

27 במרץ 2012

לכבוד  
עו"ד אבי ליכט, המשנה ליועץ המשפטי לממשלה (כלכלי-פיסקאלי)  
משרד המשפטים  
ירושלים

באמצעות דואל

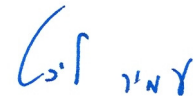
הנדון: הצעת חוק החברות בעניין הגנה על מחזיקי אגרות חוב בחברת אגרות חוב

שלום רב,

אני מתכבד להעביר לעיונך מסמך תגובה להצעת חוק החברות (תיקון מס' 19) (מינוי מומחה לבחינת הסדר חוב בחברת איגרות חוב), התשע"ב-2012. המסמך מבוסס על מסמך הערות לתזכיר חוק החברות (תיקון מס'...) (הגנה על מחזיקי אגרות חוב בחברת אגרות חוב), התשע"ב-2012, שהוגש במסגרת תגובות הציבור, בשינויים הנובעים מן הנוסח המעודכן של הצעת החוק. למיטב הכרתי, האהדה שניתן לגלות למצוקתם של משקיעים מוסדיים מחזיקי אג"ח ושל העמיתים שכספם מנוהל ע"י משקיעים אלה, גם לנוכח התנהלות מתריסה של החברה החייבת ובעלי השליטה בה, אינה מצדיקה את הקמת מנגנון המומחה לטובתם. ניתן לשקול מנגנון מומחה לשם סיוע לבית המשפט ולטובת החברה בכללותה.

אשמח אם אוכל להציג את עיקרי הדברים בדיונים לקראת הקריאה השנייה והשלישית.

בכבוד רב,



פרופ' עמיר ליכט

הערות להצעת חוק החברות (תיקון מס' 19) (מינוי מומחה לבחינת הסדר חוב בחברת איגרות חוב),  
התשע"ב-2012

החוק מוצע בתגובה למספר ניכר של הסדרי חוב, דהיינו, שינוי בהסכמה של תנאי הלוואה לפי איגרת חוב שהונפקה לציבור לאחר משא ומתן בין החברה החייבת לנושיה, ולמעשה, חלק מהם – בד"כ משקיעים מוסדיים. באופן טיפוסי השינוי הוא לטובת החברה החייבת ולכן לרעת הנושים. כפי שקבעה וועדת חוק כמימצא עובדתי בעקבות המשבר הפיננסי של 2008, חלק ניכר מן האג"ח שהנפיקו חברות בישראל גילמו סיכון גבוה בהרבה מזה שתומחר ולא כללו כלים אפקטיביים לנושים או לנאמן להתמודד עם הנסיבות בעת שאלה התבררו. הסדרי האג"ח מהווים לפיכך התמודדות בדיעבד, על כל המגרעות שיש בכך לנושה, החשוף מבחינה כלכלית. הצעת החוק מקנה לנושי אג"ח כלים לחיזוק עמדתם בהסדר חוב - דבר שעשוי גם להשפיע מראש על התנהלות החברות החייבות.

למיטב הבנתי, ההסדר המוצע מבוסס על ניתוח מוטעה של הגורמים, המביאים לפגיעה בנושי האג"ח בנסיבות הקיימות בישראל, ושל תפקוד המנגנון המוצע במסגרת משטר חברות תקין. יישום מנגנונים אלה לטובת בעלי אג"ח באמצעות החקיקה המוצעת אינו מוצדק. להערכתי, יש סיכוי גבוה שהם יביאו לחבלה ממשית בתיפקודן של חברות עסקיות. חמור מכך, ההצעה מפלה לרעה קבוצות-עניין אחרות בחברות בקשיים - בפרט, העובדים - הפליה שאין לה צידוק כלכלי, משפטי או מוסרי. ניתן לשקול מנגנון מומחה לשם סיוע לבית המשפט ולטובת החברה בכללותה במצבים נוספים להסדרי חוב.

