנה וודאות שכאשר מופר החוזה מבחינת קוונטטים או מבחינת התשלום, אז נכנסים להליכים של חדלות פירעון ויש תהליך מסודר של שיקום חברה. כשיש אי וודאות, קשה לנהל את החברה. בעלי האג"ח יכולים לדאוג לעצמם, הם יכולים לשים הכול בחוזה. מדובר בחוזים שיש בהם אמות מידה ברורות, ברגע שהחוזה מופר, זה מגיע לבית משפט ואז כל הדברים ייפתרו. אני לא מבין מדוע אתם צריכים להיכנס למאזן הכוח בין הנושים ובעלי המניות.

### אסף חמדני

בתי המשפט הם שחקן מרכזי שלא נותנים לו מספיק תשומת לב. אחת מהמסקנות שעלו בוועדת אנודרן היא הבעייתיות באופן שבתי המשפט מתנהלים. בארה"ב אני לא חושב שאם יבוא נושה שיש לו עילה להעמיד חוב לפירעון מיידי, יהיה דיון של חצי שנה על למה הוא באמת מעמיד לפירעון מידי, והאם זה תום לב או לא תום לב.

### שלומי שוב

רועי, אתם ביחד עם טל מופקדי חקרתם את הנושא של הסדרי חוב ושל משא ומתן. איך אתם רואים את החוק החדש?

### רועי שלם

רציתי להתייחס לכמה נקודות, בהמשך למחקר כלכלי שעשינו כאן בבינתחומי עבור מכון אהרן, בנושא חדלות פירעון. בראיה כלכלית, פונקציית המטרה האולטימטיבית היא שהחברה תייצר ערך ולא תשמיד ערך בתהליך עצמו של חדלות פירעון. בספרות מתייחסים לכך שהמטרה להסדרי חוב מוצלחים הם תנאים של שקיפות ויעילות. לפעמים יש סתירה בין הנושא של הליך יעיל והליך הוגן,



## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

למשל אם מנזילים את כל נכסי החברה, ברור שההליך יהיה הוגן משום שאפשר לחלק מזומן בדיוק לפי סדר הנשייה, אבל יכול להיות שמשמידים ערך בכך שמנזילים אותה במקום להותירה כעסק חי.

בהתאם לכך, יש בספרות מחקרים של כלכלנים מאוד מכובדים שמציעים שכל הליך חדלות פירעון יתבצע בצורה הפשוטה ביותר: החוב של החברה ימחק, והנושים יקבלו, באופן פרופורציוני, מניות בחברה החדשה, הנקייה מחוב. בדרך זו מתקבל הליך מהיר ויעיל, עם כמה שפחות השמדת ערך. הטענה שלהם היא שברגע שכולם יודעים שזה הליך חדלות הפירעון, החוב מתומחר מראש בדרך שלוקחת את זה בחשבון. ברור שהטענה הזו יותר חזקה לגבי נושים פיננסיים ופחות חזקה בעבור נושים שאינם פיננסיים כמו ספקים ועובדים.

נקודה שנייה שרציתי להתייחס אליה נוגעת לאפשרות של נושים עם חוב ארוך לפתוח בהליכים כנגד החברה. כאן נדמה לי שאנחנו ואמיר מוטרדים מדברים הפוכים: אחד הדברים שלא מתייחסים אליו כל כך בספרות ואנחנו מתייחסים אליו במאמר הוא הצורך להגביל את שווי הנשייה של נושים, ובפרט של נושים ארוכים. המטרה, כפי שאנחנו רואים אותה, היא תמריצים נכונים: צריך לשאוף לכך שנושים ישמחו שמצב החברה ישתפר, ויהיו עצובים כשמצב החברה מתדרדר. כיום, יכול להיות שכדאי לך כנושה ארוך שמצב החברה יתדרדר קצת, שהיא תכנס לחדלות פירעון ומיד לאחר מכן אתה יכול להעמיד את החוב לפירעון מידי ולקבל שווי יותר גבוה ממצב בו החברה ממשיכה להתדרדר באיטיות עוד כמה שנים, זה מצב מאוד לא בריא, בעיקר כאשר לוקחים בחשבון שמצוקה פיננסית של פירמה עשויה להיות מדרון חלקלק.

