

הבראה ללא הקפאה: הצעה למשטר חדש להסדרי חוב באג"ח סחירות

אסף חמדני*, יוסף קלמנוביץ**

רשימה זו מנתחת באופן ביקורתי את המשטר החל על הסדרי חוב של אגרות-חוב סחירות בישראל, כפי שהתפתח בפסיקה, ומציעה משטר חדש להסדרי חוב. במישור הדין הקיים, טענתנו המרכזית היא שבתי-המשפט בישראל פיתחו בשנים האחרונות משטר משפטי ייחודי של חדלות פירעון א-סימטרית – או חדלות פירעון light – אשר מתאפיין בהטיה מובנית לרעת מחזיקי האג"ח: מחד גיסא, הופעלו כלים של חדלות פירעון שתכליתם לסייע בגיבוש הסדר גם במחיר פגיעה בזכויותיהם של מחזיקי האג"ח; מאידך גיסא, לא הופעלו כלים שתכליתם להבטיח הגנה על נושים, כגון הפקעת השליטה מידי ההנהלה או קביעת הליך מובנה של קבלת הצעות מתחרות להבראת החברה. הטיה מובנית זו לטובת בעלי השליטה תוקנה באופן חלקי בפרשת אי-די-בי, שבה הוכרה אפשרותם של נושים לכפות על חברה בקשיים כניסה להסדר הבראה. עם זאת, הכשל הבסיסי של העדר הפרדה בין משטר חדלות פירעון לבין הסדר חוב המתבצע לא במסגרת הליך חדלות פירעון (out of bankruptcy) נותר בעינו. במישור הדין הרצוי, אנו מציעים לקבוע הבחנה ברורה בין שני מסלולים להסדר חוב באג"ח סחירות. המסלול האחד יתבצע מחוץ להליכי חדלות פירעון, לא יצריך את מעורבותו של בית-המשפט, ויתבסס על אישור ההסדר ברוב משמעותי של מחזיקי האג"ח. המסלול האחר יתבצע במסגרת הליכי חדלות פירעון, תוך החלה מלאה של המנגנונים שתכליתם להבטיח הגנה נאותה על זכויות הנושים בהליכים אלה, לרבות מינוי בעל-תפקיד וקביעת הליך מובנה של קבלת הצעות מתחרות להסדר חוב. הניתוח המובא במאמר זה תומך

* פרופסור, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל-אביב. מחקר זה נתמך על-ידי המרכז למחקר משפטי אמפירי (I-CORE) בפקולטה למשפטים של האוניברסיטה העברית בירושלים.

** דוקטורנט, בית-הספר למנהל עסקים, אוניברסיטת ניו-יורק (NYU).
אנו מודים לאיתן אורנשטיין, לאיל גבע, לעמיר ליכט, לאודליה מינס, לדוד מינץ, לעדי פיגל ולמשתתפי הסדנה למשפט פרטי בפקולטה למשפטים של האוניברסיטה העברית בירושלים על הערותיהם המועילות. תודה גם לגיא אלוני, למתן גואטה ולחנן סידור על עזרתם במחקר.

בקביעת הפרדה עקרונית חדה יותר בין הליכי חדלות פירעון לבין הליכי ארגון מחדש של חוב מחוץ לחדלות פירעון, וזאת גם במקרים שבהם לחברה אין חוב סחיר. עמדה זו מנוגדת למגמה של הצעת חוק חדלות פירעון להמשיך בטשטוש ההבחנה בין הליכי חדלות פירעון לבין הליכי הסדר חוב מחוץ לחדלות פירעון.

מבוא

- פרק א: רקע – שוק החוב הסחיר והסדרי חוב בישראל
1. התפתחותו של שוק החוב הסחיר בישראל
 2. הסדרי חוב: התשתית המשפטית
 - (א) שלילת האפשרות לביצוע הסדרי חוב לפי חוק ניירות-ערך
 - (ב) הסדר חוב לפי סעיף 350 לחוק החברות
 - (ג) היחס בין סעיף 350 לדיני חדלות פירעון
- פרק ב: הסדרי חוב באג"ח סחירות – רקע עיוני
1. הסדרי חוב בהלוואות פרטיות ואג"ח סחירות
 - (א) הלוואות פרטיות
 - (ב) המאפיינים הייחודיים של הסדרי חוב באג"ח סחירות
 2. הסדרי חוב והליכי חדלות פירעון
 3. המשטר הרצוי להסדרי חוב באג"ח סחירות
 - (א) המודל הפדרלי האמריקאי והמודל הבריטי להסדר חוב באג"ח סחירות
 - (ב) חופש החוזים
 - (ג) הרוב המיטבי להסדר חוב
 - (1) האם יש הצדקה להבחנה בין דרישת הרוב בהקשר של קבלת החלטות על-ידי בעלי מניות לבין דרישת הרוב בהקשר של קבלת החלטות על-ידי נושים?
 - (2) החשש מסחטנות
 - (3) בעיית האופורטוניזם
- פרק ג: הסדרי חוב באג"ח – המצב המשפטי בישראל לפני פרשת אי-די-בי
1. מאפיינים של חדלות פירעון שחלים בהסדר חוב לפי סעיף 350
 - (א) הקפאת הליכים דה-פקטו
 - (1) אי-תשלום למחזיקי אג"ח
 - (2) הגבלת נושים אחרים ללא צו הקפאה
 - (ב) הערכאה
 - (ג) איחוד סדרות
 - (ד) פטור מאחריות

2. מאפיינים של חדלות פירעון שאינם חלים בהסדר חוב
- (א) מינוי בעל-תפקיד
(ב) הצעות מתחרות
(ג) הגבלת זמן
3. סיכום ביניים והערכה
- פרק ד: פרשת אי-די-בי והתפתחויות אחרות
1. פתיחת הליכי הבראה
2. תיקון 19 והבראה ללא הקפאה
3. פגיעה בזכויותיהם של בעלי מניות מיעוט
4. הערכה
5. ועדת אנדרון והצעת חוק חדלות פירעון
- פרק ה: המלצות
1. האם ראוי לאפשר הסדר חוב באג"ח סחירות מחוץ לסעיף 350?
2. המסלול המוצע להסדר חוב
- (א) הרוב הדרוש
(ב) שלילת המאפיינים של חדלות פירעון
3. מסלול חדלות הפירעון

מבוא

רשימה זו בוחנת את המשטר המשפטי החל על הסדרי חוב של אגרות-חוב סחירות בישראל, כפי שהתפתח בפסיקה למן פרוץ המשבר הפיננסי העולמי, ומציעה משטר חדש להסדרי חוב. במישור הדין הקיים, טענתנו המרכזית היא שעד לפרשת אי-די-בי¹ החילו בתי-המשפט בישראל על הסדרי חוב של אג"ח סחירות משטר משפטי ייחודי של חדלות פירעון א-סימטרית – או חדלות פירעון light – אשר התאפיין בהטיה מובנית לרעת מחזיקי האג"ח: מחד גיסא, הופעלו כלים של חדלות פירעון שתכליתם לסייע בגיבוס הסדר גם במחיר פגיעה בזכויותיהם של מחזיקי האג"ח; מאידך גיסא, לא הופעלו כלים שתכליתם להבטיח הגנה על נושים, כגון הפקעת השליטה מידי ההנהלה או קביעת הליך מובנה של קבלת הצעות מתחרות להבראת החברה. בפרשת אי-די-בי תיקן בית-המשפט באופן חלקי את ההטיה המובנית לרעת מחזיקי האג"ח, וזאת על-ידי

1 רשימה זו משתמשת בביטוי "פרשת אי-די-בי" כדי להתייחס לשתי החלטות עיקריות: פרק (מחוזי ת"א) 36681-04-13 אי די בי חברה לפיתוח בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ, פס' 6.6 לפסק-דינו של השופט אורנשטיין (פורסם בנבו, 9.6.2013) (להלן: פרק 13-04-36681) ופרק (מחוזי ת"א) 11478-06-13 רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ נ' אי די בי חברה לאחזקות בע"מ (פורסם בנבו, 5.12.2013) (להלן: פרק 13-06-11478) (5.12.2013).

הכרה באפשרותם של נושים לכפות על חברה בקשיים כניסה להסדר הבראה. עם זאת, הכשל הבסיסי של העדר הפרדה בין משטר חדלות פירעון לבין הסדר חוב המתבצע לא במסגרת הליך חדלות פירעון (out of bankruptcy) נותר בעינו. גם ועדה ציבורית שהוקמה לאחרונה על-מנת לבחון את הטיפול הראוי בהסדרי חוב לא תיקנה כשל זה,² והוא אף צפוי להחריף עם החקיקה המוצעת החדשה בתחום של חדלות פירעון.³

במישור הדין הרצוי, אנו מציעים לקבוע הבחנה ברורה בין שני מסלולים להסדר חוב באג"ח סחירות. המסלול האחד יתבצע מחוץ להליכי חדלות פירעון, לא יצריך את מעורבותו של בית-המשפט, ויתבסס על אישור ההסדר ברוב משמעוטי של מחזיקי האג"ח. המסלול האחר יתבצע במסגרת הליכי חדלות פירעון, תוך החלה מלאה של המנגנונים שתכליתם להבטיח הגנה נאותה על זכויות הנושים בהליכים אלה, לרבות מינוי בעל-תפקיד וקביעת הליך מובנה של קבלת הצעות מתחרות להסדר חוב.

יתר על כן, הניתוח המובא במאמר זה תומך בקביעת הפרדה עקרונית חדה יותר בין הליכי חדלות פירעון לבין הליכי ארגון מחדש של חוב מחוץ לחדלות פירעון, וזאת גם במקרים שבהם לחברה אין חוב סחיר. עמדה זו מנוגדת למגמה של הצעת חוק חדלות פירעון להמשיך בטשטוש ההבחנה בין הליכי חדלות פירעון לבין הליכי הסדר חוב מחוץ לחדלות פירעון.⁴

עיקר חיצונית הביקורת הציבורית בתחום הסדרי החוב כווננו נגד התנהלותם של הגופים המוסדיים, שהם לרוב המחזיקים הגדולים באגרות-החוב וגם אלה המובילים את המשא-ומתן על ההסדר.⁵ אולם מאמר זה יתמקד בתשתית המשפטית הבעייתית לגיבוש הסדרי חוב בישראל, ובעיקר בפרקטיקה שגובשה על-ידי בתי-המשפט העוסקים בתחום הסדרי החוב.

תופעת הסדרי החוב חייבה את בתי-המשפט בישראל להתמודד לראשונה עם נסיונות להבריא חברות בקשיים שיש להן חובות-עתק לסוג חדש של ספקי אשראי – מחזיקי אג"ח סחירות. טענתנו המרכזית היא שהתשתית המשפטית להסדרי חוב, כפי שהתפתחה בפסיקה, מתאפיינת בהטיה מובנית לרעת מחזיקי האג"ח. הטיה זו נובעת מטשטוש ההבחנה בין שתי בעיות דומות של פעולה משותפת (collective action): הבעיה האחת מאפיינת מחזיקי אג"ח סחירות, אשר נדרשים לקבל החלטות קבוצתיות

2 משרד האוצר דו"ח הוועדה לבחינת הסדרי חוב בישראל (2014) (להלן: דוח ועדת אנדרון).
 3 הצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ו-2016, ה"ח 604 (להלן: הצעת חוק חדלות פירעון).
 4 לדוגמה, ס' 324 להצעת חוק חדלות פירעון מחיל מפורשות את מנגנון ה-cramdown גם על הסדר חוב שמתבצע מחוץ להליכי חדלות פירעון. במקביל, ס' 321 להצעה מגביל את האפשרות של נושה להגיש הצעה להסדר חוב כזה.
 5 הביקורת על הגופים המוסדיים מתייחסת גם לשלב ההשקעה באג"ח סחירות, לרבות התמחור הנמוך כביכול של הסיכונים שהיו טמונים באג"ח אלה. לניתוח הגורמים האפשריים לתופעת תמחור-החסר של סיכונים על-ידי הגופים המוסדיים בישראל ראו אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים" משפטים מ 309 (2011).

בכל עניין הנוגע בניהול החוב; והבעיה האחרת היא בעיית הפעולה המשותפת של נושים בנסיבות שבהן החייב – החברה במקרה זה – נמצא בקשיים כלכליים. תופעת הסדרי החוב אינה ייחודית למחזיקי אג"ח סחירות. גם מלווה יחיד – בנק, למשל – עשוי להחליט לשנות את התנאים המקוריים של ההלוואה במקרה שבו החייב מצוי בקשיים. במקרה של מלווה יחיד, ההנחה היא שהוא יביא בחשבון מגוון שיקולים – כגון סיכויי הגבייה, עלות ניהולם של הליכים משפטיים והסיכוי להתאוששות החייב במקרה של ויתור חלקי על החוב – ויקבל החלטה העולה בקנה אחד עם האינטרסים הכלכליים שלו. אולם במקרה שבו הנושים הם מחזיקי אג"ח סחירות, ההנחה היא שלא יהיה אפשר להשיג את הסכמתם של כל המחזיקים לשינוי תנאי החוב. לפיכך מתעוררת השאלה מהו המנגנון הרצוי לקבלת החלטה על שינוי תנאי החוב שתחייב את כלל מחזיקי האג"ח. בעיה זו של פעולה משותפת דומה – אך לא זהה – לבעיית הפעולה המשותפת העומדת ביסודם של הליכי חדלות פירעון, דהיינו, כיצד לאפשר לחברה בקשיים להתמודד עם נושים רבים ומסוגים שונים. תכליתם של הליכי חדלות פירעון היא להשיא את האינטרסים המצרפיים של כלל הנושים, וזאת גם במחיר פגיעה בזכויות הפרטניות של כל נושה (כגון הזכות של נושה מובטח לממש את הנכס המושעבד לטובתו). הסדר חוב, לעומת זאת, אמור להוות הליך רצוני וזול יחסית המאפשר את שינוי תנאי החוב ללא צורך בהליכי חדלות פירעון מורכבים ויקרים המתנהלים בין כותלי בית-המשפט.

מאמר זה מנתח את הפסיקה שהתגבשה בנושא הסדרי חוב, ומצביע על תופעה בעייתית של טשטוש ההבחנה בין הליכי חדלות פירעון לבין הסדר חוב במובנו הקלסי. להליך הסדר החוב בישראל יש מאפיינים של הליכי חדלות פירעון, כגון העובדה שהחברה אינה משלמת את חובותיה למחזיקי האג"ח במהלך המשא-ומתן על הסדר החוב. נוסף על כך, בתי-המשפט מפעילים בהקשר של הסדרי חוב כלים של חדלות פירעון, המבוססים על הקרבת הזכויות החוזיות והקנייניות של כל נושה לטובת האינטרס המצרפי בהבראת התאגיד. כך, לדוגמה, בתי-המשפט מתעלמים מן ההפרדה בין סדרות שונות של אג"ח עם תנאים כלכליים שונים, תוך אימוץ רטוריקה שרואה את אישורו של הסדר החוב כערך הגובר על זכויותיהם הפרטניות של מחזיקי האג"ח. אולם חברה המצויה במשא-ומתן על הסדר חוב אינה כפופה למכלול ההסדרים החלים בהליכי חדלות פירעון: ההנהלה ובעל השליטה ממשיכים לתפקד (ולקבל שכר) במהלך המשא-ומתן על הסדר חוב, התנהלות ההליכים אינה מוגבלת בזמן, ואין הליך מובנה לקבלת הצעות מתחרות להסדר. יתר על כן, עד לפרשת אי-די-בי היה מקובל להניח כי החלופה היחידה הפתוחה לפני מחזיקי אג"ח שאינם מרוצים מהתקדמות המשא-ומתן על הסדר חוב היא הגשת בקשה לפירוק החברה, דהיינו, בתי-המשפט לא יאפשרו לנושים לכפות על חברה כניסה להליך של הבראה.

משטר זה הינו בעייתי מבחינה עיונית ומעשית. במישור העיוני, אין הצדקה ליצירת מסלול מקל להליכי חדלות פירעון דווקא ביחס למחזיקי אגרות-חוב. במישור המעשי, המשטר החל על הסדרי חוב מוביל לשתי תוצאות בעייתיות: ראשית, ההליכים להסדר חוב הם ממושכים ויקרים, ולפיכך אינם עולים בקנה אחד עם ההצדקה לקיומו של הסדר

חוב כחלופה זולה ויעילה לניהול הליכי חדלות פירעון מורכבים; שנית, הליכי הסדר החוב אינם מספקים הגנה נאותה למחזיקי האג"ח, וספק אם הם מצליחים להבריח חברות בקשיים באורח אפקטיבי.

בפרשת **אי־די־בי הכיר** בית־המשפט באפשרות של נושה לכפות על חברה בקשיים הסדר הבראה, ובכך שיפר את האיזון בין מחזיקי האג"ח לבין החברה ובעלי השליטה בה. עם זאת, טשטוש הגבולות בין הליכי חדלות פירעון להליכים אחרים של הסדר חוב נותר על כנו, ואף הוחרף בתיקון 19 לחוק החברות⁶ ובמסגרת הצעת חוק חדלות פירעון. התוצאה היא לא רק חוסר ודאות בנוגע לכללים החלים על הסדרי הבראה של חברות, אלא גם חשש לפגיעה בנושים, בחברות, בבעלי השליטה ובבעלי מניות המיעוט.

אנו מציעים רפורמה אשר תחדד את ההבחנה בין הליך שעניינו הסכמה של מחזיקי אג"ח לשינוי תנאי ההלוואה (הסדר חוב) לבין הליך של חדלות פירעון, שבו בית־המשפט נדרש למעורבות פעילה כדי להבטיח את הבראת החברה באופן שיעלה בקנה אחד עם האינטרסים של כלל נושיה. הצעתנו היא ליצור הבחנה ברורה בין שני מסלולים לשינוי תנאים של אג"ח סחירות – מסלול השוק ומסלול חדלות הפירעון. מסלול השוק מיועד להסדרי חוב במובנם הקלסי, והוא יאפשר לרוב מיוחד מקרב מחזיקי אג"ח לשנות את תנאיה הכלכליים של איגרת־החוב. בניגוד למצב כיום, מסלול השוק לא יחייב אישור של בית־המשפט לצורך אישורו של הסדר חוב. ההגנה העיקרית על מחזיקי האג"ח במסגרת מסלול זה תהיה הרוב הגבוה יחסית שיידרש לאישור ההסדר – אנו מציעים כי תנאי לאישור ההסדר יהיה תמיכה של 66% מן הערך המונפק של החוב. מאידך גיסא, במסגרת מסלול זה לא יהיה אפשר להשתמש בכלים מעולם חדלות הפירעון כדי לקדם הסדר חוב: לא יהיה אפשר לכפות הסדר חוב על סדרת אג"ח המתנגדת להסדר או לעכב תשלומים למחזיקי האג"ח או לנושים אחרים. ככל שיידרש פיקוח של בית־משפט על הסדר החוב, הסמכות לדון בהסדר לא תהיה דווקא בידי בתי־המשפט הדנים בתיקי חדלות פירעון (במחוז תל־אביב, למשל, תוקנה הסמכות למחלקה הכלכלית).

התנאים לשינוי תנאיה של איגרת־חוב לפי מסלול השוק המוצע הם נוקשים למדי. אולם חברה שלא תצליח להשיג תמיכה של הרוב הנדרש מקרב מחזיקי האג"ח תוכל לפעול לשינוי תנאי ההלוואה במסגרת הליכי חדלות פירעון. מסלול חדלות הפירעון לשינוי תנאיה של איגרת־חוב סחירה יהיה זהה להליכי חדלות הפירעון ביחס לסוגים אחרים של נושים. ככלל, רשימה זו אינה עוסקת במשטר הראוי לחדלות פירעון בישראל, אולם ההנחה העומדת ביסודו היא שהליכי חדלות פירעון כוללים איזון מובנה בין הצורך לאפשר הבראת חברות לבין החשש מהתנהגות אופורטוניסטית של חייבים.