#### **גורמים אפשריים להסדרי אג"ח**

ידוע לכל, שהקניית מעמד הבכורה בתאגיד לבעלי המניות עלולה להביא לפגיעה בקהלים אחרים. תיקון לכך נמצא במקומות רבים בדיני החברות ומחוץ להם. תנאי הכרחי להתערבות של הדין – בחקיקה או בפסיקה – בהסדרים החוזיים של התאגיד הוא, שבעלי המניות או המנהלים פעלו באופן פסול לשם ניצול לרעה של האישיות הנפרדת של התאגיד. בהקשר של הסדרי האג"ח אין בסיס לטענה, כי הם מתאפיינים בפסלות כזו. לאמיתו של דבר, שורש הבעיה נעוץ בהתנהלות הנושים.

המשקיעים המוסדיים כמחזיקי אג"ח אינם סובלים מחולשה מבנית מחמת היותם קטנים או נחותים מבחינה מקצועית. אין מדובר בחוסכים פרטיים קטנים או בפועלי-שכר. מדובר בשחקנים גדולים, עתירי משאבים ועתירי ידע. אין להם קושי, אילו רצו, לנהל משא ומתן על תניות האג"ח. לחלופין, בהעדר תניות המגנות עליהם בדרך של הגבלת פעולות החברה או גילוי מידע, אין להם קושי לתמחר את האג"ח כך שהמחיר ישקף את הסיכון המוגבר. זה למעלה מ-30 שנה מתועד בספרות מגוון עצום של תניות הגנה, שמקובל לכלול באגרות חוב, וכיצד הן משפיעות על הסיכון והתשואה. מימצא זה התגלה מחדש על ידי וועדת חוק. הספרות אף מסבירה מדוע תניות שונות מתאימות לחברות שונות בתנאי שוק שונים.<sup>1</sup>

העובדה שבשוק ההון הישראלי משקיעים מוסדיים גם רכשו אג"ח נטולות הגנה וגם לא תימחרו אותן כראוי נובעת לכן מבחירה מודעת ולא מאילוץ. במילים אחרות: הבשר חזק, אבל הנפש לא חפצה. גם

<sup>1</sup> מאמר היסוד הוא Smith, Clifford W., Jr., & Jerold B. Warner. (1979). On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics* 7: 117-161. והוא מתאר פרקטיקות שכבר בשנות ה-70 היו רווחות ומקובלות. לסקירה מעודכנת, התומכת בעמדה המוצגת כאן, ראו Darius P. Miller & Natalia Reisel, (2012). Do Country-level Investor Protections Affect Security-level Contract Design? Evidence from Foreign Bond Covenants, *Review of Financial Studies* 25: 408-438.

להסדרי חוב המשקיעים המוסדיים מסכימים מבחירה מודעת ולא מאונס או מאי-ידיעה. הדין מקנה להם אפשרות לפתוח בהליכי פירוק וליטול את השליטה בחברה מבעלי המניות (ובעיקר מבעל השליטה). הסדר חוב משקף הבנה הדדית שזה צעד לא-כדאי לשום צד, ולכן האיום בפירוק אינו מהימן.

ידיעות אנקדוטליות מציעות, שבין בעלי האג"ח המסכימים להסדר אג"ח יש משקיעים שרכשו את האג"ח בשוק המשני. זאת, לאחר שהמשקיעים המוסדיים שרכשו אותן במחיר בלתי-ראוי גידרו את ההפסד שלהם ויצאו מהפוזיציה בשלב מוקדם יותר. אותם משקיעים מאוחרים כבר רוכשים במחיר שמשקף את תוחלת הפגיעה בערך האג"ח ("ה"תספורת"). דיווחים אחרים מלמדים, שמשקיעים מוסדיים ממשיכים לרכוש אג"ח ללא תניות הגנה במסגרת הרחבה של סדרות קיימות. את האינטרס המסחרי של החברה ומנהיגיה למכור אג"ח כאלה אפשר להבין. את הנכונות של משקיעים מוסדיים לרכוש אותן קשה להסביר לאור הניסיון המר שנצבר ובעיצומם של מגעים להסדרי-חוב רבים.