בעניין של אחריות דירקטורים, ומו"מ מוגן: אנחנו מדברים במאמר על הצורך ביצירת כללים שהם יותר רציפים. תמיד בכלכלה בכל מצב של מדרגה, שאם אני עובר רף אני במקום אחר, יש עיוות תמריצים גדול בשוליים. וגם כאן אני חושב שקצת הלכו בחוק לכיוון של תהליך יותר רציף וזה בעיקרון מבורך. באופן כללי, היינו רוצים שדירקטורים תמיד יפעלו בדרך שממקסמת את שווי נכסי

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

החברה. במצב רגיל, כאשר הם פועלים לטובת בעלי המניות הם גם ממקסמים את ערך החברה, אבל כאשר החברה באזור חדלות הפירעון זה כבר לא כך, ויתכנו מצבים שבהם החלטות מטיבות עם בעלי המניות אבל משמידות ערך לחברה (Asset substitution). לכן, אולי באמת צריך משהו כזה, אפילו פורמאלי, שגורם לדירקטורים להחליף דיסק ואומר בעצם מאותה נקודה מתייחסים קצת אחרת לאופן שבו יתקבלו מעתה החלטות. בכל מקרה אנחנו מסכימים שהמטרה היא להגדיל את שווי נכסי החברה, לא להגדיל את ערך הנשייה, ונדמה לי שלזה התכוון דוד האן בדברים שלו.

לעניין מטרת המחוקק, שהוזכרה, של כניסה מוקדמת לחדלות פירעון: לא בטוח שזו מטרה נכונה. פונקציית המטרה היא לא להיכנס מוקדם לחדלות פירעון. יש עלויות שקשורות לכניסה מוקדמת ויש עלויות לכניסה מאוחרת. צריך לבצע עבודה אמפירית, לנסות לאמוד אותן ובאמת להכריע על בסיס זה. צריך גם להזכיר שבעולם תיאורטי ללא חיכוכים פיננסיים מצוקה תזרימית לא אמורה להוביל לחדלות פירעון – תמיד ניתן לממן מחדש ולדאוג לתשלומי החוב. כמובן שהמציאות היא יותר מורכבת, אבל בכל מקרה אנחנו צריכים לדאוג בסופו של דבר להביא להליך שלא יהיה עם עלויות רבות וגם להביא להליך שהמטרה של המנהלים כל הזמן תהא למקסם את השווי של נכסי החברה.

חלק מהרצון להיכנס מוקדם לחדלות פירעון הוא הצורך להימנע מעלויות שקשורות לממשל תאגידי לקוי. אנחנו רוצים שהדירקטורים לא ישמידו ערך, אלא יתמקדו בלהגדיל את שווי נכסי החברה. אם ניתן לדאוג לזה בכללים של ממשל תאגידי, זה מעולה, אבל יכול להיות שאתה לא צריך להכניס את החברה מוקדם להליך חדלות פירעון. כמו שאמיר אמר, ברגע שהחברה הולכת לבית המשפט, כולם יודעים שהיא במצוקה, מפסיקים לקנות את המוצרים שלה, לא נותנים לה חוב נוסף, ועשויים להגיע למצב של מדרון חלקלק להשמדת ערך.

משהו מעניין שאנחנו מתייחסים אליו במאמר, הוא שבספרות הכלכלית ידוע שיש בעיות מאוד קשות בקבלת החלטות לפי כלל הרוב. לכן אנחנו מציעים לנסות ללכת להליך שלא לכל הנושים מאותה

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

קבוצה יש את אותה תוצאה. לדוגמה: במקרים מסוימים אפשר למשל לחלק לכל הנושים מאותה קבוצה אג"ח להמרה, כל אחד מהם יחליט בעצמו אם הוא מעדיף אג"ח או מניה ואז לא צריך לעשות הצבעה.

### אסתרי גלעז

בזווית הראייה התיאורטית זה מאוד קל לזהות בדיעבד מתי החברה חדלת פירעון. מזווית ראייה של דירקטורים עם כל הניסיון, יש הרבה מאוד פער בין התיאוריה לפרקטיקה. אבל אני מאוד מתחברת לדברים של צורי גם מזווית ראייה של רואת חשבון, שאנחנו צריכים לתת החלטה לתת הערת עסק חי באיזה שלב אתה נותן וכמה מהר אתה מגלגל את הנושא קדימה. הדירקטוריון תמיד אחראי לקחת את הדברים קדימה ולשים את ערך החברה מקדימה ובמודל שתוך 9 חודשים אי אפשר לעשות את המאמצים, יש בזה הרבה קושי.