סוגיית הסדרי החוב בישראל נמצאת בנקודת המפגש של כמה סוגיות עקרוניות ומורכבות. במישור העיוני, הדיון בנושא מעלה שאלות הנוגעות במעמדם של נושים בדיני תאגידיים, בהסדרה הנאותה של שוק האג"ח הסחירות ובכללי חדלות הפירעון לתאגידיים. לנוכח המבנה של שוק ההון בישראל, הדיון בנושא הסדרי החוב מעלה שאלות גם ביחס לתופעת ריכוזיות השליטה ולמעמדם של הגופים המוסדיים בשוק

6 חוק החברות (תיקון מס' 19), התשע"ב-2012, ס"ח 493 (להלן: תיקון 19).

ההון. רשימה מוגבלת זו אינה עוסקת בהרחבה בנושאים אלה, אלא מתמקדת במשטר המשפטי החל על הסדרי חוב של אג"ח סחירות בדין הישראלי.

פרק א: רקע – שוק החוב הסחיר והסדרי חוב בישראל

1. התפתחותו של שוק החוב הסחיר בישראל

בשני העשורים האחרונים עבר שוק הפנסיה בישראל רפורמות משמעותיות, אשר צמצמו את מעורבות הממשלה בהבטחת העתיד הפנסיוני של אזרחיה וחיזקו את משקלם בשוק ההון של הגופים המוסדיים, ובעיקר הגופים העוסקים בחיסכון ארוך-טווח: קרנות פנסיה, ביטוחים משתתפים ברווחים, קופות גמל וקרנות השתלמות. על רקע זה חלה גם צמיחה דרמטית של שוק האשראי החוץ-בנקאי בישראל. כך, בעוד שבשנת 2003 סיפקו גורמים חוץ-בנקאיים כ-27% בלבד מהיצע האשראי למגזר העסקי במשק, כיום שוק האשראי החוץ-בנקאי מהווה כ-50% מסך האשראי העסקי.⁷ כמו-כן חל גידול בהיקף האשראי שניתן על-ידי הגופים המוסדיים ביחס לאשראי הבנקאי. סך האשראי מן הגופים המוסדיים למגזר העסקי עמד בשנת 2003 על 7% מסך האשראי הפיננסי בישראל למגזר העסקי. בשנת 2013, לעומת זאת, עמד נתון זה על 28%.⁸

חלק ניכר מהצמיחה של שוק האשראי החוץ-בנקאי בישראל, במיוחד בעשור הראשון של המאה הנוכחית, היה באמצעות גידול ניכר בשוק האג"ח הסחירות של חברות. עם פרוץ המשבר הפיננסי העולמי נקלעו חברות רבות שהנפיקו אג"ח סחירות לקשיים כלכליים, והתקשו לעמוד בתשלום חובותיהן. מצב זה אילץ את החברות לארגן מחדש את מבנה ההון שלהן, או במילים אחרות – להגיע להסדר חוב. גל הסדרי החוב ששטף את המשק הישראלי עורר ביקורת ציבורית נרחבת על תופעת ה"תספורות", והוביל לרפורמות נרחבות בחקיקה החלה על אג"ח סחירות ועל הסדרי חוב.⁹ משרד האוצר מינה ועדה ציבורית לבחינת השקעותיהם של הגופים המוסדיים באג"ח סחירות (ועדת חודק),¹⁰ ושר האוצר ונגיד בנק ישראל מינו ועדה נוספת – ועדת אנדרון – לבחינת הסוגיה של הסדרי החוב.

7 דוח ועדת אנדרון, לעיל ה"ש 2, בעמ' 29.

8 שם, בעמ' 30.

9 לדוגמה, בשנים האחרונות נחקקו חוק החברות (תיקון מס' 17), התשע"א-2011, ס"ח 1108, אשר קבע הסדרי ממשל תאגידי ייחודיים לחברות שהנפיקו אגרות-חוב סחירות; חוק החברות (תיקון מס' 18), התשע"ב-2012, ס"ח 490 (להלן: תיקון 18), אשר מחייב מינוי מומחה לייצוג מחזיקי האג"ח בהסדרי חוב; וכן חוק ניירות ערך (תיקון מס' 50), התשע"ב-2012, ס"ח 678, וחוק ניירות ערך (תיקון מס' 51), התשע"ב-2012, ס"ח 696, שקבעו רפורמה מקיפה בתחום אגרות-החוב המוצעות לציבור בישראל.

10 ראו משרד האוצר דו"ח הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי

2. הסדרי חוב: התשתית המשפטית

חלק זה של המאמר יציג את התשתית המשפטית המסדירה את ההליכים לביצוע הסדרי חוב באג"ח סחירות בישראל.

(א) שלילת האפשרות לביצוע הסדרי חוב לפי חוק ניירות-ערך

עד לחקיקת תיקון 18 לחוק החברות התקיימו לכאורה שני מסלולים אפשריים להסדר חוב של אג"ח סחירות. המסלול האחד היה בהתאם לסעיף 135 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: חוק ניירות-ערך), הקובע תנאים לשינוי שטר הנאמנות על-ידי מחזיקי האג"ח. לפי הנוסח הנוכחי של סעיף זה, ניתן לשנות את תנאי שטר הנאמנות ברוב של שני שלישים מיתרת הערך הנקוב המיוצג בהצבעה, וזאת ללא צורך באישורו של בית-המשפט.¹¹ המסלול האחר הוא אישור בית-המשפט להסדר פשרה בין החברה לבין מחזיקי האג"ח (ואולי גם בעלי מניות ונושים נוספים) לפי סעיף 350 לחוק החברות, התשנ"ט-1999. סעיף 350 לחוק החברות מאפשר מגוון עסקות, שינויים מבניים והסדרי חוב, לרבות הבראת חברה במסגרת הליך של הקפאת הליכים.

למיטב ידיעתנו, גם לפני תיקון 18 התבצעו רוב הסדרי החוב המשמעותיים בהליך לפי סעיף 350 לחוק החברות. מכל מקום, תיקון 18 הוסיף לחוק החברות את סעיף 350כג(ב), המחייב שכל הסדר חוב שעניינו "שינוי מהותי בתנאי הפירעון" של אג"ח יבוצע לפי סעיף 350. תיקון זה שולל מפורשות את האפשרות לביצוע הסדרי חוב מהותיים לפי חוק ניירות-ערך.¹² לפיכך הניתוח בהמשך יתמקד בהליך האישור לפי סעיף 350.

(ב) הסדר חוב לפי סעיף 350 לחוק החברות

ההליך לאישור של פשרה או הסדר לפי סעיף 350 לחוק החברות מתנהל בפיקוחו של בית-המשפט, ומחייב כינוס אספות נושים או בעלי מניות לפי הוראת בית-המשפט. סעיף 350(ט) לחוק החברות קובע שני תנאים לאישור ההסדר: התנאי הראשון הוא אישור

באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות (2010). המלצותיה של ועדת חוק כ, עוגנו בחוזרים של האגף לפיקוח על הביטוח במשרד האוצר.

11 האמור מתייחס לנוסח הנוכחי של ס' 135 לחוק ניירות-ערך. החוק דורש כי בהצבעה יהיו נוכחים 50% מיתרת הערך הנקוב של הסדרה, אך קובע כי ניתן לקבל את ההחלטה גם באספה נדחית שבה נוכחים רק 20% מיתרת הערך הנקוב של הסדרה.

12 ס' 350כג(ב) לחוק החברות קובע כי "לא יאושר הסדר חוב אלא לפי הוראות פרק זה", והמונח "הסדר חוב" מוגדר בס' 350ז לחוק החברות כ"פשרה או הסדר כמשמעותם בסעיף 350, בחברת איגרות חוב, שענינם שינוי מהותי בתנאי הפירעון של סדרת איגרות חוב, הכוללת הפחתת תשלום או דחיית מועד הפירעון, לרבות הסדר או פשרה שלפיהם ייפרעו איגרות החוב, כולן או חלקן, בדרך של הקצאת ניירות ערך אחרים לבעלי איגרות החוב". לדיון בשאלה מהו שינוי "מהותי" ראו פרק (מחוזי ת"א) 38673-11-12 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי, פס' 12 (פורסם בנבו, 23.12.2012).

ההסדר באספה ברוב מספרי של הנוכחים באספה המייצגים 75% מהערך המיוצג בהצבעה;¹³ והתנאי השני הוא אישור בית-המשפט. ככלל, בתי-המשפט אינם מתערבים בסוגיות של כדאיות כלכלית גרידא של ההסדר. עם זאת, בנסיבות חריגות הם עשויים לא לאשר הסדר שנפל בו פגם יסודי.¹⁴

עד לתיקון 18 לא קבע סעיף 350 לחוק החברות כללים ייחודיים להסדרי חוב של אג"ח סחירות. על רקע הביקורת הציבורית הנרחבת באשר להסדרי החוב באג"ח סחירות, הוסיף תיקון 18 לחוק החברות את החובה למנות "מומחה" שיפעל להגנה על האינטרסים של מחזיקי האג"ח: סעיף 350 לחוק החברות מחייב את הנאמן של מחזיקי האג"ח לפנות לבית-המשפט, עם תחילת המשא-ומתן על הסדר חוב באג"ח סחירות, בבקשה למינוי מומחה מטעם בית-המשפט לבחינת הסדר החוב. תפקידי המומחה מוגדרים בסעיף 350 לחוק החברות, וכוללים סיוע למחזיקי האג"ח במשא-ומתן על הסדר החוב, גיבוש חוות-דעת בנוגע לכדאיותו של ההסדר ובחינת חלוקות שביצעה החברה בתקופה שלפני ההסדר.

(ג) היחס בין סעיף 350 לדיני חדלות פירעון

סעיף 350 לחוק החברות מהווה אכסניה גם להליכי חדלות פירעון שמטרתם להבריא את החברה (להבדיל מהליכי חדלות פירעון שתכליתם פירוק). עד לתיקון 19 לחוק החברות, קו הגבול בין הפעלת סעיף 350 לצורך פשרה או הסדר לבין הפעלת סעיף זה לצורך הליכי חדלות פירעון היה הענקת צו הקפאת הליכים. במסגרת הקפאת הליכים הוטלו הגבלות על נושי החברה, בעיקר על הנושים המובטחים, ומונה "בעל-תפקיד" לניהול החברה במסגרת ההקפאה.¹⁵ תיקון 19 לחוק החברות הרחיב בצורה ניכרת את ההתייחסות החקיקתית להקפאת הליכים. אולם, כפי שנסביר בפרק הבא, תיקון זה גם תרם בצורה משמעותית לטשטוש ההבחנה בין הסדרי חוב או הסדרי הבראה אחרים המתבצעים במסגרת הליכי חדלות פירעון לבין הסדרי הבראה המתבצעים בפיקוח בית-המשפט אך לא במסגרת חדלות פירעון. מכל מקום, לענייננו חשוב לציין כי הסדרי החוב שפרק זה דן בהם לא בוצעו במסגרת הליך פורמלי של הקפאת הליכים. יתר על כן, רובם המכריע התבצעו בטרם נכנס לתוקפו תיקון 19 לחוק החברות.

13 במקום אחר טען אחד מאיתנו כי פרשנות של ס' 350 לחוק החברות מתירה לבית-המשפט לאשר הסדר גם אם אושר ברוב של 50% בלבד מהערך המיוצג. ראו אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" משפט ועסקים ח 401 (2008).

14 ראו, לדוגמה, פרק (מחוזי ת"א) 1585-09 אלון (ד.ד.) השקעות בע"מ נ' הבורסה לניירות ערך (פורסם בנבו, 1.8.2010) (להלן: עניין אלון).

15 הפסיקה עסקה רבות בשאלה אילו הסדרים מדיני חדלות פירעון חלים גם על הליכי הקפאה. ראו, למשל, דנ"א 7980/08 ויניגר נ' נס (פורסם בנבו, 15.6.2009); פש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05 קרול נ' כהן (פורסם בנבו, 21.5.2006).

3. הסדרי חוב באג"ח סחירות – נתונים

לצורך הדיון ברשימה זו נציג את הנתונים על-אודות תופעת הסדרי החוב, כפי שהוצגו בדוח של ועדת אנדרון.¹⁶ בטרם נציג את הנתונים נציין כי קיימים ספקות של ממש לגבי המתודולוגיה ששימשה את הוועדה לקביעת הממצאים העובדתיים המופיעים בדוח.¹⁷ עם זאת, המטרה המרכזית של הנתונים שיוצגו להלן היא לספק אינדיקציה כמותית ראשונית באשר להיקף התופעה ולמאפייניה העיקריים, ובעיקר בכל הנוגע בהתמשכות ההליכים להסדר חוב.¹⁸

לפי הנתונים שפרסמה ועדת אנדרון, בשנים 2008–2013 החלו בישראל 141 תהליכים להסדר חוב של חברות מול מחזיקי אג"ח (שהתייחסו ל-116 חברות, דהיינו, היו חברות שנאלצו לעבור יותר מהסדר חוב אחד). 77 הליכים הסתיימו באישור הסדר חוב, 44 הליכים הסתיימו בפירוק החברה, ו-19 הליכים טרם הסתיימו. היקף החוב הכולל שהצטבר במסגרת הסדרי החוב לאורך אותה תקופה הגיע לכ-39 מיליארד ש"ח (בערך נקוב מתואם). בשנת 2009 עמד היקף החוב שנכנס להליכי הסדר על כ-15 מיליארד ש"ח. היקפי חוב מצומצמים יותר נכנסו להליכי הסדר בשנים 2008 ו-2010: כ-903 מיליון ש"ח וכ-1.5 מיליארד ש"ח, בהתאמה. בשנת 2013 נכנס חוב של כ-5.8 מיליארד ש"ח להליכי הסדר.

בחינה של מאפייני החברות שנכנסו להסדרי חוב בשנים 2009–2013 (כאמור, יש חברות שנכנסו ליותר מהסדר חוב אחד) מלמדת כי 54 חברות עוסקות בתחום הנדל"ן; 21 חברות הן חברות החזקה; 15 חברות עוסקות בתחום התעשייה; 13 חברות עוסקות במסחר ובשירותים; ו-3 חברות הן חברות טכנולוגיה.

בשנים 2008–2013 אושרו כאמור הסדרי חוב ב-77 מתוך 141 הליכים שנפתחו בשנים אלה. משך הזמן עד לאישור הסדר חוב עמד בממוצע על 320 ימים לאורך אותן שנים. בחינת הנתונים מלמדת כי על-אף הניסיון שהצטבר על-ידי השחקנים השונים, משך הזמן שנדרש לחברה על-מנת להגיע לאישור ההסדר לא התקצר במהלך השנים. מספר הימים הממוצע עד לאישורם של ההסדרים עמד בשנת 2009 על כ-330 ימים; בשנת 2010 – על כ-280 ימים; בשנת 2011 – על כ-250 ימים; בשנת 2012 – על כ-390 ימים; ובשנת 2013 – על כ-320 ימים. נתון מעניין נוסף הוא כי 50% מהחברות נזקקו ליותר משנה כדי להגיע לסיומו של הליך הסדר החוב (חתימה על הסדר או פירוק), ו-9% מהחברות נזקקו אף ליותר משנתיים כדי להגיע לסיום ההליך. מבחינת הערך

16 דוח ועדת אנדרון, לעיל ה"ש 2, בעמ' 35–42.

17 לדוגמה, לא ברור איזו הגדרה של הסדר חוב שימשה את הוועדה (נראה שהוועדה כללה בתנויה גם הסדרי חוב לפי ס' 350 לחוק החברות, גם הסדרי חוב לפי חוק ניירות-ערך וגם הליכי פירוק). דוח הוועדה אינו מספק הסברים באשר למתודולוגיה ששימשה את הוועדה לקביעת מספרם של הסדרי החוב.

18 כפי שנסביר בהמשך, נראה כי נתוני הוועדה מספקים הערכת-חסר באשר להתמשכות ההליכים להסדר חוב.

הנקוב שנכנס להסדר, בשנת 2009 הגיעו לסיום ההליך בתוך שנה 67% מהערך הנקוב. לעומת זאת, בשנת 2012 נמשך ההליך פחות משנה רק ב-13% מהערך הנקוב. יש לציין כי נתונים אלה מספקים ככל הנראה הערכת-חסר של הזמן הנדרש לשם גיבוש הסדר חוב, וזאת משתי סיבות: ראשית, נראה כי נתוני הוועדה מסתמכים על המועד הרשמי שבו נפתח המשא-ומתן על הסדר חוב, אך לא מן הנמנע שהמגעים בין החברה למחזיקים החלו עוד קודם לכן; שנית, נתוני הוועדה מתייחסים בנפרד להסדרים שונים שקיימה אותה חברה מפיקה. אולם במקרים שבהם הסדר החוב הראשון מתברר כבלתי-מספק עולה השאלה אם ראוי להתייחס בנפרד להסדר שבא אחריו.

פרק ב: הסדרי חוב באג"ח סחירות – רקע עיוני

פרק זה יציג את התשתית העיונית לדיון בתופעת הסדרי החוב באג"ח סחירות. לצורך הדיון ניתן להגדיר הסדר חוב כהסכמה של המלווה לשינוי בתנאי התשלום שנקבעו בהסכם ההלוואה המקורי, וזאת לא במסגרת הליכי חדלות פירעון.¹⁹ הסדרי חוב אינם תופעה ייחודית לאג"ח סחירות.²⁰ עם זאת, לאג"ח סחירות יש מאפיינים ייחודיים אשר הופכים את הסדרי החוב ביחס אליהן לעניין מורכב יותר מאשר הסדרי החוב בהלוואות פרטיות.

ראשית, נדון בהבחנה בין הסדרי חוב בהלוואות פרטיות לבין הסדרי חוב באג"ח סחירות. לאחר-מכן נציג את ההבחנה בין הסדרי חוב לבין ארגון מחדש של מבנה ההון של החברה במסגרת חדלות פירעון. בחלק האחרון של פרק זה נסקור את הספרות האקדמית הדנה בשאלה אם יש לאפשר הסדרי חוב באג"ח סחירות ומה המשטר הרצוי להסדרי חוב אלה.

1. הסדרי חוב בהלוואות פרטיות ואג"ח סחירות

בין שמדובר באיגרת-חוב ובין שמדובר בהלוואה אחרת, הסכמי הלוואה כוללים הוראות מפורטות הן באשר לאופן החזר ההלוואה על-ידי החייב – דהיינו, תשלומי הריבית והקרן ומועדיהם – והן באשר לאמות-מידה פיננסיות ולהוראות חוזיות נוספות שתכליתן

19 המאמר מתמקד בשינוי תנאי ההלוואה על רקע קשיים בהחזר החוב של המלווה. אולם, כפי שעולה ממחקרם של רוברטס וסופי, ברוב המקרים השינוי בתנאי ההלוואה אינו נובע מקשיים כלכליים של הלווה. ראו: Michael R. Roberts & Amir Sufi, *Renegotiation of Financial Contracts: Evidence from Private Credit Agreements*, 93 J. FIN. ECON. 159 (2009).

20 מחקר שנערך לאחרונה ביחס להלוואות פרטיות לחברות ציבוריות בארצות-הברית מצא כי ב-90% מהמקרים הסכימו המלווה והחברה הלווה על שינוי תנאי ההסכם המקורי במהלך חיי ההלוואה. ראו שם.

להבטיח את החזר ההלוואה ולסייע לנושה בניהול החוב. בהסדר חוב הנושה והחייב מסכימים על שינוי תנאים אלה.