לסיכום חלק זה, למיטב הבנתי, תופעת הסדרי החוב הפוגעים בבעלי האג"ח היא מופע נוסף של בעיית תמריצים ובעיית מוטיבציה, המאפיינות את המשקיעים המוסדיים, ואינה נובעת מחוסר כלשהו במערך הדינים הקיים.<sup>2</sup>

### מינוי המומחה

החוק המוצע מקים מנגנון של מינוי מומחה כאשר הסדר החוב מגיע לאישורו של בית המשפט, כתוספת למנגנון הפשרה או הסדר בס' 350 לחוק החברות. לפי דברי ההסבר, הסדרי חוב "אינם ההסדרים המיטביים בעבור בעלי איגרות החוב, [והדבר] מצריך יצירת כלים להגנה על בעלי איגרות החוב בהסדרי חוב". לפיכך, "תכליתה של הצעת החוק לסייע לצדדים במשא ומתן ולאפשר לבעלי איגרות החוב לקבל החלטה מושכלת בנוגע לאישור הסדר החוב. כמו כן, מבקשת ההצעה להקנות לבית המשפט כלים לביקורת אפקטיבית על התהליך." [ע' 734].

עצם השילוב של שתי התכליות הוא בעייתי. לנושי האג"ח יש אינטרס מסחרי לגיטימי לגבות את חובם. לבית המשפט בהליך של פשרה או הסדר יש תפקיד אחר לחלוטין, והוא לדאוג לטובת החברה בכללותה – לרבות נושים פרטיים, כגון בנקים. בית המשפט אינו כלי ביד בעלי האג"ח. בין שתי המשימות אין הלימה, ולכן כשלונן של מנגנון המומחה נגזר כבר בשלב מקדמי זה.

צידוק אפשרי למינוי מומחה במצב של הסדר חוב עשוי להימצא ברצון לסייע לבית המשפט להתמצא בנבכי ההסדר המתגבש ולהקל עליו להכריע. נדמה לי, עם זאת, כי סבך עסקי ומשפטי גדול לאין שיעור קיים כעניין שבשיגרה בהליכי פירוק, והדין אינו קובע מינוי מומחה (להבדיל ממומחה מטעם בית המשפט בהסכמת הצדדים). יתכן שיש מקום לעיין בכך. השאלה אינה פשוטה, מכיוון שהדבר סוטה מן המסגרת הכללית של מבנה ההליך המשפטי והופכת אותו לאינקוויזיטורי במידה רבה. זו רפורמה יסודית, שאם רוצים לממש יש צורך לקיים בה דיון מעמיק כחלק מהליכי החקיקה המתמשכים של דיני חדלות הפרעון. מבין בעלי הזכויות שיש להם עילה לפתיחת הליכי חדלות פרעון, נושי האג"ח הם מהפחות מתאימים ליישום כמקרה מבחן מן הטעמים המפורטים לעיל ולהלן.

<sup>2</sup> אם בכלל, חלק מההלכה הפסוקה זורע ערפל בנושא מעמדם של הנושים ולוקה בקשיים משפטיים רבים, אך הסוגיה חורגת מהמסגרת הנוכחית. הדין הנכון משתקף בת"א 2335/08 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' אלבר שירותי מימונית בע"מ.

טעם אחר שניתן למצוא במינוי המומחה הוא להקל על התיאום בין נושי האג"ח, ובמיוחד בין נציגויות של סדרות אג"ח. העדר תיאום מחליש את הנושים מול החברה, מכביד על בית המשפט, ומגדיל את עלויות גיבוש ההסדר. לצורך הדיון, אניח כי מינוי מומחה כמתאם-על של נושי האג"ח יאושר מבחינת היבטי הגבלים עסקיים. קשה לראות מדוע דווקא משקיעים מוסדיים זקוקים לעזרת המחוקק כדי למנות מומחה על מנת לברר את כדאיות ההסדר המוצע או לקבוע ביניהם גורם מתאם. המומחה אינו מגשר ואינו אמור לשכנע את בעלי האג"ח לשתף פעולה. הדעת נותנת, שיש להם מומחים (או אמצעים כספיים לשכור מומחים) להערכת הניירות המוצעים להם במסגרת ההסדר, שכן זהו משלח ידם. ככל שהם מסוגלים להתגבר על ניגודי העניינים הפנימיים בין הסדרות, יש להם ממילא אינטרס למנות נציגות משותפת. מכל מקום, אם בית המשפט יכול לסייע לנציגי הסדרות למנות נציג משותף, על חשבונם, יהיה הדבר לברכה.