### אבי לוי

קבוצת IDB גרמה נזק למשק הישראלי בכל ההיבטים. הוא כזה גדול שהניסיון לתקן גרם להרבה יותר נזק בכיוון ההפוך. למשל, חוק הריכוזיות שנולד, היום אנחנו מסתכלים ועומדים במצב שבינו צדיק נאלץ למכור את פז בשל אחזקתו בבנק הבינלאומי, ויש בלגאן בניהול של פז, ואיזה דירקטורים לבחור ואיך ממנים יושב ראש. לא בטוח שזה הפתרון האידיאלי. חוק הריכוזיות היה בדיוק פתרון לבעיית IDB, וגם הוועדה שקמה, באה לתקן את ההוויה של IDB. עכשיו יש וועדת כבל, לא ברור איזה נזק היא תגרום בכל המישור הבנקאי. צריך להבין, אם אני הייתי מוסדי הייתי מרגיש לא נוח. ממנים את חודק שהוא מבין והוא יודע והוא יקבע את הכללים ואז ממנים את וועדת אנדרון שהם יודעים, ואני הטיפש שאותו צריך לחנך וללמד. אני נותן כסף בחינם ואני לא יודע לקבוע את הכללים, ואני לא יודע לקבוע חוזים, ומלמדים אותי איך צריך להתנהל. צריך לתת לשוק להתנהל, אף אחד לא יושב על מוסדי

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עם אקדח על הרקה ואמר לו "תן כסף", הוא נתן כסף כי הוא הבין את הסיכונים והבין את התשואה והגיע למסקנה שנכון לתת את הכסף. אנחנו רואים חברות אמריקאיות שהמוסדיים נתנו להן כסף כי הם ציפו לתשואה יותר גבוהה, הם ידעו שזה מסוכן יותר בגלל זה הם דרשו תשואה הרבה יותר גבוהה מאשר חברות אחרות שהשקיעו בהן. כשאנחנו מנפיקים, אנחנו יושבים מול עורכי דין, של מוסדיים, שדורשים מאתנו קובננטים ודורשים תנאים, ובהתאם למה שמסוכס, גם נקבעת התשואה שלפיה הם נותנים את הכסף או שלא נותנים את הכסף. אני לא מבין למה אנחנו צריכים לייצר וועדות על וועדות כדי ללמד את השוק איך להתנהל. השוק מספיק חכם ומשוכלל והם יודעים בדיוק איך להשיא את התשואות הנכונות עם לקיחת סיכונים.

#### גיא גיסין

דברים השתנו, בעבר נאלצנו להיאבק על הכרה במקומנו בתהליכים, והנה לפתע האג"ח הפכו לאימת החברות. מי שלא רוצה לגייס מהציבור, שלא יגייס. מי שמגייס - צריך לדעת שהוא מכניס שחקן ציבורי וזה בתקשורת והוא צריך להתחשב בצרכים של המשקיעים שלו - הציבור.

#### אברמי וול

תסתכל על התיק של המוסדי הישראלי. אחוז גדול מהתיק היום הוא אלטרנטיב אינווסמנט. אתה לא רואה את זה בכלל, אבל הם מוחקים על ימין ועל שמאל השקעות בחברות הייטק, כי הם משקיעים דרך קרנות. ואנחנו מקבלים זאת באהבה כי הם מקבלים תמורת זה תשואה הרבה יותר גבוהה, וזה חלק מכללי המשחק. יש לך בתיק אג"ח של מדינת ישראל עם תשואה אפס וסיכון אפס ויש לך נכסים מסוכנים. אם בנית תיק נכון, הכול לגיטימי.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### עמיר ליכט