(א) הלוואות פרטיות

מדוע שנושה יסכים להסדר חוב שבו הוא מוותר על הזכויות המוקנות לו בהסכם ההלוואה? כמעט בכל עסקת אשראי קיים הסיכון שהחברה הלווה תיקלע לקשיים כלכליים שלא יאפשרו לה לעמוד בתשלום חובותיה. כאשר חברה מתקשה לעמוד בהתחייבותיה לפי חוזה ההלוואה, יש לנושה שתי אפשרויות: האפשרות האחת היא להגיע להסכמה עם החברה על ארגון מחדש של החוב – דחייה של מועד החזר, פריסה מרווחת יותר של תשלומי הריבית וכיוצא בהן; האפשרות האחרת היא להתעקש על החזר החוב ולפעול בדרכים משפטיות כדי לגבות אותו. כאשר החברה הלווה נמצאת בקשיים כלכליים, האפשרות השנייה עלולה להוביל בסופו של דבר גם לפתיחת הליכי חדלות פירעון (פירוק או הבראה, כמפורט בהמשך).

לצורך הדיון נניח כי מדובר במלווה שהוא נושה בנקאי מתוחכם. במקרה זה החלטת המלווה על הסדר חוב מחוץ לכותלי בית-המשפט אינה כרוכה במורכבות משפטית מיוחדת. חזקה על הבנק שהוא ישקלל את מכלול השיקולים העסקיים הרלוונטיים – הצפי לגביית החוב במקרה של הסדר שיאפשר להבריא את החברה הלווה, החשיבות של שמירת מערכת היחסים עם הלקוח הלווה, השפעת ההסדר על התנהגותם של נושים אחרים של החייב, סיכויי הגבייה במקרה של פנייה לבית-משפט ועלויות הניהול של הליכים משפטיים לגביית החוב. בסופו של דבר ההנחה היא שהבנק – או כל מלווה רציונלי אחר – יגיע להחלטה המיטבית מנקודת-מבטו. אם המלווה מחליט על הסדר חוב, התוצאה תהיה שינוי בתנאי ההלוואה המקורית שמוסכם על הלווה והמלווה.

(ב) המאפיינים הייחודיים של הסדרי חוב באג"ח סחירות

בעיית הפעולה המשותפת – ההחלטה על הסדר חוב נעשית מורכבת יותר כאשר מדובר באגרות-חוב סחירות. הסיבה המרכזית היא פיזור ההחזקות הנובע מסחירותן של אגרות-חוב.²¹ בניגוד להלוואה פרטית, אגרות-חוב סחירות הן נייר-ערך הנסחר בבורסה. הן מוחזקות בידי מספר גדול של מחזיקים, אשר רכשו את אגרות-החוב במועדים שונים ואשר יש להם אינטרסים מגוונים, הנובעים מאופיו של המשקיע, מן המחיר שבו הוא רכש את האג"ח ומאופק ההשקעה שלו. ריבוי המחזיקים מניב למשקיעים יתרונות, כגון הגברת סחירותן של אגרות-החוב והיכולת של המחזיקים באג"ח לפזר את הסיכון הכרוך בהשקעה בעלות נמוכה יחסית. עם זאת, פיזור המחזיקים מקשה קבלת החלטות כאשר לניהול החוב. כל החלטה על ניהול החוב – לרבות החלטות בנוגע להסדר חוב –

21 בספרות הפיננסית מקובל להניח שלבנקים יש עדיפות על שוק החוב הסחיר בכל הנוגע באפשרות לנהל משא-ומתן ענייני עם לוויים בקשיים. ראו, לדוגמה: Mitchell Berlin & Loretta J. Mester, *Debt Covenants and Renegotiation*, 2 J. FIN. INTERMEDIATION 95 (1992).

מעוררת את בעיית הפעולה המשותפת (collective action).²² על מערכת המשפט לקבוע מנגנונים שיאפשרו למחזיקי אגרות החוב לקבל החלטות קבוצתיות בדבר ניהול החוב בהתחשב בריבוי המחזיקים ובשונות האינטרסים ביניהם.

בישראל מנגנונים אלה קבועים בהוראות פרק ח1 לחוק ניירות-ערך, אשר קובע חובה למנות נאמן לאג"ח סחירות, מסדיר את חלוקת הסמכויות של ניהול החוב בין הנאמן לבין אספות מחזיקי האג"ח, וקובע דרישות רוב לאישור החלטות שונות המתעוררות במהלך חיי החוב. כך, לדוגמה, סעיף 17ב35 לחוק ניירות-ערך קובע שהחלטות של אספת מחזיקי אג"ח יתקבלו ברוב רגיל, וסעיף 135 לחוק ניירות-ערך קובע כי שינויים בשטר הנאמנות יתקבלו ברוב של המחזיקים בשני שלישים לפחות מיתרת הערך הנקוב המיוצג בהצבעה.²³

חופש החוזים בשוק החוב הסחיר – נוסף על הצורך בקביעת מנגנונים להסדרת ניהול החוב על-ידי המחזיקים, בשוק החוב הסחיר עולה סוגיית חופש החוזים של הצדדים להסכם ההלוואה. בהלוואה פרטית – כגון הלוואה שבנק מעניק לחברה – ההנחה היא שאין מקום להתערבות של המחוקק בתנאי ההלוואה לשם הגנה על המלווה.²⁴ אולם העובדה שאג"ח סחירות מוצעות לציבור הרחב – לרבות משקיעים פרטיים שאינם מתוככמים – מעלה את השאלה אם על המחוקק וגורמי הפיקוח בשוק ההון להתערב בתוכן ההתקשרות שבין המלווים לבין החברה הלווה, וזאת לצורך הגנה על המשקיעים באג"ח סחירות. במילים אחרות, מהו ההיקף הראוי, אם בכלל, של התערבות המחוקק בחופש של הצדדים להסדיר את היחסים ביניהם במסגרת הסכם ההלוואה?

אין כל ספק שחברה המנפיקה אג"ח סחירות כפופה לדרישות גילוי קוגנטיות לפי חוק ניירות-ערך. אולם, בדומה למצב ביחס להגנה על המשקיעים במניות של חברות ציבוריות,²⁵ גם ביחס לאג"ח סחירות עולות שאלות באשר להיקף הראוי של התערבות המחוקק בתנאים המהותיים של ההלוואה שהחברה המנפיקה נוטלת מציבור המחזיקים.²⁶ בישראל, לדוגמה, חוק ניירות-ערך מכתוב כמה הסדרים קוגנטיים באשר

22 ראו: Yakov Amihud, Kenneth Garbade & Marcel Kahan, *A New Governance Structure for Corporate Bonds*, 51 STAN. L. REV. 447, 459–460 (1999).

23 לנאמן יש סמכות מקבילה לזו של אספת המחזיקים להסכים לשינוי בשטר הנאמנות. ראו ס' 135(1) לחוק ניירות-ערך.

24 עם זאת, כאשר הלווה הוא חברה, חוק החברות קובע הסדרים מסוימים להגנת נושים, כגון כללי החלוקה. ראו ס' 301–311 לחוק החברות.

25 ראו, לדוגמה: Lucian A. Bebchuk, *The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1395 (1989); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 COLUM. L. REV. 1416 (1989).

26 לדין מקיף בשאלה זו ראו: Marcel Kahan, *The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds*, 89 NW. U. L. REV. 565 (1995).

לתנאי ההלוואה של אגרות-חוב המונפקות לציבור בישראל, לרבות קביעת עילות קוגנטיות להעמדת החוב לפירעון מיידי.²⁷

לסיכום, הסדרי חוב באג"ח סחירות מעלים שתי שאלות: ראשית, מהו המנגנון הראוי לקבלת החלטות על-ידי מחזיקי האג"ח בדבר הסדרי חוב? שנית, האם ראוי לקבוע גם בעניין זה הסדר קוגנטי? בטרם נדון בשתי שאלות אלה, נבקש לעמוד בקצרה על ההבחנה בין ארגון מחדש של חוב במסגרת הסדר חוב לבין ארגון מחדש של חוב בהליכי חדלות פירעון.

2. הסדרי חוב והליכי חדלות פירעון

הדיון עד לשלב זה הניח כי הסדר חוב מהווה הסכמה דו-צדדית בין מלווה לחייב על שינוי תנאי החוב שעליהם הסכימו הצדדים בהסכם ההלוואה המקורי. אולם שינוי תנאי החוב עשוי להיות גם תוצאה של הליכי חדלות פירעון, שמטרתם הבראת החברה.

מקובל להבחין בין הליכי חדלות פירעון שתכליתם פירוק התאגיד וחלוקת הנכסים לנושים לבין הליכים שתכליתם הבראת החברה במטרה לאפשר לה להמשיך להתקיים כעסק חי.²⁸ בישראל הליך הפירוק מוסדר בפקודת החברות, התשמ"ג-1983, בעוד הליכי ההבראה מוסדרים בחוק החברות, שבו נערכה לאחרונה רפורמה מקיפה במסגרת תיקון 19 לחוק החברות. ההבחנה בין פירוק להבראה מבוססת גם על המצב המשפטי בארצות-הברית, שם יש הבחנה בין הליכי פירוק (liquidation) לפי Chapter 7 לבין הליכי הבראה (reorganization) לפי Chapter 11, שעליו מבוסס במידה רבה תיקון 19 לחוק החברות. עם זאת, ניתן לחשוב על משטרים משפטיים שונים להליכי הבראה.²⁹ כמו-כן, המציאות – גם בארצות-הברית – מלמדת כי ניתן לעשות שימוש בהליך מסוג הבראה כדי להגיע לתוצאה כלכלית הזוהה במהותה לחיסול עסקיה של החברה.³⁰

הדיון ברשימה זו בהליכי חדלות הפירעון יתמקד בתהליך ההבראה, וזאת בשל הדמיון בינו לבין הסדר חוב. בדומה להסדר חוב, גם תוצאתו של הליך הבראה היא שינוי תנאי החוב המקוריים. אומנם, להבדיל מהסדר חוב, שינוי תנאי החוב במסגרת הליך הבראה אמור להתבצע במסגרת הקולקטיבית של הליכי חדלות פירעון. אולם, כפי שנסביר בהמשך, תיקון 19 לחוק החברות טשטש את ההבחנה בין הבראת חברה במסגרת הליכי חדלות פירעון לבין הבראת חברה מחוץ להליכי חדלות פירעון.

27 ראו ס' 1ט35 לחוק ניירות-ערך.

28 ראו דוד האן דיני חדלות פירעון 43–44 (2009).

29 ראו, לדוגמה: Jennifer Payne, *Debt Restructuring in English Law: Lessons from the United States and the Need for Reform*, 130 L.Q.R. 282 (2014). המחברת סוקרת במאמרה זה את המשטרים השונים לארגון מחדש של חוב בדין האנגלי, הכוללים גם Company Voluntary Arrangement ו-Company Voluntary Administration.

30 לאחרונה גובר השימוש בארצות-הברית בהליכי הבראה כאשר מעוניינים למכור את מלוא הפעילות של חברה בקשיים לצד ג – תוצאה אשר דומה במהותה לתוצאה של הליכי פירוק. ראו: Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Chapter 11 at Twilight*, 56 STAN. L. REV. 673 (2003).

להבחנה בין הליכי חדלות פירעון לבין הליכים אחרים להבראת חברות או הסדר חוב יש חשיבות עיונית ומעשית. מבחינה עיונית, הליכי חדלות פירעון מיועדים ליצור מסגרת משפטית להתמודדות של חברות בקשיים עם תרחיש של ריבוי נושים. לפי הגישה הכלכלית הרווחת, ביסודם של הליכי חדלות הפירעון עומד הצורך בפתרון בעיית הפעולה המשותפת אשר נושיו של תאגיד בקשיים ניצבים בפניה: אם כל נושה יתעקש על מיצוי זכויותיו, קיים חשש להאצת הקריסה של תאגיד בקשיים, וזאת גם בנסיבות שבהן האינטרס של כלל הנושים מחייב דווקא את הבראת החברה וארגון מחדש של חובותיה.³¹ לפיכך מאפיין בסיסי של הליכי חדלות פירעון הוא מעבר מהמישור הפרטני, שבו לכל נושה עומדות הזכויות החוזיות או הקנייניות הנובעות ממערכת ההסכמים שלו עם הלווה, למישור הקיבוצי, שבו הדין מאפשר פגיעה בנושה יחיד אם הדבר משרת את האינטרסים של כלל הנושים.³² לשם המחשה, הליך הבראתה של חברה בישראל נפתח לרוב בצו הקפאת הליכים לפי סעיף 350 לחוק החברות, אשר אוסר על נושים, לרבות נושים מובטחים, לנקוט הליכי גבייה נגד החברה. כמו-כן, הסדר ההבראה לפי חוק החברות כולל אפשרות לכפות את השינוי בתנאי החוב הן על נושה יחיד (במקרה שבו רוב הנושים מאותו סוג תומכים בשינוי) והן על קבוצת נושים המתנגדת להסדר.³³

הפגיעה האינהרנטית בזכויותיהם החוזיות והקנייניות של נושים בהליכי חדלות פירעון מצריכה קביעת מנגנונים שיבטיחו כי התהליך אכן ישיא את הערך המצרפי בעבור כלל הנושים, יגן על זכויותיו של כל נושה (ישמור על סדרי הנשייה) וימנע אופורטוניזם של חייבים. בישראל הליכי חדלות פירעון מתאפיינים לרוב בנטילת השליטה מידי בעל השליטה וההנהלה: בית-המשפט ממנה בעל-תפקיד,³⁴ שתפקידו כולל קבלת הצעות מתחרות להבראת החברה, ואשר מקבל לידיו גם סמכויות חקירה

31 ראו: Alan Schwartz, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, 91 VA. L. REV. 1199, 1200–1201 (2005).

32 ראו האן, לעיל ה"ש 28, בעמ' 17. ראו גם: Thomas H. Jackson & Robert E. Scott, *On the Nature of Bankruptcy: An Essay on Bankruptcy Sharing and the Creditors' Bargain*, 75 VA. L. REV. 155, 158 (1989): "A primary objective of any bankruptcy process is to regulate the inherent conflicts among different groups having separate claims against a debtor's assets and income stream".

33 המנגנון של כפיית הסדר על סוג נושים, המכונה *cramdown*, מעוגן כיום בס' 350 לחוק החברות. כפי שנסביר בהמשך, אחד הקשיים במצב המשפטי הקיים לאחר תיקון 19 הוא שהמחוקק אינו קובע תנאי-סף מהותיים להפעלת ס' 350 לחוק החברות.

34 הדין האמריקאי משאיר את השליטה בידי ההנהלה ובעלי השליטה. לעומת זאת, הדין הישראלי, לאחר תיקון 19 לחוק החברות, משאיר שיקול-דעת לבית-המשפט. ראו ס' 350 לחוק החברות; פרק (מחוזי י"ם) 14-02-14554 הסדרות מדיצינית הרסה נ' *Hadassah Women's Organization of America Inc.*, פס' 25–30 לפסק-דינו של השופט מינץ (פורסם בנוב, 11.2.2014). נציין כי בשנים האחרונות גוברים הקולות הטוענים כי השליטה בפועל בהליכי הבראה בארצות-הברית נמצאת כעת בידי הנושים המובטחים. ראו, לדוגמה: Barry E. Adler et al., *Value Destruction in the New Era of Chapter 11*, 29 J. LAW ECON. & ORG. 461 (2013). מחקר זה בודק באופן אמפירי את ההשלכות של העברת השליטה דה-פקטו בהליך הבראה לידי הנושים.

ובדיקה בנוגע לנסיבות שהובילו לקריסת החברה.³⁵ גם בשיטות משפטיות שבהן ההנהלה ממשיכה לכהן בהליכי חדלות פירעון קיימים מנגנונים אחרים להגנת זכויות הנושים, כגון הסדרת הבלעדיות בהגשת הצעות, חשיפת החברה להצעות הסדר מתחרות וכלל העדיפות המוחלטת.³⁶

הספרות האקדמית מניחה כי הליכי חדלות הפירעון הם ממושכים, מורכבים ויקרים, בין היתר לנוכח מעורבותו הפעילה של בית-המשפט ומינוי בעלי-תפקיד להבראת החברה.³⁷ על רקע זה, הסדר חוב מחוץ להליכי חדלות פירעון (המכונה לעיתים workout) נועד להוות הליך לא-פורמלי שתכליתו העיקרית היא לחסוך את העלויות הכרוכות בארגון מחדש של מבנה ההון (או מבנה החוב) של התאגיד הלווה במסגרת הליכי חדלות פירעון.

ההבחנה בין הסדר חוב לבין הליך חדלות פירעון היא פשוטה במקרה של מלווה יחיד, כגון בנק. הסדר החוב מתבצע בהסכמה בין הלווה למלווה, ואינו כרוך בהליך משפטי. הגעה להליכי חדלות פירעון במקרה של מלווה יחיד יכולה להתרחש מקום שהנושה והחייב אינם מגיעים להסכמה בנוגע להסדר חוב או כאשר לחברה יש נושים אחרים ולכן יש צורך בנייהול הליך קולקטיבי על-מנת למנוע תחרות בין נושים שונים, אשר תאיץ את קריסת החברה ובכך תפגע בסופו של דבר באינטרס המשותף של כלל הנושים.

במקרה של אגרות-חוב סחירות, לעומת זאת, קו הגבול בין הסדר חוב לבין הליך של חדלות פירעון מטושטש יותר. כפי שהסברנו בחלק הקודם, לנוכח ריבוי המחזיקים באגרות-חוב סחירות, גם הליך של הסדר חוב בניירות-ערך אלה מחייב ניהול קבוצתי של משא-ומתן ומנגנוני קבלת החלטות על-ידי קבוצה גדולה של מחזיקים. אך העובדה שהחלטה על הסדר חוב – כמו כל החלטה אחרת של מחזיקי אגרות-חוב סחירות – צריכה להתקבל על-ידי קבוצה של מחזיקים אינה הופכת בהכרח את הסדר החוב להליך חדלות פירעון. עם זאת, כפי שנטען בהרחבה בפרק הבא, הדין בישראל מטשטש ללא הצדקה את ההבחנה בין הסדר חוב לבין הליך חדלות פירעון.

35 ראו, לדוגמה, פרק (מחוזי י"ם) 9712-03-14 מקור ראשון המאוחד (הצופה) בע"מ נ' הנאמנים להסדר נושים של "מעריב" (פורסם בנבו, 9.3.2014).

36 ראו: Douglas G. Baird & Donald S. Bernstein, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, 115 YALE L.J. 1930 (2006).

37 ראו: Mark J. Roe, *The Voting Prohibition in Bond Workouts*, 97 YALE L.J. 232, 235 (1987). ראו גם מחקר הבודק את העלויות של הליך הבראה בארצות-הברית ואת מידת האפקטיביות שלו: Diane K. Denis & Kimberly J. Rodgers, *Chapter 11: Duration, Outcome, and Post-Reorganization Performance*, 42 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 101 (2007). קיימות גישות שונות באשר להיקף העלויות של Chapter 11. לגישה חיובית יותר ביחס להליכים אלה ראו, למשל: Elizabeth Warren & Jay Lawrence Westbrook, *The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics*, 107 MICH L. REV. 603 (2009); Lynn M. LoPucki & Joseph W. Doherty, *Delaware Bankruptcy: Failure in the Ascendancy*, 73 U. CHI. L. REV. 1387 (2006).

3. המשטר הרצוי להסדרי חוב באג"ח סחירות

לפני שנעבור לדיון במצב המשפטי בישראל ביחס להסדרי חוב, נבקש לסקור את עמדת הספרות האקדמית ביחס למשטר המשפטי הרצוי בנוגע להסדרי חוב של אג"ח סחירות. הדיון בחלק זה של המאמר אינו מיועד לקדם מודל ספציפי (אנו מציעים מודל כזה בחלק האחרון של המאמר), אלא להציג את הרקע העיוני, שישמש גם לבחינה ביקורתית של המצב הקיים בדין הישראלי בנוגע להסדרי חוב.