הליך הסדר החוב בפיקוח המומחה שקול להליך של פירוק, לרבות חקירה במסגרת פירוק ואף יותר מכך, לטובת מגזר חלקי של בעלי זכויות כלפי החברה, בניגוד לאופן שבו חברה אמורה להתנהל על ידי מוסדותיה הרגילים. זאת, מבלי שנקבע שנושאי המשרה או בעלי השליטה נקטו אמצעים פסולים לניצול אישיותה המשפטית וללא הליכי חדלות פרעון מלאים. שלוש בעיות עקרוניות נולדות כתוצאה מכך: ראשית, זהו הליך שעלול בהחלט לפעול בניגוד לטובת החברה בכללותה לשם העברת ערך לקבוצת בעלי-זכויות מסויימת, שאין לה כל עדיפות מוכרת בדיון. שנית, ההליך מקנה לקבוצת בעלי-זכויות מסויימת כוחות מפליגים מבלי שתישא באחריות לכך, ולו כלכלית. שלישית, זהו הליך הרוותם את משאבי החברה ואת משאבי המדינה, באמצעות בית המשפט, כדי להקנות לצד לחוזה עסקי כוח להתגבר על טעות שאינה אלא בכדאיות עסקה.

כך, מוצע לכלול בחוות-דעת המומחה "חלופות אחרות להסדר המוצע אשר יכולות להביא להגדלת ערך הנשייה של בעלי איגרות החוב." [דברי ההסבר, ע' 738]. זו תכלית פסולה. החוק ובית המשפט אינם אמורים לעודד חלוקה מחדש מסוג כזה ובמיוחד לא במחיר פגיעה בחברה. הגדלת ערך הנשייה שיקבלו נושי האג"ח בהסדר תבוא על חשבון בעלי-זכויות אחרים כלפי החברה, ולא רק בעלי-המניות, ולבטח לא רק בעלי-השליטה. השאת ערך זו עלולה אף להקטין את שווי החברה בכללותה ולא רק לשנות את החלוקה הפנימית של הזכויות כלפיה, אם תיכפה עליה אסטרטגיה שמרנית מדי. בנוסף לכך, בית המשפט והחברה לא אמורים לסבסד לנושי האג"ח את ניתוח האפשרויות העסקיות העומדות בפניהם אף אם נניח, לקולא, שיש למומחה חיצוני יתרון מקצועי.

בהקשר זה מוצע לטפל גם בסוגיית הפטורים לנושאי משרה ובעלי שליטה, הנכללים לא פעם בהסדרי חוב. פטור מעין זה אכן נראה מקומם בעיני המשקיף מן הצד על חברה שאינה פורעת באופן מסיבי את חובותיה. סעיף 350ד(ב)(2) מחייב את המומחה לאמוד את "הערך הכלכלי המשוער של הפטור מאחריות בהתחשב במימצאי הבחינה [אודות התנהלות בחברה לפני הסדר החוב] והשיקולים למתן הפטור כאמור." נקודה זו מבליטה את הבעייתיות במנגנון המוצע כולו. מנקודת מבטם של הצדדים, לגיטימי ומקובל שצדדים העורכים מחדש את החוזה ביניהם מסכימים הדדית לוותר על תביעות בגין העבר. הסדר חוב אינו שונה. אולם באמידת ערך ההסדר לנושים המומחה עשוי לזקוף את הפטור כנגד תמורה שתראה לו נאותה, והיא תעבור כולה לכיסם של מחזיקי האג"ח. דא עקא, כאן מדובר בהליך סטטוטורי בליווי בית המשפט. עשויה להשמע הטענה, כי הפטור שנותנת החברה במסגרת הליך זה תופס באופן כללי, גם לגבי טענות שעשויות להשמע מפי נושים אחרים כטענות נגזרות של החברה. כך עלול בית המשפט למצוא עצמו

נאלץ למכור את בכורתם של נושים אחרים בניזד עדשים, שהם אפילו לא יזכו לאוכלו, ומבלי שהיה להם יומם בפניו. אם אין לפטור נפקות כזו הרי שמדובר, כאמור, בעסקה פרטית, שבית המשפט לא צריך להיות מעורב בה זולת היחסים הפנימיים בין מחזיקי אג"ח.