יש לי שתי נקודות. האחת, לגבי האג"חים יש לנו בדיון היום שני דימויים של המשקיעים המוסדיים, האחד בתור חבורה של אינפנטילים שטעונים השגחה, השני שחקנים פיננסיים מתוחכמים שמבינים שדברים מסוכנים ושמים לזה תג מחיר, שהוא הדימוי הנכון. ככה שוק עובד כמו שצריך כשיש תמריץ לתמחר. אני לא מגיע מתוך השוק הפיננסי ואני לא יודע אם השתנו דברים. אני מטיל בזה ספק בלי שאני יודע למה, אבל לגבי המצב לפני כמה שנים, המשקיעים המוסדיים, שלא היו יותר אידיויטים אז מאשר היום, לא תמחרו את הסיכון וזאת הסיבה שלא נכתבו קובננטים בתוך האג"חים. את זה קבעה וועדת חודק ואני טענתי את זה בפני וועדת הריכוזיות. היה נכון למכור בזול אג"חים מאוד מסוכנים למישהו. הם קנו אג"ח שהם כמו אקוויטי במחיר של חוב, ואפשר לתהות מה היו הסיבות שלהם. לכן השאלה האם להגן עליהם או לא להגן עליהם זו שאלה קשה.

נקודה שנייה, כל הזמן דיברו פה על דלאור שהם יודעים ועושים את הדברים כמו שצריך. אני חושב שזו טעות קשה. העמדה המשפטית של דלאור מכחישה את המציאות, היא קובעת כדוקטרינה משפטית שהעולם מתחלק לשחור ולבן, או כשרות פירעון או חדלון פירעון. אין אזור של עמימות, ואין איזור של אי וודאות, ומכאן ואילך הכול מסתדר, זה לא נכון. יש איזור ניכר של אי וודאות, כפי שגם צורי אמר. להגיד משפטית שהוא לא קיים לא עוזר למנהלים, עוזר לעורכי הדין. כאן נכונה הגישה הבריטית, שטוב שהחוק הלך לכיוון הזה, שמכירה בקיומה של אפלוליות יחסית, של איזור של אי וודאות, ונכון שכמו כל אי וודאות אפשר להעלים אותה. אבל המשפט מדבר על החיים בצורה הגיונית ולא מעמיד פנים שהם אחרת.

### עמנואל אבנר

אני רואה במקרים בהם חברה נקלעת להסדר חוב והדירקטורים הם אלה שנדרשים לנהל את החברה. זה מצב שהוא הרבה פעמים נראה מצב כאוטי, במיוחד לאור העובדה שהמוסדיים עומדים

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מהצד, דורשים מהדירקטורים למעשה להיות נאמנים לבעלי אגרות חוב. אבל המוסדיים תופסים את הפוזיציה של לעמוד מרחוק ולא להתערב ממש בניהול. ומה שאני חושב שחסר כאן, זה שהמוסדיים יהיו יותר פעלתניים בנושא ניהול חברות שנכנסו לקשיים. ולא ייווצר מצב עגום לחברה בו היא עדיין רוצה להשיא את ערך החברה לבעלי מניותיה ומצד שני לדאוג לבעלי אגרות החוב ובעלי החוב. אני חושב שהמוסדיים צריכים לקחת פוזיציה שהיא יותר משמעותית ולהיכנס ולייצר קו של מנהלים שיבואו במצבים כאלה וינהלו את החברות.

### ג'קי אהרון

אני חושב שלא נעשתה הבחנה בחוק, כל הזמן מדברים על חברות, על בעלי אג"ח ועל ממשל תאגידי-לדעתי צריך לדעת איפה הנקודה שבה אתה מגיע ל-default. לפי הניסיון שלנו אנחנו עובדים עם החברות פרטיות, שהם שישים אחוז מהתעשייה שלנו, שם אין אג"חים, יש בנקים. אנחנו רואים הרבה פעמים, בהקשר להערה של רועי, שיש פאניקה בשוק, רואים זאת למשל בענף הקמעונאות, שהמערכת הבנקאית למשל שהיא הגוף המממן שכשיש בעיה תזרימית, אתה יכול בשנייה להגיע למצב של חדלות פירעון. אנשים חיים מהתזרים היום יומי הציפייה והמחשבה שמישהו מהחברות הפרטיות האלה באמת יכול לדעת תשעה חודשים מראש זה לא הגיוני, חברות לא מנהלות תזרים אפילו חודש מראש. היקף האשראי לעסקים הבינוניים והקטנים הוא לא בפרופורציה לגודלם בסה"כ השוק. כל הרעיון הוא שהחוק התייחס לחלק קטן מהפעילות בשוק בהתעלם בהתנהלות ובמצביאות היומיומית. הדרישות שם מתייחסות לחברות שאמור להיות להן ממשל תאגידי.