הדיון במשטר הראוי להסדרי חוב מצריך התייחסות לשני היבטים: ההיבט האחד הוא הרוב הדרוש מקרב מחזיקי האג"ח על-מנת לקבל החלטה שתחייב את כלל המחזיקים באשר לשינוי תנאי החוב (ואם הרוב הזה צריך להיות מקרב הנוכחים בהצבעה או מקרב כלל החוב המונפק בסדרה); וההיבט האחר הוא אם יש לקבוע כלל כופה בעניין הרוב הדרוש לאישור הסדר חוב או שמא ניתן לאפשר לצדדים להסכם ההלוואה – החברה המנפיקה וציבור המשקיעים – לקבוע את הכלל המתאים להם במסמכי ההלוואה.³⁸

(א) המודל הפדרלי האמריקאי והמודל הבריטי להסדר חוב באג"ח סחירות

במשפט המשווה קיימות שתי גישות-קיצון בדבר המשטר המשפטי להסדרי חוב באג"ח סחירות. מחד גיסא, המודל הפדרלי האמריקאי קובע מנגנון פשוט: משטר קונגטי שאינו מאפשר הסדרי חוב באג"ח סחירות. חקיקה ייעודית בנושא אג"ח סחירות – ה-Trust Indenture Act – קובעת מפורשות כי שינוי תנאים כלכליים מהותיים של איגרת-חוב סחירה מחייב הסכמה של כל מחזיק אג"ח בנפרד.³⁹ כל מחזיק אג"ח רשאי כמובן להסכים עם החברה המנפיקה בנוגע לשינוי תנאי ההלוואה שיחולו על האג"ח שבהן הוא מחזיק. אולם הדין הפדרלי האמריקאי אינו מאפשר לרוב כלשהו של מחזיקי אגרות-חוב התומך בהסדר חוב לכפות את עמדתו על מחזיקי אגרות-חוב המתנגדים להסדר. הדין הפדרלי האמריקאי גם אינו מאפשר לחברה המנפיקה אג"ח להתנות על עיקרון זה.⁴⁰ עם זאת, הדין האמריקאי מאפשר קבלת החלטות ברוב של מחזיקי האג"ח

38 ראו, למשל, Warren & Westbrook, שם; LoPucki & Doherty, שם.

39 כלל זה נקבע ב-Trust Indenture Act, 15 U.S.C. § 316(b) (1939), אשר קובע בחלק הרלוונטי כדלקמן: "Notwithstanding any other provision of the indenture to be qualified, the right of any holder of any indenture security to receive payment of the principal of and interest on such indenture security, on or after the respective due dates expressed in such indenture security, or to institute suit for the enforcement of any such payment on or after such respective dates, shall not be impaired or affected without the consent of such holder"

40 בעייתיות אחת של הגישה האמריקאית היא חוסר סימטריה בין הזכות המהותית לבין אכיפתה. הדין הפדרלי אוסר מפורשות שינוי זכויות מהותיות של מחזיקי האג"ח בהחלטת רוב, אולם לצורך החלטה על העמדה לפירעון או נקיטת צעדי אכיפה נדרש רוב של 75%. ראו: Marcel Kahan, *Rethinking Corporate Bonds: The Trade-Off Between Individual and Collective Rights*, 77 N.Y.U. L. REV. 1040, 1071–1072 (2002).

על עניינים אחרים הנוגעים בניהול החוב, כגון תניות חוזיות הקבועות בשטר הנאמנות.⁴¹

כאמור, המשמעות המעשית של המשטר הפדרלי האמריקאי היא ביטול האפשרות להסדר חוב מחוץ להליכי חדלות פירעון. אומנם, לחברה המעוניינת בהסדר חוב יש אפשרות להגיע להסכמה עם כל מחזיק ומחזיק. אולם תרחיש זה אינו ישים כאשר מדובר באג"ח סחירות. חברה המעוניינת בשינוי תנאי התשלום של איגרת-החוב בהתבסס על הסכמה של רוב מחזיקי האג"ח חייבת לכאורה לפנות להליך של חדלות פירעון במסגרת Chapter 11.⁴² למעשה, זו בדיוק הייתה התכלית שעמדה לנגד עיניו של המחוקק האמריקאי כאשר אסר את הסדרי החוב. כלל זה, שנקבע במסגרת החקיקה של ה-New Deal, התבסס על תפיסה עקרונית הגורסת כי שינוי בתנאי החוב של מחזיקי אגרות-החוב ראוי שיתבצע במסגרת הליך פורמלי של חדלות פירעון, אשר מחייב את פיקוחו של בית-המשפט ובכך משפר את ההגנה על המשקיעים באג"ח, במיוחד מקרב הציבור.⁴³ המודל הבריטי, מאידך גיסא, מקנה משקל משמעותי לחופש החוזים של החברה המנפיקה ושל המשקיעים באג"ח סחירות. מודל זה מאפשר לצדדים לקבוע במסמכי האג"ח הוראות בדבר המנגנון לשינוי התנאים של אגרות-החוב, לרבות הרוב הנדרש לשם שינוי התנאים הכלכליים הבסיסיים של ההלוואה (הוראות המכוננות collective action clauses או בקיצור CACs).⁴⁴ משטר זה מאפשר לרוב של מחזיקי האג"ח, כפי שנקבע במסמכי ההלוואה, לקבל החלטה בנוגע לשינוי תנאי החוב ולכפות אותה גם על מחזיקי אג"ח שאינם מסכימים לשינוי, וזאת מבלי שנדרש אישור של בית-המשפט.⁴⁵ בניגוד למשטר האמריקאי, מנגנון זה אינו מחייב פתיחת הליכי חדלות פירעון לשם שינוי התנאים של אגרות-החוב.⁴⁶

41 ראו שם, בעמ' 1047–1048.

42 יש כמה דרכים שבהן ניתן לנסות לעקוף את הצורך בניהול הליכים של חדלות פירעון. אחת מהן היא הפרקטיקה המכונה exit consent. ראו: John C. Coffee, Jr. & William A. Klein, *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, 58 U. CHI. L. REV. 1207 (1991). ראו גם: Katz v. Oak Industries Inc., 508 A.2d 873 (Del. Ch. 1986) (להלן: עניין Katz).

43 ראו Roe, לעיל ה"ש 37, בעמ' 249–256.

44 בקוריאה הדרומית נקבעו כללים מיוחדים להסדרי חוב (לאו דווקא לאגרות-חוב) מכיוון שבעלי השליטה בתאגידים סירבו להכניס את החברות שלהם להליכי חדלות פירעון מחשש לאיבוד שליטה. ראו: Hyun Chul Lee, *Efficient and Inefficient Debt Restructuring: A Comparative Analysis of Voting Rules in Workouts*, 40 CORNELL INT'L L.J. 661, 673–675 (2007).

45 ראו, לדוגמה, את הסכם ההלוואה שנידון בעניין Irish Bank Assénagon Asset Management SA v. Irish Bank Resolution Corp Ltd. [2013] 1 All E.R. 495. בעניין זה דן בית-המשפט בגבולות המהותיים התוחמים את כוחם של רוב המחזיקים לכפות הסדר חוב על המיעוט המתנגד להסדר, וזאת על רקע ניסיון של החברה לעשות שימוש בפרקטיקה המכונה exit consent. לניחות השוואתי של הדין האמריקאי והדין האנגלי בסוגיה זו ראו: Keegan S. Drake, *The Fall and Rise of the Exit Consent*, 63 DUKE L.J. 1589 (2014).

46 נוסף על כך יש לציין כי השיטה הבריטית מכירה באפשרותם של בתי-המשפט לבצע הסדרי חוב גם

יצוין כי יש מדינות שאימצו מודל-ביניים. גרמניה וצ'ילה, לדוגמה, אימצו לאחרונה חקיקה חדשה המאפשרת קבלת החלטה על הסדר חוב באג"ח סחירות ברוב המייצג 75% לפחות מערך החוב המונפק. מנגנון זה מעניק לצדדים דרגה מסוימת של חופש לקבוע את הרוב הנדרש לצורך שינוי התנאים הכלכליים של ההלוואה. אולם החופש להתנות את ההסדר הקבוע בחוק פועל לכיוון אחד בלבד, דהיינו, הצדדים רשאים להחמיר מעבר לדרישת המינימום הקבועה בחוק באשר לרוב הנדרש לאישור הסדר חוב, אך אינם רשאים להקל בדרישה.⁴⁷

הספרות האקדמית הדנה בשאלת המשטר הראוי להסדרי חוב באג"ח סחירות של חברות הינה דלה יחסית. במאמר נרחב שהוקדש לנושא על רקע תופעת הסדרי החוב בשוק האמריקאי בסוף שנות השמונים של המאה הקודמת, טען Mark Roe כי הדין הפדרלי נוקשה יתר על המידה, מונע הסדרי חוב יעילים ומשית על חברות עלויות מיותרות של הליכי חדלות פירעון. Roe מציע לבטל את האיסור הגורף החל על הסדרי חוב, ולאפשר לרוב של שני שלישים מערך החוב המונפק לאשר הסדר חוב, אשר יחייב גם מחזיקים שלא הביעו את הסכמתם.⁴⁸ Marcel Kahan, לעומת זאת, סבור כי ההסדר הקיים בדין האמריקאי הוא סביר, וכי הוא מספק הגנה נאותה לזכותו הקניינית של כל מחזיק אג"ח לקבל החלטות בנוגע לרכושו.⁴⁹

דיון מקיף יותר בשאלת המשטר הראוי להסדרי חוב באג"ח סחירות קיים בספרות האקדמית העוסקת במשטר הראוי להסדרי חוב באג"ח ריבוניות (sovereign debt), אשר דנה בשאלה אם יש להעדיף את המשטר הבריטי, המאפשר CACs, על המודל האמריקאי, המחייב את המדינה הלווה לקבל את הסכמתם של כלל המלווים המחזיקים באג"ח. עם זאת, בין אג"ח ריבוניות לאג"ח סחירות קיים הבדל דרמטי, המגביל במידה משמעותית את היכולת ללמוד מן הספרות הכלכלית האקדמית בדבר הסדרי חוב באג"ח ריבוניות על המשטר הראוי להסדרי חוב באג"ח סחירות של חברות. הסדרי חוב של

מחוץ לחדלות פירעון, וזאת באמצעות מנגנון ה־scheme of arrangement, המקביל לס' 350 לחוק החברות הישראלי במתכונתו המקורית. ראו Payne, לעיל ה"ש 29.

47 לסקירת הדין החל בברזיל, בצ'ילה ובגרמניה ראו: Carlos Berdejó, *Revisiting the Voting Prohibition in Bond Workouts*, 89 TUL. L. REV. 541 (2015). המחקר מוצא כי המשקיעים והמנפיקים אכן עשו שימוש באפשרות להסכים על הסדר חוב ברוב של 75% מערך החוב המונפק.

48 לאחרונה הציע Mark Roe כי רשות ניירות-ערך האמריקאית – ה־SEC – תקבע כללים שיאפשרו הסדרי חוב באג"ח סחירות מחוץ להליכי חדלות פירעון. ראו: Mark J. Roe, *The Trust Indenture Act of 1939 in Congress and the Courts in 2016: Bringing the SEC to the Table*, 129 HARV. L. REV. F. 360 (2016). ראו גם Berdejó, לעיל ה"ש 47, המציע להקנות לצדדים חופש חוזי מוחלט לקבוע את המשטר שיחול על הסדר חוב.

49 ראו Kahan, לעיל ה"ש 40, בעמ' 1069. עמדה זו מעניינת דווקא לנוכח גישתו העקרונית של Kahan שלפיה אין מקום לקביעת הסדרים כופים אחרים להגנה על זכויותיהם של מחזיקי אג"ח, אלא יש לאפשר להם לנהל משא-ומתן ולקבוע את ההגנות באמצעים חוזיים. ראו Kahan, לעיל ה"ש 26; Barry E. Adler & Marcel Kahan, *The Technology of Creditor Protection*, 161 U. PENN. L. REV. 1773 (2013).

אג"ח חברות מהווים רק אמצעי אפשרי אחד לארגון מחדש של החוב. אם הדין קובע תנאים נוקשים יתר על המידה לגיבוש הסדר חוב או אם המגעים להסדר חוב נכשלים, ניתן ליוזם הליכי חדלות פירעון, שבהם יוכל בית-המשפט להורות על ארגון מחדש של החוב על-אף התנגדות של חלק מן הנושים. ככל שהעלות הכרוכה בניהול הליכי חדלות פירעון נמוכה יותר כן הצורך בקיום הליך מקביל של הסדר חוב מחוץ לחדלות פירעון פוחת. בהקשר של אג"ח ריבוניות, לעומת זאת, הליכי חדלות פירעון אינם רלוונטיים. לפיכך הסדר חוב הינו החלופה היחידה לארגון מחדש של חובות מדינתיים במצב שבו יש התנגדות של חלק מהנושים.

מכל מקום, הדיון שלהלן יציג את השיקולים העיקריים בקביעת המשטר הראוי להסדרי חוב, כפי שהם עולים מהספרות האקדמית בנושא. תחילה נדון בסוגיית חופש ההתנאה על המשטר הראוי, ולאחר-מכן נדון בסוגיית הרוב המיטבי.

(ב) חופש החוזים

האם יש לאפשר לחברה המנפיקה ולמשקיעים לעצב, במסגרת מסמכי ההלוואה, את המנגנון להסדר חוב אשר יתאים לצורכיהם? הגישה התומכת בחופש החוזים בהקשר זה מתבססת על הטיעון הקלסי של חופש החוזים בדיני תאגידיים,⁵⁰ בצירוף הטיעון שלפיו יש להחיל חופש חוזים גם בנוגע להסדרי חדלות פירעון.⁵¹ לפי גישה זו, בשוק הון משוכלל המשקיעים באגרות-החוב יתמחרו מראש, בשלב ההנפקה של האג"ח, לא רק את הסיכון הכלכלי הטמון בהלוואה, אלא גם את ההוראות שמסמכי ההלוואה קובעים ביחס למשטר שיחול על הסדר חוב עתידי. משקיעים פוטנציאליים ידרשו ריבית גבוהה יותר על איגרת-חוב שתציע משטר נחות להסדר חוב, ולהפך. לחברה המנפיקה יהיה אפוא תמריץ להציע את המשטר המיטבי להסדרי חוב.

מאמר זה אינו המסגרת המתאימה לדיון מעמיק בסוגיה העקרונית של חופש החוזים בדיני תאגידיים או במידת ההתאמה של עקרון חופש החוזים לשוק האג"ח הסחירות.⁵² יתר על כן, הדין בישראל כבר הלך כברת-דרך בצמצום חופש החוזים בתחום האג"ח הסחירות, לרבות בתחום הסדרי החוב. לפיכך הסיכוי שהדין הישראלי יעניק לצדדים את החופש המלא לבחור בכללי הסדר החוב המתאימים להם הוא קטן ביותר. עם זאת, נעמוד בקצרה על נקודות אחדות שיש בהן כדי לתמוך בקביעת משטר קוגנטי ביחס להסדרי חוב של אג"ח סחירות.

בפתח הדברים נציין כי הספרות האקדמית מטילה כיום ספקות ביכולתם של בעלי המניות מהציבור לתמחר הסדרי ממשל תאגידי בשלב ההנפקה.⁵³ אכן, לפחות חלק מן

50 לטענה כי על דיני התאגידיים להימנע מלהתערב בתנאי התקנון בשלב ההנפקה ראו Easterbrook & Fischel, לעיל ה"ש 25.

51 ראו: Alan Schwartz, *A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, 107 YALE L.J. 1807 (1998).

52 למאמר שדן בהרחבה בסוגיית חופש החוזים באג"ח סחירות ראו Kahan, לעיל ה"ש 26.

53 ראו, לדוגמה: Michael Klausner, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, 65

הממצאים האמפיריים ביחס לאג"ח ריבוניות מטילים ספק בדבר קיומו של אפקט תמחור ביחס להוראות העוסקות בהסדר חוב.⁵⁴ לגופם של דברים, קיים הבדל משמעותי בין הנפקת מניות להנפקת אגרות-חוב. בכל הנוגע במניות, ההנחה היא שבשלב ההנפקה הראשונית לציבור אין בעיית נציג, מכיוון שההנהלה הבעלים היא שמוכרת את המניות לציבור במסגרת ההנפקה, ולכן יש לה תמריץ כלכלי ישיר להציע כללי ממשל תאגידי מיטביים.⁵⁵ בהנפקת אגרות-חוב, לעומת זאת, המצב שונה. בחברה ללא בעל שליטה, הנפקה של אג"ח תבצע על רקע בעיית נציג בין ההנהלה לבין בעלי המניות בחברה הציבורית. לפיכך ההנהלה עשויה לקבוע בהסכמי ההלוואה הסדרים חוזיים שישרתו את האינטרסים שלה, וזאת גם אם המשמעות היא עלות גבוהה יותר מבחינת החברה.⁵⁶ לכאורה, בתאגיד עם בעל שליטה המצב שונה, שכן לבעל השליטה יש אינטרס הוני משמעותי בחברה, שבעטיו הוא עתיד להפנים את העלויות הכרוכות באימוץ משטר הסדר חוב אשר ייקר ללא צורך את עלויות החוב של החברה. אולם בתאגיד עם בעל שליטה בעיית הנציג בהקשר זה עלולה להיות חריפה יותר. הכללים בנוגע להסדרי חוב נוגעים במישרין ביכולתו של בעל השליטה להמשיך לשלוט בתאגיד במקרה של קשיים כלכליים עתידיים. בנקודה זו יש פער אינטרסים בין בעל השליטה לבין המיעוט, שכן רק בעל השליטה (ולא בעלי מניות המיעוט) נהנה מרווחים פרטיים של שליטה (private benefits of control). לפיכך בעל השליטה עשוי להסכים לתשלומי ריבית גבוהים יותר, ובלבד שההוראות בנוגע להסדר החוב יסייעו לו בשימור השליטה בעת משבר. פער אינטרסים זה בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט מוחרף כאשר מדובר במבנה בעלות פירמידלי.⁵⁷ יתר על כן, ספק אם המודל החוזי, המבוסס על קיומו של שוק הון מפותח ומשוכלל, מתאים לשוק ההון הישראלי, הלוקה בסחירות נמוכה ובריכוזיות גבוהה יחסית של משקיעים מוסדיים, אשר בחלקם נמצאים גם בבעלות של תאגידיים ריאליים.⁵⁸ לנוכח האמור לעיל, רשימה זו לא תדון באפשרות להציע משטר וולונטרי להסדרי חוב.

STAN. L. REV. 1325 (2013). לגישה המטילה ספק ביכולתם של המשקיעים לתמחר הסדרי ממשל

תאגידי בשלב ההנפקה ראו Bebchuk, לעיל ה"ש 25; Victor Brudney, *Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract*, 85 COLUM. L. REV. 1403 (1985).

54 ראו דיון להלן ליד ה"ש 67-70.

55 ראו: Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976) לדיון בבעיות

נציג בין קבוצות של בעלי מניות בשלב ההנפקה ראו: Lucian A. Bebchuk, *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*, 152 U. PENN. L. REV. 713, 735-736 (2003).

56 ראו: Marcel Kahan & Michael Klausner, *Antitakeover Provisions in Bonds: Bondholder Protection or Management Entrenchment?*, 40 U.C.L.A. L. REV. 931 (1992).

57 ראו פרק ג לחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013.