ברקע הסדר חוב עומדת החלטה מודעת של נושי האג"ח להמנע מלנקוט הליכי פירוק. אילו רצו, יכלו נושי האג"ח לפתוח הליך פירוק – או פירוק זמני – ואז השליטה המלאה בחברה היתה עוברת לידיהם, הם היו יכולים להציע לארגן את החברה מחדש, לממן אותה אחרת, או למכור אותה. בית המשפט היה מקיים הליכי חקירה במצוות החוק. לפי פסיקת בית המשפט העליון ניתן היה אז אפילו לבחון אם המנהלים ובעלי השליטה הביאו בחשבון כראוי את עניינם של הנושים (ודוקו: כל הנושים).<sup>3</sup> מדובר, אם כן, במשא ומתן מחדש על תנאי החוזה, ששני הצדדים מעוניינים בקיומו. כל שהתיקון המוצע עושה הוא לספק לקבוצת נושים זו – שנקלעו לבעייה המסחרית במידה רבה בשל מחדל מכוון – אמצעי לחץ, במיוחד ככל שמדובר בחקירת נושאי משרה, רק לשם שיפור עמדת המיקוח במשא ומתן עסקי מובהק. הדבר מנוגד לעקרונות-יסוד של הדין הישראלי.

ההליך המוצע אמנם דומה להליך של פירוק אך אין הוא הליך כזה. נושי האג"ח נהנים מכוח מפליג להשפיע על התנהלות החברה בניגוד למבנה תקין של תאגיד אך אין הם נושאים באחריות לכך – אפילו לא כלכלית. בהליך של פירוק הנושה מקבל את השליטה בחברה אך גם את החשיפה לביצועיה העסקיים ולשווי של נכסיה. החברה היא שלו לטוב ולרע. מנגנון המומחה מאפשר לנושי האג"ח "ללכת עם ולהרגיש בלי." העובדה שנושי האג"ח נמנעים מלפתוח בהליכי פירוק מלמדת שהם לא רוצים לשאת באחריות הנלווית לכך. זו זכותם, אך ספק אם החוק צריך לסייע דווקא להם.

ולסיום, נקודה שהיא בעיני מכרעת: לצד מחזיקי האג"ח ניצבים בעלי-זכויות אחרים. קשה להלום מדוע פתיחה של תנאי הלוואה מסחרית – שלוותה בתשקיף ובגילוי מלא תקופתי וכיום גם בעינם הפקוחה של דח"צים – ראויה ליחס כה מגונן ומיטיב מצד החוק לעומת שינויים אסטרטגיים בתאגיד, שכרוכים בפיטורי עובדים או בהרעה משמעותית בתנאי ההעסקה. מדוע לא יתמנה מומחה ויקויים הליך בבית המשפט לפני שינויים מבניים כאלה, כולל בחינת האפשרות למכור את החברה וחקירת נושאי המשרה? האם פיטורים נרחבים קלים יותר מתספורת הגונה במספר ניירות ערך בתיק מפוזר היטב של קרן הפנסיה של אותם עובדים? לתוהים, התשובה שלילית. לפיכך, ניתן לשקול מינוי מומחה רק ככלי-עזר לבית המשפט ולטובת החברה בכללותה.

---

<sup>3</sup> ע"א 4263/04 משמר העמק נ' מפרק אפרוחי הצפון בע"מ. הלכת הרוב בפסק דין זה, למרות תוצאתה המוצדקת, מוקשה מבחינות רבות ויש מקום לסברה, כי היא אינה מבוססת כדבעי. בהקשר הנוכחי מצבם של נושי האג"ח רעוע עוד יותר, מכיוון שהם מהווים רק חלק מסויים של הנושים בכללותם. השו. N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla, 930 A.2d 92 (Del. 2007).