### שלומי שוב

אני חושב שהיה לנו דיון מעניין על חוק מאוד משמעותי, שאמנם לא נכנס עדיין לתוקף אבל מעלה שאלות גדולות רבות, מכל מיני זוויות, גם בראיית הדירקטורים. זה נכון שהחוק החדש יוצר אי

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

וודאות אבל יכול להיות שזה מה שמתאים בנסיבות המורכבות של חדלות פירעון שמשנתות ממקרה למקרה. לפעמים אין ברירה ולהכיר בכך שהנושא הוא מורכב ודורש שיקול דעת. יהיה מעניין לראות גם את הזווית של בתי המשפט שמקבלים כאן המון שיקול דעת. אולי מבחינת רבים מהנוכחים כאן ממה ששמעתי היום חובר וודאות הוא לא מצב פשוט וטוב אבל פעמים אין ברירה. אני מניח שבתי המשפט ידעו לבצע את ההבחנה הראויה ולהתעלם מבעיות החוכמה שבדיעבד.

### אמיר ברנע<sup>1</sup>

הביקורת הממונית על חוק חדלות פירעון מתמקדת ביכולתו להשיג שתי מטרות מוצהרות: ודאות משפטית ושיקום במקום פירוק. אין ויכוח שהחוק מיישם אלמנטים מהחקיקה בארה"ב בעיקר בדגש על דרישה להפרה חוזית בפועל כסיבה לפתיחת הליכי חדלות בהבחנה מצפי הפרה שקיים בחוק הקודם. בדיון הועלו ספקות לגבי השגת ודאות משפטית הן עקב הצורך בהחלטות משפטיות ליישום המבחן המאזני שמושתת על הערכות שווי והן עקב צורך בבחינה משפטית של רלבנטיות קובננטים שיהוו חלק מחוזי חוב להבטיח את אינטרס הנושים הארוכים. הדוברים הדגישו את סעיף החוק שדן באחריות דירקטורים כלפי נושים בהבחנה מחובת הזהירות המוטלות עליהם בחוק החברות. נשמעה אף טענה של סתירה באחריות דירקטורים שמוסבת בסביבת חדלות פירעון מבעלי המניות לנושים ונשמעה אף טענה שלחץ חוקי על דירקטורים לא מביא בהכרח החלטות טובות יותר אלא החלטות מתגוננות כולל כניסה מוקדמת לחדלות פירעון שאיננה בהכרח מוצדקת כלכלית. בהקשר לחקיקה בארה"ב המשאירה להנהלה הקיימת את ניהול החברה בסביבת חדלות פירעון, נאמר כי המצב בישראל שונה עקב בעל שליטה שמכתיב להנהלה על פי האינטרס שלו המנוגד לאינטרס הנושים. טענות נוספות נשמעו לגבי ישימות הליך מו"מ מוגן שמחייב הצהרת סולבנטיות לשלושה רבעונים

<sup>1</sup> הסיכום התווסף לאחר הדיון

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אשר דירקטוריון יתקשה לספק כשכל ההליך מדווח לציבור. לחוק החדש השלכות על זכויות נושים הן במניעת אפשרות פנייה לבתי משפט שמוגבלת לנושים קרובים בלבד והן בהעדפת חלופת שיקום על פירוק. כל פגיעה כזו משתקפת בתמחור פרמיית סיכון בחוב. בדיון נקבע כי חסרה בחוק התייחסות לנושים לא פיננסיים וזכויותיהם בהליך הכרזת חללות. כמו כן נאמר כי החוק מטפל בחברות אחזקה שמעמדן השתנה עם חוק הריכוזיות, ואיננו מטפל במידה שווה בחברות תפעוליות בהן ההבחנה בין מצב סביר ומצב קשה היא מורכבת.

### על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF) Fair Value Forum, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: [www.fvf.org.il](http://www.fvf.org.il)