58 לדיון בהשלכותיה של הבעלות הצולבת בגופים מוסדיים בישראל על יכולתם לפעול להטמעת נורמות של ממשל תאגידי ראו חמדני, לעיל ה"ש 5, בעמ' 352-353.

(ג) הרוב המיטבי להסדר חוב

נקודת המוצא העקרונית לדיון במשטר הרצוי להסדרי חוב היא האינטרס הכלכלי בהבראת חברות שיש הצדקה להמשך קיומן כעסק חי. עם זאת, האינטרס הכלכלי-הציבורי בהבראת חברות יכול לבוא על סיפוקו גם באמצעות הליכי חדלות פירעון שתוצאתם הבראת החברה. לפיכך יש להעדיף הסדר חוב על הליך פורמלי של חדלות פירעון רק כל עוד העלויות הנלוות להסדר (עלויות ישירות, כגון שכר-טרחה של עורכי-דין ויועצים כלכליים, ועלויות עקיפות, כגון אי-ודאות הפוגעת ביכולתה של החברה לנהל את עסקיה) נמוכות ביחס לעלויות של הליך פורמלי של חדלות פירעון. זאת, כמובן, בהנחה שקיצור התהליכים אינו פוגע באופן מהותי בזכויותיהם של מחזיקי אגרות-החוב בהשוואה לזכויות שהם היו זוכים בהן בהסדר פורמלי של חדלות פירעון.⁵⁹

(1) האם יש הצדקה להבחנה בין דרישת הרוב בהקשר של קבלת החלטות על-ידי בעלי מניות לבין דרישת הרוב בהקשר של קבלת החלטות על-ידי נושים?

לכאורה, ניתן לטעון כי כלל ברת-המחדל המיטבי הוא אישור הסדרי חוב ברוב רגיל של מחזיקי האג"ח. בהעדר ניגודי עניינים, ההנחה היא שהסכמת רוב המחזיקים (אלה המייצגים את רוב הערך המיוצג בהצבעה) משקפת את הערכת השוק המיטבית לגבי התועלת הצפויה מההסדר המוצע.⁶⁰ רציונל זה הוא אשר הביא לידי כך שכלל הכרעת הרוב המקובל בחוק החברות החדש הוא רוב רגיל. על רקע זה עולה השאלה מה ההצדקה להבחנה בין הסדרי חוב לבין עסקות מהותיות, כגון מיזוג.⁶¹ אולם ההשוואה בין הסדר חוב לבין הצבעת בעלי מניות על עסקות מהותיות מתעלמת מהבדלים משמעותיים בין אג"ח סחירות למניות. ראשית, דרישות ההצבעה בחוק החברות ביחס לאישור עסקה הן רק נדבך אחד מבין מכלול האמצעים המשפטיים ומנגנוני השוק המיועדים להתמודד עם בעיית הנציג שבין ההנהלה או בעלי השליטה לבין בעלי המניות מהציבור. אמצעים אלה כוללים את חובות הנאמנות של נושאי-משרה, את שוק השליטה, את שוק הדירקטורים ואת שוק המוצרים.⁶² במקרה של אגרות-חוב, לעומת זאת, כלל ההצבעה אמור להגן על נושי החברה, שיש ניגוד עניינים מובנה בינם לבין בעלי המניות. בעלי המניות הם שממנים את ההנהלה, אשר היא שמציעה את הסדר החוב. שנית, במישור המשפטי, גם בעסקות מהותיות שבהן נדרשת הצבעה של בעלי המניות, לרבות עסקות שקיים בהן ניגוד עניינים בין בעל השליטה לבין

59 למען הסר ספק, גם נושה יחיד ומתוכם יכול לקבל החלטה רציונלית שלפיה הסדר חוב הכולל ויתור מסוים על זכויותיו עדיף על הליך יקר של פירוק.

60 ראו זוהר גושן "הצבעה אסטרטגית בדיני-חברות: מדיקטורה לדמוקרטיה" **משפטים** כג 109, 114 – 115 (1994).

61 ראו Roe, לעיל ה"ש 37, בעמ' 268.

62 ראו זוהר גושן "בעיית-הנציג" כתיאוריה מאחדת דיני התאגידים" **ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקצ'יה – חיבורי משפט** 239 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ'יה ומרדכי א' ראבילו עורכים, 1996).

בעלי מניות המיעוט, ההצבעה אינה המנגנון הבלעדי להגנה על זכויות המיעוט. בצד הדרישה לאישור האספה, בעלי המניות בחברה זוכים גם בהגנה של חובות הנאמנות של נושאי-משרה, בביקורת שיפוטית (במסגרת מבחן ההגנות המלאה, למשל) או בסעד הערכה.⁶³ לעומת זאת, כפי שהפסיקה בישראל ומחוץ לה מדגישה לא אחת, נושאי-המשרה בחברה אינם חבים בחובות כלשהן כלפי נושי התאגיד בכלל וכלפי מחזיקי אגרות-חוב בפרט.⁶⁴ לפיכך המנגנון היחיד שיש בו כדי לספק הגנה למחזיקי האג"ח הוא ההצבעה על ההצעה להסדר חוב. על רקע האמור לעיל, ספק אם מחזיקי אגרות-החוב יהיו מוכנים להפקיד את גורלם להכרעת רוב מחזיקי האג"ח.

(2) החשש מסחטנות

הביקורת המרכזית נגד המודל האמריקאי מתמקדת בכך שדרישת הסכמה פה אחד תביא לידי הכשלת הסדר חוב גם אם הוא עולה בקנה אחד עם האינטרסים של רוב מחזיקי אגרות-החוב. ביקורת זו מבוססת על ההנחה שהסדר החוב – אשר יבטיח את התאגיד באמצעות ארגון מחדש של המבנה הפיננסי שלו – יאפשר לחברה הלווה לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות לאחר ההסדר. במצב דברים זה יש למחזיק אג"ח אינטרס לא לוותר על החוב שלו, וליהנות מהבראת החברה (שהתאפשרה עקב הסכמתם של הנושים האחרים להסדר החוב) מבלי לוותר על זכויותיו שלו לפי מסמך ההלוואה המקורי. במילים אחרות, המחזיק ירצה שהסדר החוב יעבור כדי שמצבה הפיננסי של החברה ישתפר, אך מבלי שהוא עצמו יידרש לוותר על מלוא החוב.⁶⁵

בעיית ה-*holdout* חריפה במיוחד כאשר התנאי לאישור ההסדר הוא הסכמה פה אחד של מחזיקי האג"ח. אולם בעיה זו מאבדת מחשיבותה ככל שהרוב הדרוש לאישור ההסדר נמוך מ-100%. לפיכך ניתן להתמודד עם בעיה זו באמצעות כלל הדורש רוב מיוחד אך שאינו מגיע לכדי 100% מהמחזיקים באג"ח. יתר על כן, גם בהקשר זה יש חשיבות לעלויות של משטר חדלות הפירעון המהווה חלופה להסדר חוב. כשלון המגעים להסדר יחייב את החברה לפתוח בהליכים של חדלות פירעון לצורך ארגון מחדש של מבנה ההון שלה. ככל שהליך חדלות הפירעון אפקטיבי יותר כן העלות

63 ראו אסף חמדני ושרון חנס "הגניות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית" **משפט ועסקים** ט 75 (2008).

64 בהחלטה הנוגעת ספציפית במחזיקי אגרות-חוב, קבע בית-המשפט בדלוור כי מערכת היחסים בין התאגיד לבין מחזיקי אגרות-החוב הינה חוזית, ומכאן שעל חובותיו של התאגיד כלפי מחזיקי האג"ח להיקבע בחוזה בין הצדדים, ולא לנבוע ממושגי-שסתום, כגון "הגניות". ראו עניין *Katz*, לעיל ה"ש 42. בהחלטה הנוגעת בנושים באופן כללי, הדגיש בית-המשפט בדלוור כי חובת האמונים של הדירקטורים מופנית כלפי התאגיד ובעלי המניות בלבד, אף כאשר החברה נמצאת בקרבה לחדלות פירעון. זאת, משום שהכרה בכך שחובת האמונים של נושאי-המשרה בתאגיד מופנית גם כלפי נושים תיצור סתירה בין חובתם של נושאי-המשרה לפעול לטובת התאגיד ולהשיא את ערכו לבין חובתם כלפי נושים פרטיים. ראו: *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92 (Del. 2007) (להלן: עניין *Gheewalla*).

65 ראו: Robert Gertner & David Scharfstein, *A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law*, 46 J. FIN. 1189, 1192–1199 (1991).

הנובעת מכשולון המגעים להסדר חוב פוחתת. כמו־כן, האפשרות של פנייה להליכים של חדלות פירעון יוצרת תמריץ שלילי למחזיקי אג"ח המבקשים לפעול באופן אסטרטגי.⁶⁶

(3) בעיית האופורטוניזם

שיקול רלוונטי נוסף מהווה ביטוי ספציפי לניגוד האינטרסים החריף שבין בעלי מניות לנושים, ועניינו החשש להתנהגות אסטרטגית של חייבים. ככל שהכלל לקבלת החלטות יהיה תובעני פחות (לדוגמה, רוב רגיל) כן יהיה קל יותר לחברות לאשר הסדרי חוב. על רקע זה יגבר החשש להחרפת ניגוד האינטרסים שבין בעלי המניות לנושים. חשש זה חריף במיוחד לנוכח פיזור ההחזקות באג"ח סחירות. משטר המקל על חברות לגבש הסדר חוב עם מחזיקי האג"ח ex post עלול להניע אותן, מראש, לנקוט צעדים כגון הגברת הסיכון של פעילות החברה או מינוף־יתר. משטר כזה עלול אף לעודד חברות, בדיעבד, ליזום לא לצורך הסדרי חוב שיש בהם כדי לפגוע בנושים או להציע הצעות הסדר בלתי־הוגנות.⁶⁷ סיכון זה יתורגם לדרישת מחיר גבוה יותר על־ידי המלווים ex ante.⁶⁸ לעומת זאת, ככל שקשה יותר להגיע להסדר כן סביר להניח שהחברה ו/או בעל השליטה יירטעו יותר מכניסה לחדלות פירעון⁶⁹ או מהצעת הסדר שאינה הוגנת. הספרות האקדמית בשוק אגרות־החוב הריבוניות הניבה כמה מחקרים אמפיריים בנושא, אך גם מחקרים אלה לא הגיעו לכלל ממצאים מוסכמים. חלק מהחוקרים מצאו כי להכללת תניות המאפשרות הסדר חוב אין השפעה על תמחור האג"ח.⁷⁰ במחקר אחר נמצא כי הכללת תניות CAC מפחיתה את עלויות החוב ללווים "טובים", אך מייקרת את

66 ראו מאמרו של Kahan, לעיל ה"ש 40, בעמ' 1067: "The ability of financially distressed companies to circumvent the contractual amendment provisions through a Chapter 11 filing significantly reduces the practical significance of the holdout problem in distressed corporate restructurings"

67 ראו: Alan Schwartz, *Bankruptcy Workouts and Debt Contracts*, 36 J.L. & ECON. 595 (1993).

68 ראו: Barry Eichengreen & Ashoka Mody, *Do Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?*, 114 ECON J. 247 (2004).

69 ראו: Patrick Bolton & David S. Scharfstein, *Optimal Debt Structure and the Number of Creditors*, 104 J. POL. ECON. 1, 17 (1996). החוקרים מתח כללי בין כללים שמובילים להסדרי חוב יעילים ex post לבין כללים שמרתיעים לווים ex ante מהיקלעות לקשיים כלכליים. המודל שלהם מגיע למסקנה שבתנאים מסוימים כלל ההחלטה בנוגע לארגון מחדש של חוב ידרוש אישור ברוב גבוה יותר מרוב רגיל של הנושים. ראו גם: Sayantan Ghosal & Kannika Thampanishvong, *Does Strengthening Collective Action Clauses (CACs) Help?*, 89 J. INT'L ECON. 68 (2013).

70 ראו: Torbjörn Becker, Anthony Richards & Yunyong Thaicharoen, *Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Action Clauses Costly?*, 61 J. INT'L ECON. 127 (2003); Anthony Richards & Mark Gugliatti, *Do Collective Action Clauses Influence Bond Yields? New Evidence from Emerging Markets*, 6 INT'L FIN. 415 (2003).

עלויות החוב ללווים עם חשש גבוה יותר לחדלות פירעון.⁷¹ מחקר מאוחר יותר מצא כי תניית CAC מודילה את עלויות החוב דווקא ללווים בעלי איתנות פיננסית נמוכה יותר.⁷² לסיכום, הספרות האקדמית נוטה לתמוך במשטר שמאפשר הסדרי חוב באג"ח סחירות, ואשר יהיה מבוסס על רוב מיוחד מקרב מחזיקי האג"ח. בטרם נדון בהמלצות קונקרטיות ביחס לישראל, נבקש לבחון את המצב הקיים בשוק המקומי ביחס להסדרי חוב באג"ח סחירות.

פרק ג: הסדרי חוב באג"ח – המצב המשפטי בישראל לפני פרשת אי־די־בי

על פני הדברים, הדין הישראלי מספק מענה נאות לקשיים שנידונו בחלק הקודם. מחד גיסא, סעיף 350 לחוק החברות מאפשר שינוי בתנאים הכלכליים של אגרות־חוב סחירות מחוץ להליכי חדלות פירעון גם ללא הסכמת כל המחזיקים באגרות־החוב, ובכך נמנעים הקשיים המיוחדים למשטר האמריקאי, המחייב הסכמה פה אחד להסדר חוב. מאידך גיסא, חוק החברות דורש רוב מיוחס של 75% מהערך המיוצג באספת המחזיקים, ואינו מסתפק ברוב רגיל. יתר על כן, הסדר החוב מצריך גם את אישור בית־המשפט. דרישות אלה תורמות לכאורה להגנת האינטרסים של מחזיקי אגרות־החוב. עם זאת, בחינה מעמיקה של המצב המשפטי בישראל מוליכה למסקנה שונה, שלפיה בדין הישראלי התפתחה מציאות נורמטיבית של חדלות פירעון א־סימטרית: בכל הנוגע בקידום הסדר, הדין הישראלי מחיל על הסדרי החוב מנגנונים קולקטיביים מעולם חדלות הפירעון, שתכליתם לקדם הסדר גם במחיר פגיעה בזכויותיו החוזיות של נושה; בכל הנוגע בהגנה על זכויות הנושים, לעומת זאת, לא מופעלים כלים מעולם חדלות הפירעון. פרק זה יתמקד בעולם הסדרי החוב עד להחלטת בית־המשפט בעניין אי־די־בי. הפרק הבא יסקור את השינוי שחל בעקבות פרשת אי־די־בי, ויראה כי המצב המשפטי כיום ביחס להסדרי חוב משקף מציאות נורמטיבית רחבה יותר, אשר לעיתים מובילה דווקא להגנת יתר על הנושים.

בפתח הדברים נציין כי קיים ספק של ממש בנוגע למידת ההגנה שהמתווה לפי סעיף 350 מספק למחזיקי האג"ח. ראשית, בכל הנוגע ברוב הנדרש לאישור הסדר, החוק דורש אומנם רוב מיוחס של 75%, אך מסתפק ברוב מקרב הנוכחים בהצבעה (ולא מערך החוב המונפק). להבחנה זו יש חשיבות רבה במקרה של אג"ח סחירות, שכן חלק ניכר מאגרות־החוב בישראל מוחזקות בידי משקיעים פרטיים, אשר אינם נוהגים להשתתף באספות מחזיקי אג"ח, ואשר סביר להניח שלא ישתתפו גם באספות המתכנסות לצורך אישור הסדר חוב לפי סעיף 350. שנית, גם הדרישה לאישור בית־המשפט אינה מעניקה

71 ראו Eichengreen & Mody, לעיל ה"ש 68.

72 ראו: Michael Bradley & Mitu Gulati, *Collective Action Clauses for the Eurozone*, 18 REV. FIN. 2045 (2014).

הגנה משמעותית לנושים, מכיוון שבתי-המשפט נמנעים כאמור באופן מוצהר מבחינת הכדאיות הכלכלית של ההסדרים.

אולם ברשימה זו אנו רוצים להצביע על קושי עקרוני אחר, הנובע מהשילוב של התשתית החקיקתית הבעייתית של סעיף 350 עם התפתחות הפסיקה והפרקטיקה בתחום הסדרי החוב באגרות-חוב סחירות. התזה המרכזית שלנו היא שהדין בישראל טשטש את ההבחנה בין הסדר חוב לבין הליכי חדלות פירעון. יתר על כן, בפרק זה נטען כי לפחות עד להחלטת בתי-המשפט בעניין אי-די-בי, החילו בתי-המשפט באופן ברירני (סלקטיבי) כלים מעולם חדלות הפירעון על הסדרי חוב של אג"ח.

1. מאפיינים של חדלות פירעון שחלים בהסדר חוב לפי סעיף 350

(א) הקפאת הליכים דה-פקטו

מאפיין מרכזי של הבראת חברה במסגרת הליכי חדלות פירעון הוא הוראת בתי-המשפט על הקפאת הליכים, המאפשרת לצדדים לקיים משא-ומתן על ארגון מחדש של מבנה ההון של החברה תוך שנושי החברה מנועים מלנקוט צעדים חד-צדדיים שעלולים לסכל את הבראת החברה.⁷³ מנתונייה של ועדת אנדרון שהוצגו לעיל עולה כי תהליכי המשא-ומתן על הסדרי חוב באגרות-חוב סחירות בישראל מתנהלים ברובם המכריע של המקרים מבלי שניתן לחברה צו המורה על הקפאת הליכים. אולם במישור המעשי החברה נהנית במקרים רבים, במהלך המשא-ומתן על הסדר חוב, מסטטוס הדומה להקפאת הליכים, וזאת מבלי שיחולו המנגנונים שנועדו להבטיח הגנה על הנושים.

(1) אי-תשלום למחזיקי אג"ח

לפי הפרקטיקה שהשתרשה בשוק ההון בישראל, כאשר מתנהל משא-ומתן על הסדר חוב, החברה אינה מבצעת את התשלומים הנדרשים לפי איגרת-החוב.⁷⁴ המשא-ומתן על הסדר חוב יכול להימשך תקופה ארוכה. לפי ממצאיה של ועדת אנדרון, בשנים 2008–2013 עמד משך הזמן עד לאישור הסדר חוב על 320 ימים בממוצע.⁷⁵ יתר על כן, על-אף הניסיון שהצטבר על-ידי השחקנים השונים, משך הזמן שנדרש לחברה על-מנת להגיע לאישור ההסדר לא התקצר במהלך השנים. כך, מספר הימים הממוצע עד לאישורם של ההסדרים עמד בשנת 2009 על כ-330 ימים; בשנת 2010 – על כ-280 ימים; בשנת 2011 – על כ-250 ימים; בשנת 2012 – על כ-390 ימים; ובשנת 2013 – על כ-320 ימים.⁷⁶ במהלך תקופה זו לא עמדו החברות שניהלו משא-ומתן בתשלומים שהן היו אמורות להעביר למחזיקי אגרות-החוב, וזאת מבלי שנוקטה נגדן סנקציה משפטית

73 ראו ס' 3350 לחוק החברות.

74 ראו אפרת פרץ "פלאזה סנטרס נכנסת להסדר חוב: מקפאיה תשלומי האג"ח" גלובס 14.11.2013. www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000893973

75 דוח ועדת אנדרון, לעיל ה"ש 2, בעמ' 38.

76 שם, בעמ' 39.

או אחרת כלשהי.⁷⁷ המגעים להסדר חוב בחברת אי-די-בי אחזקות, לדוגמה, החלו עוד במהלך קיץ 2012, וההליכים המשפטיים נמשכו עד לינואר 2014. לכל אורך תקופה זו לא שילמה החברה את חובה למחזיקי האג"ח.

הפסקת התשלומים למחזיקי האג"ח אינה מהווה בהכרח תוצאה של החלטה שיפוטית המורה על עצירת התשלומים. יתר על כן, העובדה שהחברה מפסיקה את התשלומים מקנה למחזיקי האג"ח זכות להגיש בקשת פירוק. לכאורה, אם כן, ניתן לטעון כי התמשכות המשא-ומתן על הסדר חוב בעוד החברה אינה עומדת בתשלומים למחזיקי האג"ח מהווה תוצאה של החלטת המחזיקים לא לעמוד על מימוש זכויותיהם בדרך של העמדת החוב לפירעון מיידי או פתיחת הליכי חדלות פירעון. עם זאת, שני נתוני-רקע משפטיים תרמו למציאות שבה הסדרי החוב מתנהלים על רקע הפסקת תשלומים אך מחוץ להליכי חדלות פירעון. ראשית, עד לאחרונה היה נדמה שהחלופה היחידה שהייתה פתוחה לפני מחזיקי אג"ח המסרבים להצעת ההסדר של החברה הייתה הגשת בקשת פירוק. שנית, המשטר החל על אג"ח סחירות כולל תמריצים מוכנים שיש בהם כדי להניא מחזיקי אג"ח מנקיטת הליכי חדלות פירעון.⁷⁸

יכולתם של המחזיקים לזום הליך הבראה – עד להחלטת בית-המשפט בעניין אי-די-בי, החלופה היחידה שעמדה לכאורה לפני מחזיקי אג"ח שלא היו מרוצים מהצעת ההסדר של החברה הייתה הגשת בקשת פירוק. מטבע הדברים, פירוק אינו מהווה חלופה ממשית מבחינת מחזיקי האג"ח של חברה בהסדר. ביסודם של הסדרי חוב – או כל מקרה אחר של הבראת חברה – עומדת ההנחה ששווי החברה כעסק חי גבוה מן השווי שלה בפירוק, ולכן הפתרון שייטיב עם כלל הנושים הוא דווקא הבראת החברה.⁷⁹ נניח שנושה סבור כי החברה "מושכת זמן" במשא-ומתן על הסדר חוב, וכי אין היגיון בפירוק החברה.⁸⁰ במקרה כזה הפתרון המתבקש הוא מתן אפשרות לנושה לפנות לבית-המשפט

77 במצב זה חל שינוי מסוים לאחר החלטתו של בית-המשפט המחוזי כי ניתן לכפות הסדר חוב על חברה בניגוד להסכמתה. ראו פרק (מחוזי ת"א) 11478-06-13 **רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ נ' אי די בי חברה לאחזקות בע"מ** (פורסם בנבו, 28.7.2013). בהחלטתו זו קבע בית-המשפט כי הפסקת התשלומים מקנה למחזיקים עילה לפירוק החברה, ולפיכך גם מאפשרת להם לכפות הסדר הבראה על החברה בניגוד לרצונה.

78 ועדת אנדרון הצביעה על כך שהמחזיקים אינם יוזמים פתיחה בהליכי הבראה והקפאת הליכים. לפי הוועדה, הימנעות זו של המחזיקים עשויה לנבוע מחשש מפני ירידת ערך החברה כתוצאה מהגשת בקשה לפתיחה בהליכים כאמור ומא-ירצונם להחליף את הנהלת החברה. סיבה נוספת טמונה בבעיות נציג ייחודיות לחברות אגרות-חוב, הנובעות מפיוור רב של המחזיקים ומכך שחלק מאגרות-החוב מוחזקות בידי גופים מוסדיים. ראו **דוח ועדת אנדרון**, לעיל ה"ש 2, בעמ' 41.

79 לצורך הדיון אנו מניחים כי חלופת הפירוק משמעה מכירת כל נכסיה של החברה וחלוקתם לנושים.

80 יתר על כן, תקנון הבורסה מחייב השעיה של המסחר בניירות-הערך של חברה במקרה של צו פירוק או מינוי מפרק זמני. ראו ס' 6(א)(2) למדריך לחברות: הפסקות מסחר וכללי השימור – החלק הרביעי לתקנון (2016) www.tase.co.il/Heb/TASERulesandRegulations/Lists/RegulationRes/

בבקשה להליך הבראה, שבו יאורגן מחדש מבנה ההון של החברה תוך שמירה על סדרי העדיפויות בין הנושים השונים.

אולם בעניין **אנגל**, למשל, דחתה השופטת אלשיך בקשה של מחזיקי אג"ח (פסגות) לפתיחת הליך של הקפאת הליכים לנוכח התמשכות המשא-ומתן על הסדר החוב. לגישתה של השופטת אלשיך, הליך כזה אינו קיים כלל בדין הישראלי.⁸¹ השופטת אלשיך חזרה על עמדתה שלפיה אי-אפשר להעביר שליטה בחברה בקשיים לידי נושים מחוץ להליך של פירוק גם בעניין נוסף.⁸² כאשר החלופה היחידה למשא-ומתן על הסדר חוב היא פירוק, הצפוי להניב למחזיקי האג"ח תשואה נמוכה מזו של הסדר הבראה, קל להבין מדוע גם נושה שאינו מרוצה מהתמשכותם של הליכי המשא-ומתן על הסדר חוב יעדיף את המשך המשא-ומתן על החרפת ההליכים. אולם בפרשת **אי-די-בי** קבע השופט אורנשטיין כי ניתן לכפות על חברה חדלת פירעון הסדר הבראה גם בניגוד לרצונה.⁸³ בפרק הבא נדון בהרחבה בהתפתחות זו.

מערך התמריצים של הנאמנים – בעייתיות נוספת מתעוררת לנוכח מבנה התמריצים של הגורמים השונים המובילים את המשא-ומתן על הסדר חוב מטעם מחזיקי האג"ח.⁸⁴ כידוע, בתהליך הסדר החוב מעורבים גורמים שונים שתפקידם לייצג את מחזיקי האג"ח, ובכלל זה נאמנים, יועצים משפטיים וכלכליים, ולאחרונה גם המומחה שמינויו נדרש לפי תיקון 18 לחוק החברות. העברת הסדר החוב למסלול חדלות פירעון כרוכה גם בהעברת השליטה בתהליך לידי בעל-תפקיד מטעם בית-המשפט. מינוי בעל-תפקיד יוביל לפגיעה בשליטה של היועצים, הנאמנים וגורמים דומים נוספים בתהליך, ובכל מקרה יפחית במידה משמעותית את מעורבותם בניווט דרכה של החברה. לפיכך לגורמים אלה יש תמריץ מובנה לא להעביר את הליך הסדר החוב למסלול של חדלות פירעון. תמריץ זה מוחרף ככל שהתגמול לגורמים אלה הוא על בסיס שעות. יתר על כן,

81_Companies/274684.pdf (להלן: תקנון הבורסה). כמו-כן, תקנון הבורסה מחייב הפסקת מסחר בתעודות התחייבות במקרה של העמדת החוב לפירעון מיידי. ראו שם, ס' 6(ב)(2).

81 ראו פרק (מחוזי ת"א) 3478-04-10 **פסגות קופות גמל נ' אנגל משאבים ופיתוח בע"מ** (פורסם בנבו, 18.4.2010).

82 ראו פרק (מחוזי ת"א) 11478-06-13 **אי די בי חברה לאחזקות בע"מ נ' רוניק פו נבו נאמנויות בע"מ** (פורסם בנבו, 8.10.2013) (להלן: פרק 11478-06-13 (8.10.2013)).

83 ראו לעיל ה"ש 1.

84 ועדת אנדרון עמדה על הפוטנציאל לניגוד עניינים של הנאמנים בהסדר חוב. הנאמן של מחזיקי האג"ח, שתפקידו הוא לדאוג לזכויותיהם של המחזיקים, ממונה על-ידי החברה המנפיקה בזמן ההנפקה, ואף מקבל את שכרו מהחברה. החשש לניגוד עניינים הנובע מכך מחריף לנוכח ריכוזיות השליטה במשק הישראלי בכלל ובענף הנאמנות בפרט, אשר יוצרת מעין משחק חוזר בין הנאמנים לבין בעלי השליטה בחברות. קושי זה אף מחריף לנוכח תפקיד-המפתח שהנאמן עשוי למלא בהסדר החוב, עד כדי השפעה על ההחלטה אם החברה תפורק או תנהל מגעים להסדר חוב. ראו **דוח ועדת אנדרון**, לעיל ה"ש 2, בעמ' 62.

בניגוד להקפאת הליכים,⁸⁵ למשל, אין כל יומרה חקיקתית להחיל מגבלת זמן על ההליך של ניהול משא-ומתן על הסדר חוב.

מכל מקום, תהא הסיבה המדויקת לכך שבמהלך המשא-ומתן על הסדר חוב החברה אינה עומדת בתשלומים אשר תהא, הנקודה החשובה לענייננו היא שהחברה נהנית מהקפאת הליכים דה-פקטו אך ללא צו הקפאה רשמי. למעשה, גם בתי-המשפט הכירו בכך שהתמשכות ההליכים ללא צו הקפאה הינה בעייתית.⁸⁶

(2) הגבלת נושים אחרים ללא צו הקפאה

הדיון עד עתה התמקד בעצירת התשלומים למחזיקי האג"ח בלבד. אולם המציאות של הקפאת הליכים ללא צו הקפאה באה לידי ביטוי גם ביחס לנושים אחרים, שאינם מחזיקי אג"ח. לכאורה, כל עוד מתקיים משא-ומתן על הסדר חוב ללא צו הקפאה רשמי, כל נושה רשאי לפעול ללא הגבלה למיצוי זכויותיו. אכן, בעניין דלק נדל"ן הורה בית-המשפט לחברה שניהלה משא-ומתן על הסדר חוב לפרוע חוב שנפסק לה כלפי פלוני שאינו מחזיק אג"ח. זאת, משום שהחברה נמנעה מלבקש צו הקפאת הליכים או מלהיכנס להליך של פירוק. בית-המשפט קבע מפורשות כי החברה אינה יכולה לאחוז את המקל משני קצותיו, דהיינו, לבקש ליהנות מן היתרונות של הקפאת הליכים מבלי שיוחלו עליה המנגנונים הנלווים לצו כזה. עם זאת, בסופו של דבר לא שילמה החברה את החוב, וניסתה לכפות על הנושה את ההסדר באמצעות הכללתו בהסדר הנושים יחד עם מחזיקי האג"ח.⁸⁷

בעניין אלביט הדמיה הלך בית-המשפט צעד נוסף לקראת הכרה שיפוטית במצב של הקפאת הליכים דה-פקטו. בעניין זה דן בית-המשפט בחברה אשר נקלעה לקשיים וניהלה משא-ומתן עם נושיה הפיננסיים (מחזיקי אג"ח ובנקים) על הסדר חוב. גם במקרה זה לא ביקשה החברה מבית-המשפט צו הקפאת הליכים. עם זאת, החברה פנתה לבית-המשפט בבקשה שיורה לנושה מובטח של החברה, בנק הפועלים, להימנע מהעמדת החוב לפירעון מידי ומנקיטת צעדים לגביית החוב, לרבות מימוש בטוחות. הגבלת יכולתו של נושה מובטח לפעול למימוש הנכס המשועבד מהווה מאפיין מרכזי של הקפאת הליכים, אשר במקרים רבים משמש גם מניע של חברות לפנות לבית-המשפט בבקשה להקפאת הליכים על-אף ההגבלות שהליך כזה מטיל על החברה ועל בעלי השליטה בה. מנקודת-ראותו של הנושה המובטח, במקרה שבו זכאותו למימוש הנכס המשועבד מוגבלת במסגרת הקפאת הליכים, על בית-המשפט להבטיח הגנה

85 לפי ס' 350ב(ב) לחוק החברות, צו הקפאת הליכים יהיה לתקופה שלא תעלה על תשעה חודשים, ובית-המשפט יהיה רשאי להאריך תקופה זו לשלושה חודשים בכל פעם אם ישוכנע כי הדבר חיוני להליכי ההבראה.

86 ראו פרק (מחוזי ת"א) 12230-04-12 כלל פיננסיים נאמנויות 2007 בע"מ נ' דלק נדל"ן בע"מ (פורסם בנבו, 3.5.2012) (להלן: עניין דלק נדל"ן).

87 ראו פרק (מחוזי ת"א) 12230-04-12 ויינמן נ' דלק נדל"ן בע"מ (פורסם בנבו, 26.7.2012) (להלן: עניין ויינמן).

הולמת לאינטרס הכלכלי שלו בנכס המשועבד.⁸⁸ לפיכך אין זה מפתיע שבית-המשפט מתח ביקורת על נסיונה של החברה לאחוז את החבל משני קצותיו, דהיינו, ליהנות מהיתרונות של הליך חדלות פירעון בכל הנוגע בהגבלת חירות הפעולה של הנושה המובטח, אך מבלי להיות כפופה למכלול ההסדרים הקבועים בחוק במקרה של הקפאת הליכים, שתכליתם היא למנוע פגיעה כלכלית בנושה המובטח. עם זאת, בסופו של דבר קבע בית-המשפט כי כל מהלך אופרטיבי של הנושה המובטח יהיה חייב להיעשות תחת פיקוחו של בית-המשפט. ובלשונו של בית-המשפט:

"יהיה על הבנק לנקוט ולבצע את כל הפעולות בהם ירצה, אם וכאשר ירצה, במסגרת הליכי חדלות פירעון בבית משפט זה, של חדלות פירעון. זאת, כאשר להסרת ספק, אני קובעת באורח חד-משמעי, כי לא ינקטו, בשלב זה, כל הליכי מימוש או הליכים אחרים ישירות בהליכים בחוץ-לארץ, אלא במסגרת ולאחר אישור שינתן בהליכי חדלות הפירעון המרכזיים. אין נפקא מינה לעניין זה, אם יוכתרו כהסדר, כינוס נכסים או פירוק, אשר ינוהלו כאן, תוך עירוב, גילוי ושיתוף של הנושים האחרים, כולל ובעיקר מחזיקי אגרות החוב."⁸⁹

במילים אחרות, בית-המשפט מכיר באפשרות להגביל את יכולתו של נושה מובטח לפעול למימוש זכויותיו בנכסים המשועבדים אך ורק בשל קיומם של מגעים להסדר חוב, וזאת מבלי שיוענק צו הקפאת הליכים. יתר על כן, בית-המשפט אף מגביל בפועל את הנושה המובטח. במישור הרטורי, בית-המשפט אף מתייחס להליכים שלפניו כאל הליכים של חדלות פירעון, אף-על-פי שמדובר במגעים להסדר חוב שמתקיימים לא במסגרת הליכי חדלות פירעון. מקרה זה מהווה אפוא ביטוי נוסף לתרומתם של בתי-המשפט להחלה א-סימטרית של דיני חדלות פירעון על הסדרי חוב עם מחזיקי אג"ח.

(ב) הערכאה

השופטים הדנים בהסדרי חוב של מחזיקי אג"ח הם לרוב שופטי הפירוקים של המחוז הרלוונטי. נקודה זו בולטת במיוחד במחוז תל-אביב, שם הוקמה לאחרונה ערכאה מתמחה לסוגיות הנוגעות בדיני תאגידים ושוק ההון – המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל-אביב. ככלל, למחלקה הכלכלית יש סמכות עניינית בלעדית לדון בעניינים הנוגעים בדיני תאגידים במובנם הרחב – הן במישור הפלילי והן במישור האזרחי. עם זאת, הסמכות הבלעדית של המחלקה הכלכלית אינה נוגעת בעניינים של חדלות פירעון. בהנחה שהסדר חוב הינו צעד מקדים שתכליתו למנוע הליך פורמלי של חדלות פירעון, היה מתבקש שהפיקוח על הליכים של הסדר חוב לא יופקד דווקא בידי שופטים של חדלות פירעון, אלא בידי המחלקה הכלכלית. בפועל, כאמור, הן במחוז

88 ראו דוד האן "הגנה הולמת לחובות מובטחים בהבראת חברות" משפטים לב 247 (2001).

89 ת"א (מחוזי ת"א) 23408-06-13 אלביט הדמיה בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ, פס' 10 להחלטתה של השופטת אלשיך (פורסם בנבו, 20.6.2013) (ההדגשות במקור).

תל-אביב והן במחוזות אחרים, השופטים הדנים בהסדרי חוב הם אלה המתמחים
בחדלות פירעון.

רשימה זו אינה מביעה עמדה בשאלה אם חלוקה זו של הסמכויות עולה בקנה אחד
עם לשון החוק.⁹⁰ לצורך הדיון ברשימה זו, העובדה שהליכי הסדר החוב נידונים על-ידי
שופטים המתמחים בחדלות פירעון מהווה דוגמה נוספת לטשטוש ההבחנה בין הליכי
חדלות פירעון להליכים של הסדר חוב.

(ג) איחוד סדרות

לחברה המגיעה להסדר חוב יש לעיתים יותר מסדרה אחת של אג"ח. גם אם אף לא אחת
מהסדרות מובטחת בשעבוד, הסדרות נבדלות זו מזו בתנאים הכלכליים שלהן, לרבות
התניות החוזיות הקבועות בשטר הנאמנות ומועד הפירעון. לפי חוק ניירות-ערך, כל
סדרת אג"ח מתנהלת בנפרד: לכל סדרה יש נאמן נפרד, וההחלטות בנוגע לניהול החוב
של הסדרה מתקבלות על-ידי אספת המחזיקים של אותה סדרה בלבד. על רקע זה נשאלת
השאלה כיצד יש לסווג את המחזיקים בסדרות השונות לצורך אישור ההסדר – האם כל
הסדרות יסווגו לקבוצה אחת לצורך הצבעה או שמא כל סדרה תסווג בנפרד?

בהליך של חדלות פירעון אין ספק שנושים מדרגת עדיפות דומה צריכים להיכלל
בקבוצה אחת, וזאת במנותק מן התנאים החוזיים שעליהם הסכים כל אחד מהם עם
החברה. כפי שנאמר בפרק הקודם, דיני חדלות הפירעון פועלים במישור הקולקטיבי,
תוך התעלמות מזכויותיו החוזיות של הנושה היחיד. אמת-המידה העיקרית לסיווג נושים
לאספות בהליכים אלה היא השאלה אם יש להם סדרי נשייה שונים.⁹¹ שיקול המתייחס
למועד פירעון החוב או לתנאים החוזיים הנלווים להסכם ההלוואה של כל נושה, למשל,
אינו אמור להיות רלוונטי. אין גם כל סיבה לא לאחד לאספה אחת נושים בלתי-מובטחים
שהם מחזיקי אג"ח ונושים בלתי-מובטחים אחרים, כגון ספקים.

90 למחלקה הכלכלית יש סמכות לדון ב"עניין כלכלי" כהגדרתו בס' 42ב לחוק בתי המשפט [נוסח
משולב], התשמ"ד-1984 (להלן: חוק בתי-המשפט). הסעיף הרלוונטי הוא ס' 42ב(א)(1)(ד) לחוק
בתי-המשפט, אשר מחריג מהגדרת עניין כלכלי "עניין אזרחי לפי הפרק השלישי לחלק התשיעי
לחוק האמור [חוק החברות] בהליך פשרה או הסדר שמטרתו הבראת חברה". חוק החברות אינו
מגדיר מהו "הליך פשרה או הסדר שמטרתו הבראת חברה", אולם זו הכותרת של סימן ב לפרק
השלישי לחוק, העוסק בעיקר בהסדרים הנוגעים בהקפאת הליכים. התייחסותו של חוק החברות
להסדרי חוב עם מחזיקי אג"ח מופיעה בסימן ג לפרק השלישי, שכותרתו "מינוי מומחה לבחינת
הסדר חוב בחברת איגרות חוב". הגדרת המונח "הסדר חוב" בסימן זה היא "פשרה או הסדר
כמשמעותם בסעיף 350 [לחוק החברות], בחברת איגרות חוב, שעניינם שינוי מהותי בתנאי הפירעון
של סדרת איגרות חוב...". לפיכך לא ברור אם הסדר חוב מהווה בהכרח "הליך פשרה או הסדר
שמטרתו הבראת חברה". יתר על כן, לכאורה הסדר חוב הנופל לגדר ס' 135 לחוק ניירות-ערך יידון
במחלקה הכלכלית.

91 לצורך הדיון אנו מתעלמים מאינטרסים שאינם נובעים מן המעמד כנושה (למשל, אינטרסים של
עובדים).

בהליך של הסדר חוב, לעומת זאת, ההשוואה לנושה היחיד מובילה לתוצאה ברורה. כשם שלכל נושה יש האוטונומיה לקבל החלטה על שינוי בתנאי חובו, כך גם כל סדרה של אג"ח צריכה לקבל החלטה בנפרד באשר להסדר החוב. בהנחה שהסדר חוב הינו הליך מקדים להליך חדלות פירעון, יש צורך לקבוע מנגנון קבלת החלטות כדי להתמודד עם בעיית הפעולה המשותפת המאפיינת את ניהול החוב באג"ח סחירות. עם זאת, אין כל הצדקה לאיחוד סדרות לצורך קבלת החלטה על הסדר חוב. אולם בעניין אפריקה ישראל ובעניין דלק נדל"ן החליט בית-המשפט כי יש לאחד את הסדרות לצורך כינוס אספה על הסדר חוב. בחינת ההנמקה של בית-המשפט בעניין אפריקה ישראל מלמדת כי בית-המשפט קיבל החלטה מודעת בנוגע להחלת כלים של חדלות פירעון על הסדר החוב. בית-המשפט מציין מפורשות כי הסיבה להחלטה היא הצורך לעשות שימוש בכלים קולקטיביים מעולם חדלות הפירעון, כדי למנוע הידרדרות לחדלות פירעון.⁹² בלשונה של השופטת אלשיך ביחס לסעיף 350:

"כל מטרתו של הסעיף הינה לעשות שימוש בכלים הקולקטיביים הלקוחים במקורם מהליכי חדלות הפרעון הקלאסיים, במטרה להפוך את כיוון הגלישה, ולגדוע את ההדרדרות באיבה, במטרה למזער את נזקיה ואת הפגיעה – הן בבעלי המניות ובעיקר בנושים."⁹³

בית-המשפט מצהיר מפורשות על ביטול, הלכה למעשה, של הגבול בין המשטר החל על חדלות פירעון לבין המשטר החל על הליכי הסדרי חוב, שתכליתם למנוע מצב של חדלות פירעון. יתר על כן, בית-המשפט קובע כי יש להחיל כלים קולקטיביים – שהם המאפייני העיקרי של העולם הנורמטיבי של חדלות פירעון – גם במטרה למנוע הליכים של חדלות פירעון.

איחוד כל הסדרות לאספה אחת עשוי להוביל למצב שבו הסדר חוב שרוב המחזיקים בסדרת אג"ח מסוימת מתנגדים לו יאושר בכל-זאת באספת הנושים של כל סדרות האג"ח שהנפיקה החברה. למעשה, זו הסיבה המוצהרת להחלטת בית-המשפט על איחוד הסדרות. על רקע זה, בית-המשפט בעניין אפריקה ישראל מבצע מהלך נוסף. מכיוון שהוא מכיר בעובדה שבין סדרות האג"ח השונות קיימים הבדלים כלכליים, הוא

92 ראו גם ורדה אלשיך וגדעון אורבך **הקפאת הליכים – הלכה למעשה** 645–647 (מהדורה שנייה, 2010). ניתוח זה מכיר בכך שאכן קיים ניגוד עניינים בין הסדרות, וכי הסיבה היחידה לאיחודן היא "חשש מהותי מפני מצב של סחטנות הצד המיעוט, שעשוי לנצל את כוחו באורח שיפגע ביציבות החברה ובנשייה העולה על שלו" (שם, בעמ' 646). דרך אגב, המחברים מכירים בכך שניגוד העניינים שם נובע מן העובדה שאין מדובר בהבראה "קלסית", שבה מחלקים למעשה את תמורת ההסדר בין הנושים השונים, אלא בארגון מחדש של מבנה ההון של החברה, אשר יוצר פער בין נושים לטווח ארוך (שמחליפים נייר בנייר) לבין נושים לטווח קצר (שהיו אמורים לקבל מזומן).

93 פרק (מחוזי ת"א) 10344-11-09 אפריקה ישראל להשקעות בעמ' נ' הרמטיק נאמנות, פס' 11 לפסק-דינה של השופטת אלשיך (פורסם בנבו, 21.12.2009) (להלן: עניין אפריקה ישראל); פרק (מחוזי ת"א) 62206-01-12 דלק נדל"ן בע"מ נ' רוניק פז נבו נאמנויות בע"מ (פורסם בנבו, 12.3.2012).

קובע כי על ההסדר לקיים דרישות של "שוויון מהותי" בין הסדרות, תוך התחשבות במועד הפירעון של סדרות האג"ח השונות. אולם דרישה זו מולידה כמה קשיים נוספים. ראשית, הדרישה להעניק לכל איגרת-חוב תמורה שאינה מבוססת רק על הערך הנקוב של החוב מנוגדת לרציונל של סיווג כלל מחזיקי האג"ח לאספה אחת. אם אכן קיימים הבדלים כלכליים הראויים להכרה משפטית בין הנושים, אזי יש ניגוד אינטרסים מובנה בין הקבוצות, וקיים חשש שקבוצת נושים אחת תכפה הסדר על קבוצה אחרת. על רקע זה היה מתבקש דווקא שכל קבוצה תצביע בנפרד על ההסדר. שנית, ניתן אומנם לטעון כי אין צורך בסיווג נפרד מכיוון שבית-המשפט הוא אשר יפקח על יישומה של דרישת השוויון המהותי. אולם טיעון זה מציב את בית-המשפט בעמדה של החלטה על סבירותו הכלכלית של ההסדר, וזאת בניגוד לתפיסה העקרונית שלפיה בית-המשפט אינו מחליף את שיקול-דעתם של הנושים לעניין כדאיות ההסדר. בכל מקרה, החלטה זו מייקרת את ההליכים להסדר חוב.

בשולי הדברים נציין כי גם עמדתה של רשות ניירות-ערך, אשר התקבלה על-ידי בית-המשפט בעניין אנגל,⁹⁴ היא בעייתית. בעניין זה קיבל בית-המשפט את עמדת הרשות שלפיה בהתקיים שני תנאים מצטברים ניתן לאחד לאספה אחת את הנושים הבלתי-מובטחים ואת מחזיקי האג"ח: (1) החברה חדלת פירעון באופן מובהק, כך שהחלופה היחידה להסדר היא פירוק החברה; (2) ההסדר שוויוני לחלוטין כלפי כל הנושים הבלתי-מובטחים. הקושי בעמדה זו נובע מטשטוש ההבחנה בין מצב כלכלי של חדלות פירעון לבין משטר משפטי של חדלות פירעון. גם אם אין ספק בדבר חדלות הפירעון של החברה, נשאלת השאלה מדוע יש לפגוע בזכויות הנושים לא במסגרת הליך מובנה של חדלות פירעון.

לסיכום, איחוד סדרות מוביל לכמה תוצאות שאינן עולות בקנה אחד עם מהותו של הסדר חוב כהליך שתכליתו לייתר הליך רשמי של חדלות פירעון. במישור המהותי, בית-המשפט משתמש בכלים של חדלות פירעון כדי לכפות הסדר גם על קבוצות נושים המתנגדות לו. במישור המעשי, הכללים המורכבים שבית-המשפט קובע (דרישת השוויון המהותי, דרישת ההצבעה המקדימה) מסרבליים את הליך הסדר החוב ומייקרים אותו במידה משמעותית. כמו-כן, ההחלטה הופכת את בית-המשפט לגורם שמכריע בדבר הוגנות ההסדר (במקום השוק – מחזיקי אגרות-החוב). במישור העקרוני, ההנמקה הבעייתית של החלטה זו משקפת כשל בסיסי בקביעת קו הגבול שבין משטר קולקטיבי של חדלות פירעון לבין משטר של הסדר חוב מחוץ להליכי חדלות פירעון המבוסס על הסכמת הנושים לשינוי תנאי האשראי שהעמידו לחברה.

(ד) פטור מאחריות

מאפיין נוסף של חדלות פירעון הוא השימוש בהסדר החוב על-מנת להעניק פטור גורף מאחריות לנושאי-המשרה ולבעל השליטה בחברה. אין חולק כי בהליך חדלות פירעון

94 פרק (מחוזי ת"א) 47595-08-10 אנגל משאבים ופיתוח בע"מ נ' הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ (פורסם בנבו, 30.6.2011).

ניתן להעניק הפטר לחברה, לנושאי-משרה ולבעלי שליטה.⁹⁵ עם זאת, בפסיקה קיימות עמדות שונות לגבי ההיקף הראוי של הביקורת השיפוטית על ההחלטה להעניק פטור במסגרת הליכי חדלות פירעון. יש הגורסים כי הפטור ניתן משיקולים הנוגעים בכדאיות ההסדר, ועל-כן אל לבית-המשפט להתערב בו, אך יש גם עמדה שלפיה על בית-המשפט להפעיל בחינה קפדנית של ההצדקה לפטור והיקפו.⁹⁶

בחלק מהסדרי החוב נטו בתי-המשפט להעניק לבעלי השליטה ולנושאי-המשרה פטור גורף מאחריות ללא העמדת קשיים מיוחדים. כך, לדוגמה, בעניין **אפריקה ישראל** קבע בית-המשפט מפורשות כי שאלת הפטור מתביעות הינה סוגיה הנתונה לשיקול-דעתם של מחזיקי האג"ח בשוקלם את כדאיות ההסדר.⁹⁷ בהסדר זה הוענק פטור גורף למדי, אשר חזר לדיון שיפוטי שנים מספר לאחר-מכן עם הגשת בקשה לאישור תביעה נגזרת,⁹⁸ אשר המחישה את הבעייתיות שבאישור תניית פטור גורפת בהליך של הסדר חוב.⁹⁹ במקרים אחרים, לעומת זאת, הפעילו בתי-המשפט בחינה קפדנית יותר של היקף הפטור המבוקש.¹⁰⁰

רשימה זו אינה דנה בשאלה אם יש מקום להעניק פטור מאחריות בפירוק או בהקפאת הליכים. לצורך דיוננו הנקודה החשובה היא שגם הענקת הפטור מאחריות מהווה צעד קולקטיבי המאפיין הליכי חדלות פירעון, שכן היא מחייבת גם נושים (ובעלי מניות) שלא הסכימו לה לוותר על זכויות התביעה שלהם. יתר על כן, בניגוד למצב ביחס לבעלי מניות, הענקת פטור מאחריות על-ידי נושים אינה אפשרית ללא אישור בית-

95 ראו, לדוגמה, ע"א 9244/06 **אקרשטיין תעשיות בע"מ נ' איגלו חברה קבלנית לעבודות צנרת בנין ופיתוח בע"מ** (פורסם בנבו, 22.5.2008); פרק (מחוזי י"ם) 5235/08 **גידר חברה לבנין ולפיתוח בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי**, פס' 37 לפסק-דינו של השופט מינץ (פורסם בנבו, 23.10.2012).

96 ראו פרק (מחוזי ת"א) 49085-11-11 **קווי אשראי לישראל שירותים פיננסיים משלמים בע"מ (בפירוק) נ' יובנק חברה לנאמנות בע"מ**, פס' 21 לפסק-דינו של השופט אורנשטיין (פורסם בנבו, 4.10.2012): "איני משוכנע שסוגיית הפטור מתביעות לבעל שליטה נמנית בהכרח על שיקולי כדאיות שבהם אין בית המשפט נוטה להתערב... לטעמי, כאשר במסגרת הסדר נושים נכלל סעיף פטור מתביעות לבעלי השליטה, אזי גם אם זכה ההסדר לרוב הדרוש באסיפות הנושים, מחייב הדבר בחינה קפדנית של בית המשפט, שכן לא מדובר בהכרח בשיקולי כדאיות." בעניין זה סירב בסופו של דבר בית-המשפט לאשר הסדר, בין היתר לנוכח העובדה שכבר ננקטו צעדים מוחשיים לניהול התביעה נגד בעלי השליטה ובשל התרומה הזעומה של בעלי השליטה בתמורה לפטור.

97 ראו עניין **אפריקה ישראל**, לעיל ה"ש 93, פס' 19. ראו גם אישור ההסדר בפרק (מחוזי ת"א) 12230-04-12 **כלל פיננסיים נאמנויות 2007 בע"מ נ' דלק גדל"ן בע"מ** (פורסם בנבו, 27.9.2012).

98 ראו רע"א 4024/14 **אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כהן** (פורסם בנבו, 26.4.2015) (להלן: עניין **כהן**). מעניין שבעניין זה התייחס בית-המשפט להחלטה של בית-המשפט לאשר הסדר פטור כאל החלטה של "בית המשפט של פירוק". ראו שם, פס' 59 לפסק-דינו של השופט עמית.

99 השאלה שאלה התייחס בית-המשפט העליון בעניין **כהן**, שם, היא אם יש לפרש את תניית הפטור באופן שמחריג ממנה עילות תביעה המבוססות על "תרמית", וזאת אף שהתניה נוסחה באופן גורף. בית-המשפט השיב על שאלה זו בחיוב, ובכך צמצם, בדיעבד, את היקף תחולתה של תניית הפטור שאישר בית-המשפט המחוזי.

100 ראו עניין **אלרון**, לעיל ה"ש 14.

המשפט במסגרת סעיף 350 לחוק החברות.¹⁰¹ יתר על כן, העובדה שהסדר חוב לפי סעיף 350 אינו כולל מנגנון מובנה לקבלת הצעות מתחרות יוצרת קושי למחזיקי האג"ח ב"תמחור" הפטור המבוקש מאחריות בנפרד מההצעה של בעל השליטה להזרים כספים לחברה. לפיכך גם בהקשר זה נשאלת השאלה אם ראוי שבית-המשפט יעניק פטור מאחריות מחוץ להליכי חדלות פירעון, בהליך של הסדר לפי סעיף 350 בלבד. הבעייתיות באישור גורף של פטורים במסגרת הסדרי חוב לא נעלמה מעיני המחוקק, והוא התייחס לכך באופן עקיף במסגרת תיקון 18 לחוק החברות, אשר מחייב את המומחה לגבש חוות-דעת באשר לפטור מאחריות. נראה כי הסדר חוקי זה שיפר את המצב, תוך שהוא מקנה לבתי-המשפט כלים לקבל החלטה מושכלת באשר להיקפו הראוי של הפטור מאחריות.¹⁰² אולם תיקון זה אינו מספק מענה לקושי העקרוני בנוגע לשאלה אם ראוי לאפשר לבתי-המשפט להעניק פטור גורף מאחריות לא במסגרת הליכים של חדלות פירעון.

2. מאפיינים של חדלות פירעון שאינם חלים בהסדר חוב

(א) מינוי בעל-תפקיד

אחד המאפיינים המרכזיים של הליך חדלות הפירעון בישראל ובמדינות אחרות הוא מינוי בעל-תפקיד על-ידי בית-המשפט, אשר בא בנעליה של ההנהלה ופועל לגיבוש תוכנית הבראה. מינוי בעל-תפקיד הינו הליך שגרתי במקרה של הבראה במסגרת הקפאת הליכים. יתר על כן, גם לאחר שהמחוקק בישראל הקנה לבית-המשפט גמישות מסוימת בעניין מינוי בעל-תפקיד בהקפאת הליכים, במסגרת תיקון 19 לחוק החברות, הפסיקה ממשיכה להקפיד על מינוי בעל-תפקיד בהקפאת הליכים.¹⁰³ דווקא על רקע החשיבות שהפסיקה מייחסת למינוי בעל-תפקיד במסגרת הליכי חדלות פירעון, בולטת העובדה

101 קיימת שאלה אם חברה רשאית להעניק לנושאי-משרה פטור מאחריות **בדיעבד**. ראו רע"א 5296/13 **אנטורג נ' שטבינסקי** (פורסם בנבו, 24.12.2013). זאת, לנוכח הוראות חוק החברות המסדירות הענקת פטור מאחריות. אולם במצב המשפטי כיום נראה שמחוקק לס' 350 אין כל אפשרות להענקת פטור מאחריות על-ידי קבוצת נושים.

102 ראו, לדוגמה, עניין פרק (מחוזי ת"א) 8064-02-13 **אורן השקעות [א.א.א.] בע"מ נ' מגני השקעות בע"מ**, עמ' 7 להחלטה (פורסם בנבו, 15.8.2013), שם התייחס בית-המשפט לדוח המומחה לעניין עילות תביעה אפשריות נגד בעלת השליטה. יתר על כן, מההחלטה עולה כי "סעיפי הפטור והיתור על תביעות לא יחולו ביחס למקרים שעל פי דין לא ניתן לקבל פטור או ויתור בגינם ו/או על מקרים שעילתם אינה ידועה במועד ההשלמה". בעניין **אלרן**, לעיל ה"ש 14, אושר פטור, בין היתר, לנוכח תרומה של בעלי השליטה.

103 ראו, לדוגמה, פרק (מחוזי ת"א) 29930-08-14 **צ. לנדאו קבלנות והנדסה בע"מ נ' הראל חברה לביטוח בע"מ**, פס' 7 לפסק-דין של השופט אורנשטיין (פורסם בנבו, 1.9.2014): "בבוא בית המשפט למנות בעל תפקיד במסגרת הסדר הבראה של חברה, עליו למנות ככלל גורם חיצוני, ורק במקרים חריגים ימנה לתפקיד מי מנושאי המשרה הקיימים וגם זאת לאחר שיוכח לו שקיים יתרון במינוי האמור, ושאינו בכך פגיעה בנושי החברה ולאחר שמיעת עמדתם."

שהסדרי החוב באג"ח סחירות מתנהלים ללא בעל-תפקיד, וזאת כל עוד הם אינם מנוהלים במסגרת הליך פורמלי של הקפאת הליכים. יתר על כן, גם במקרים שבהם ביקשו מחזיקי האג"ח מינוי של בעל-תפקיד שיפקח על החברה בתקופת עצירת התשלומים והמשא-ומתן על הסדר, הם נתקלו בסירוב של בית-המשפט. בפרשת דלק נדל"ן, לדוגמה, דחה בית-המשפט בקשה של מחזיקי האג"ח למנות גורם שיפקח על החברה במהלך המשא-ומתן על ההסדר, תוך שהוא קובע: "לא ברור באיזה סוג הליך מדובר, באיזה דין הוא מעוגן ומהיכן נובעת סמכותו של ביהמ"ש ליתן מינוי שכזה." בית-המשפט קבע כי מינוי כזה אינו אפשרי בהעדר צו להקפאת הליכים או בקשת פירוק (גם בעניין זה חל לאחרונה שינוי בפסיקת בתי-המשפט, כפי שיובהר בפרק הבא).¹⁰⁴

למען הסר ספק, מינוי בעל-תפקיד אינו מהווה מאפיין הכרחי של הליכי חדלות פירעון. אחד המאפיינים הבולטים של Chapter 11 האמריקאי הוא מתן אפשרות להנהלה הקיימת להמשיך לנהל את החברה גם בתקופת גיבושה של תוכנית ההבראה – שיטה המכונה debtor in possession.¹⁰⁵ יש הטוענים כי בפועל משטר זה רוקן בשנים האחרונות מתוכן בארצות-הברית, מכיוון שהנושים מצאו דרכים מתוחכמות לשלוט בתהליך גם ללא צו שיפוטי המורה על מינוי בעל-תפקיד.¹⁰⁶ אולם לצורך הדיון ברשימה זו הנקודה המשמעותית היא שהמחוקק בישראל דחה את המודל האמריקאי שלפיו כלל בררת-המחדל הוא השארת ההנהלה הקיימת בתפקידה גם במהלך הקפאת הליכים והימנעות ממינוי בעל-תפקיד חיצוני, וזאת לנוכח ההבדלים במבנה הבעלות בין השוק האמריקאי לשוק הישראלי.¹⁰⁷ בתאגיד עם בעל שליטה המצוי בקשיים כלכליים קיים ניגוד עניינים מובנה בין בעל השליטה (אשר ההנהלה פועלת מטעמו) לבין הנושים. כאשר חברה אינה יכולה לעמוד בתשלום חובותיה, היא אמורה להיות בבעלותם הרעיונית של הנושים. אולם כל עוד לא מונה בעל-תפקיד, היא ממשיכה להתנהל תחת הנהגתו של בעל השליטה, לשלם משכורות למנהלים שהוא מינה (לרבות בני משפחה של בעל השליטה) וכיוצא באלה.

כאמור לעיל, בהסדרי חוב יש מרכיבים של הליכי חדלות פירעון, וזאת בכל הנוגע בהפעלת אמצעים קולקטיביים כדי לכפות על הנושים הסדר חוב. ייתכן שאין צורך בבעל-תפקיד גם במקרים מובהקים של הליכי חדלות פירעון, ושהמודל האמריקאי של debtor in possession עדיף על המודל הישראלי, המצריך מינוי בעל-תפקיד לחברה בהליכי חדלות פירעון. אולם אם כך הדבר, אזי מדוע ליצור הבחנה בין הסדרי חוב באג"ח סחירות לבין מקרים אחרים של הבראת חברה?

104 פרק (מחוזי ת"א) 62206-01-12 כלל פיננסים נאמנויות 2007 בע"מ נ' דלק נדל"ן בע"מ (פורסם בנבו, 21.2.2012).

105 ראו: John Armour et al., *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the UK*, 55 VAND. L. REV. 1699 (2002).

106 ראו Adler et al., לעיל ה"ש 34; Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *The End of Bankruptcy*, 55 STAN. L. REV. 751, 752 (2002).

107 ראו ס' 1350 לחוק החברות; האן, לעיל ה"ש 28, בעמ' 298 ("דגם השליטה של בעל תפקיד חיצוני בהליך הבראת חברה מתאים יותר לחברות בבעלות ריכוזית").

(ב) הצעות מתחרות

בהליך של הבראה במסגרת הקפאת הליכים בתי-המשפט נוהגים ככלל לדרוש מבעל-התפקיד לקבל הצעות מגורמים שונים להבראת החברה.¹⁰⁸ ברובם המכריע של הסדרי החוב שאנו מנתחים בחלק זה, לעומת זאת, עמדה לנגד עיניהם של מחזיקי האג"ח הצעת הסדר אחת בלבד – זו שגובשה מטעם בעל השליטה והחברה. הבלעדיות דה-פקטו שהוענקה לבעל השליטה נובעת בעיקר מן העובדה שלחברה לא מונה בעל-תפקיד או כל גורם אחר שיוכל לבחון הצעות הסדר חלופיות שיביאו לידי השאת הערך בעבור הנושים. אולם גם אילו היה אפשר לגבש הצעות מתחרות על-אף העדרו של בעל-תפקיד, מחסום אפשרי נוסף היה עמדת הפסיקה שלפיה אין זכות למחזיקי האג"ח לגבש הצעות הסדר חלופיות לזו של החברה.¹⁰⁹

יש גישה הטוענת כי בכל מקרה של הבראת חברה במסגרת חדלות פירעון יש לקיים תהליך תחרותי של קבלת הצעות הבראה, וזאת על-מנת להבטיח כי בסופו של דבר תתקבל ההצעה המיטבית מבחינת כלל הנושים, שגם תעלה בקנה אחד עם סדרי העדיפויות בין הנושים השונים.¹¹⁰ כפי שעולה גם מפסיקת בית-המשפט העליון בארצות-הברית, אי-קיום הליך של קבלת הצעות מתחרות מעמיד בספק גם את ההוגנות של המתווה הבסיסי שעמד ביסוד חלק גדול מן ההסדרים בגל הראשון להסדרי החוב, שבהם זכה בעל השליטה לשמור על השליטה בתאגיד תמורת השקעה חדשה בחברה. לכאורה, העובדה שהסדר החוב מתנה את שימור השליטה של בעל השליטה בהשקעה חדשה בתאגיד עולה בקנה אחד עם עקרון ההדחיה, שלפיו הנושים זכאים לתשלום מלוא חובם לפני שבעלי המניות יוכלו לשמור בידיהם מניות גם לאחר הליך ההבראה. אולם הפסיקה האמריקאית לגבי Chapter 11 קבעה כי מתן אפשרות בלעדית לבעל השליטה להציע הסדר בהעדר הליך תחרותי לקבלת הצעות השקעה מהווה הפרה של כלל העדיפות המוחלטת.¹¹¹

מכל מקום, גם בהקשר זה אין בכוננתנו לטעון כי קיומו של הליך תחרותי הוא הכרחי בכל הליך של חדלות פירעון. לצורך דיוננו די בהצבעה על שלושה קשיים מהותיים. ראשית, קיים פער לא-מוצדק בין המצב המקובל בהקפאת הליכים, שבה יש ברוב המקרים הליך של התמחרות כדי לקבל הצעות חלופיות, לבין המצב המשפטי החל על

108 ראו, לדוגמה, פרק (מחוזי ת"א) 25351-01-12 התחנה המרכזית החדשה בתל-אביב בע"מ נ' כונס נכסים רשמי תל אביב (פורסם בנבו, 19.10.2014). בהחלטה זו קובע בית-המשפט כי פגמים שנפלו במכרז לקבלת הצעות שוללים את האפשרות לקיים אספות נושים, וכי יש לערוך הליך מכרזי תקין.

109 ראו פרק (מחוזי ת"א) 42576-02-13 אלביט הדמיה בע"מ נ' משמרת – חברה לשירותי נאמנות בע"מ, פס' 4 להחלטתה של השופטת אלשיך (פורסם בנבו, 2.7.2013) ("נושי חברה אינם יכולים לאלץ חברה להציע הצעת הסדר, אלא יכולים להצביע בעדה או נגדה, במידה והיא מוצעת").

110 למודל של מכרז ראו: Karin S. Thorburn, *Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery, and Firm Survival*, 58 J. FIN. ECON. 337 (2000).

111 ראו: Bank of America National Trust and Savings Association v. 203 North LaSalle Street Partnership, 526 U.S. 434 (1999).

הסדרי חוב באג"ח. לא למותר לציין כי הברדל זה בין ההליכים מוחרף לנוכח העמדה הפסיקתית שלפיה הנושים אינם יכולים לבקש הבראה במסגרת הקפאת הליכים. שנית, העדר הליך מובנה לקבלת הצעות מתחרות שומט את הבסיס הרעיוני לנימוק מרכזי שבתי-המשפט מסתמכים עליו לעיתים כדי לאשר הסדרים, והוא שאי-אישור ההסדר יחרוץ את גורלה של החברה לפירוק.¹¹² כל עוד לא נערכה בחינה ממשית של האפשרות לקבל הצעות ממשקיעים שאינם קשורים לבעל השליטה, לא ברור כיצד בית-המשפט יכול לקבוע כי דחיית ההצעה מטעם בעל השליטה תביא לידי פירוק החברה. מבחינה תיאורטית קיימת אפשרות שגם אם תידחה הצעתו של בעל השליטה ימצא משקיע אחר שיהיה מוכן להציע תוכנית הבראה שתאפשר לו לקבל לידי שליטה בתאגיד. לכל-הפחות קיימת האפשרות התיאורטית שהחברה תעבור לבעלות נושיה (באמצעות המרת החוב במניות).

שלישית, וברוח האמור לעיל ביחס לחלופת הפירוק, קבלת הצעות מתחרות תסייע ב"תמחור" נכון יותר של הסדרי הפטור, אשר מהווים מן הסתם תנאי להצעתו של בעל השליטה.

(ג) הגבלת זמן

הליכי הבראה במסגרת חדלות פירעון אמורים להיות מוגבלים בזמן. לאחר תיקון 19, מסגרת הזמן הקבועה בחוק החברות להקפאת הליכים היא תשעה חודשים.¹¹³ בית-המשפט רשאי אומנם להאריך את משך ההקפאה לתקופה של שלושה חודשים בכל פעם,¹¹⁴ אך מסגרת הזמן הקבועה בחוק מבטאת גישה עקרונית של המחוקק שלפיה הליכי ההבראה צריכים להיות מוגבלים בזמן. ההליכים להסדר חוב באג"ח, לעומת זאת, אינם כפופים למגבלת זמן כלשהי. אכן, הסדרי החוב בשנים האחרונות התארכו מעל לסביר. כך, לדוגמה, בשנת 2012 נמשכו הליכי הסדר חוב עד לאישורם קרוב ל-400 ימים בממוצע, ובשנת 2008 הם נמשכו בממוצע יותר מ-500 ימים.¹¹⁵ הקשיים העיקריים בהימשכותם של הליכי משא-ומתן הם שניים: ראשית, הארכת פרק-הזמן שבו החברה מנוהלת על-ידי בעל השליטה מחזרת את ניגוד העניינים המובנה בינו לבין הנושים; שנית, הימשכות ההליך מרחיבה את היקף ההוצאות מקופתה המידלדלת של החברה.¹¹⁶

112 בהחלטה לאשר את ההסדר בעניין אפריקה ישראל קבע בית-המשפט כדלקמן: "...בנסיבות שנוצרו אך ברור הוא כי אם ההסדר הזה לא היה מתאשר דינה של החברה היה פירוק, קרוב לודאי. זאת לאור העובדה שהחברה עצמה לא בחרה להגיש בקשה להקפאת הליכים." ראו פרק (מחוזי ת"א) 10344-11-09 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' הרמטיק נאמנות (פורסם בנבו, 21.3.2010).

113 ראו ס' 3350(ב)1 לחוק החברות.

114 ראו ס' 3350(ב)2 לחוק החברות.

115 דוח ועדת אנדרון, לעיל ה"ש 2, בעמ' 39.

116 שם, בעמ' 64.

3. סיכום ביניים והערכה

סקירת הפסיקה בפרק זה הצביעה על מגמה ברורה ועקבית של הפיכת ההליך של הסדר החוב באג"ח סחירות להליך חדלות פירעון א-סימטרי. מחד גיסא, תיקים של הסדר חוב נידונים לפני שופטים של חדלות פירעון, אשר מפעילים מגוון כלים קולקטיביים כדי לסייע בגיבוש הסדר חוב במחיר של פגיעה בזכויות החוזיות והקנייניות של מחזיקי האג"ח. מאידך גיסא, בתי-משפט אלה אינם מפעילים כלים אחרים שיש בהם כדי לאזן את הפגיעה בנושים במסגרת הליך חדלות פירעון.

מבחינה עיונית-מושגית, התמונה המשפטית העולה מפרק זה מטשטשת את הגבול שבין הליך של הסדר חוב (במובן של workout) לבין הליך של חדלות פירעון. אולם הבעייתיות במצב משפטי זה אינה מוגבלת למישור העיוני. מבחינה עסקית-כלכלית, החלת כללים משפטיים אלה על הסדרי חוב מעניקה יתרון מובנה לבעלי השליטה על הנושים, וזאת כתוצאה מהשילוב של משטר חדלות הפירעון הא-סימטרי עם הגישה השוללת מהנושים את היכולת לפעול לגיבוש הסדר הבראה כפוי. נקודת המוצא בכל הסדר חוב היא ששווי החברה כעסק חי גבוה משווייה בפירוק. על רקע זה, שלילת יכולתם של מחזיקי האג"ח לבקש הבראה, במיוחד אם נלווית אליה עמדה המתנגדת לקבלת הצעות מתחרות, מעניקה לבעל השליטה בלעדיות דה-פקטו בהצעת ההסדר. יתר על כן, למרות הקשיים הכלכליים שהיא נתונה בהם, ובניגוד לאקסיומה שלפיה חברה בקשיים אמורה לעבור לבעלות נושיה, החברה ממשיכה להתנהל תחת הנהגתו של בעל השליטה, וללא בעל-תפקיד או גורם אובייקטיבי אחר שיגבש הצעה. נוצר מצב של הקפאת הליכים דה-פקטו ללא מינוי בעל-תפקיד שמתפקידו יהיה לשאוף למיצוי חלופות ההסדר לטובת כלל הנושים. במקביל בתי-המשפט מפעילים כלים מעולם חדלות הפירעון כדי להביא לידי השלמת ההסדר, וזאת ללא החלה של מנגנונים שתכליתם להגן על האינטרסים הכלכליים של הנושים.

פרק ד: פרשת אי-די-בי והתפתחויות אחרות

פרק זה יציג את התפתחות הפסיקה בנוגע ליכולתו של נושה לכפות על חברה הסדר הבראה, את ההשפעה של תיקון 19 על ההבחנה בין משטר חדלות פירעון לבין משטר של הסדר חוב, ואת ההשלכות של התפתחויות אלה על הגנתם של מחזיקי האג"ח בישראל.

עמדתה השלילית של הפסיקה בנוגע ליכולתם של נושים לכפות הסדר הבראה על חברה חדלת פירעון מחלישה במידה משמעותית את מעמדם של מחזיקי האג"ח בעת המשא-ומתן על הסדר חוב. אולם בעמדה זו חל שינוי עם ההחלטה בעניין אי-די-בי. ההכרה באפשרותו של נושה ליזום הליכי הבראה צפויה לשפר את מעמדם היחסי של מחזיקי האג"ח של חברות בקשיים. עם זאת, הכשל הבסיסי שעליו עמדנו בפרק הקודם

– טשטוש ההבחנה בין הליכי חדלות פירעון לבין הליכי הסדר חוב מחוץ לחדלות פירעון – נותר בעינו, ואף הוחרף במסגרת תיקון 19 לחוק החברות ובמסגרת הצעת חוק חדלות פירעון.

1. פתיחת הליכי הבראה

כאמור בפרק הקודם, עד להחלטה בעניין אי־די־בי היה מקובל להניח כי בתי־המשפט לא יאפשרו למחזיקי אג"ח לכפות על חברה בקשיים הסדר הבראה, וכי הסעד היחיד העומד לרשותם במקרה שבו הם אינם מסכימים למתווה הסדר החוב המוצע על־ידי בעל השליטה הוא הגשת בקשה לפירוק. בעניין אי־די־בי, לעומת זאת, הכיר השופט אורנשטיין באופן עקרוני ביכולתם של נושי חברה ליוזם הליך הבראה גם בניגוד להסכמתה של החברה, וזאת בהתקיים תנאים מסוימים.

אי־די־בי פיתוח הייתה בתקופה הרלוונטית חברה פרטית, אשר כל מניותיה הוחזקו בידי אי־די־בי אחזקות, שהייתה חברה ציבורית. אג"ח של אי־די־בי פיתוח נסחרו בבורסה בתל־אביב. נוסף על כך היה לחברה חוב בנקאי בהיקף משמעותי. אי־די־בי אחזקות, אשר הנפיקה אף היא אג"ח סחירות, הייתה בהליך של משא־ומתן על הסדר חוב, ואף מונה מומחה לייצוג מחזיקי האג"ח בהתאם לתיקון 18 לחוק החברות. על רקע המשא־ומתן על הסדר חוב באי־די־בי אחזקות, טענו מחזיקי האג"ח של אי־די־בי פיתוח כי גם חברה זו הינה חדלת פירעון ולכן עליה לפתוח במשא־ומתן על הסדר חוב. אי־די־בי פיתוח, לעומת זאת, טענה כי אין סיבה לנהל משא־ומתן על הסדר חוב. על רקע זה הגישו מחזיקי האג"ח לבית־המשפט המחוזי בקשה לכפות על אי־די־בי פיתוח הסדר הבראה, בניגוד לעמדתה של הנהלת החברה. בתגובה הגישה החברה לבית־המשפט בקשה למחיקה על הסף, שבה נטען, בין היתר, כי נושי תאגיד אינם יכולים לפתוח בהליך הבראה לפי סעיף 350 לחוק החברות בניגוד להסכמתו של התאגיד, וכי החלופה המשפטית היחידה העומדת לרשותם היא הגשת בקשת פירוק לבית־המשפט.

השופט אורנשטיין דחה טענה עקרונית זו, תוך שהוא קובע כי אין לשלול מנושיה של חברה בקשיים את האפשרות להעדיף הליך של הבראה על פירוק.¹¹⁷ בית־המשפט לא הגדיר בהחלטה זו מהם התנאים שבהם תאושר בקשת הבראה שהוגשה על־ידי נושה. אולם בהחלטה מאוחרת יותר בעניינה של חברה השייכת לאותה קבוצה – ההחלטה בדבר אישור הסדר החוב בחברה־האם של אי־די־בי פיתוח, היא אי־די־בי אחזקות – קבע השופט אורנשטיין כי נושה יכול לכפות הליך הבראה בנסיבות שבהן קיימת עילה לפירוקה של החברה.¹¹⁸

על עמדה זו נמתחה ביקורת בהחלטה אחרת בפרשת אי־די־בי.¹¹⁹ אולם ההכרה ביכולתם של נושים לפתוח בהליך הבראה הורחבה בצורה משמעותית על־ידי בית־

117 פרק 13-04-36681, לעיל ה"ש 1.

118 פרק 13-06-11478 (5.12.2013), לעיל ה"ש 1.

119 פרק 13-06-11478 (8.10.2013), לעיל ה"ש 82.

המשפט המחוזי בירושלים בפרשת **דואר ישראל**¹²⁰ בפרשה זו הגיש הנאמן של מחזיקי אג"ח של חברת הדואר לישראל בע"מ (להלן: דואר ישראל) בקשה לבית-המשפט לפתוח בהליכי הבראה לדואר ישראל. הבקשה הקונקרטית של המחזיקים הייתה שבית-המשפט ימנה לדואר ישראל בעל-תפקיד אשר יסייע בבדיקת מצבה של החברה, יזכה במעמד של משקיף בדירקטוריון, יפעל לגיבוש תוכנית הבראה וכן ייתן הוראות נוספות להגנה על זכויות המחזיקים לנוכח מצבה הקשה של החברה, כגון איסור מימוש נכסים קבועים. המבקשים לא טענו כי החברה מצויה במצב של חדלות פירעון, אך טענו כי מצבה מידרדר במהירות וכי היא נמצאת על סף חדלות פירעון (vicinity of insolvency). יתר על כן, מסמכי ההלוואה, לטענת המחזיקים, העניקו להם את הזכות להעמיד את החוב לפירעון מידי, אך מטעמים השמורים עימם הם בחרו לא להפעיל זכות זו.

בדומה לבית-המשפט בעניין **אי-די-בי**, גם בית-המשפט בפרשת **דואר ישראל** קובע כי לנושיו של תאגיד יש אפשרות עקרונית לכפות על התאגיד הסדר הבראה לפי סעיף 350 לחוק החברות. אולם כאן, בניגוד למשתמע מעניין **אי-די-בי**, בית-המשפט קובע כי זכאותו של נושה לבקש הבראה אינה מוגבלת לנסיבות של חדלות פירעון או של קיום עילת פירוק, דהיינו, נושה יוכל לכפות הסדר הבראה גם כאשר החברה אינה במצב של חדלות פירעון בעת הגשת הבקשה. בהסתמך גם על קביעתה של השופטת אלשיך בעניין **וינמן**¹²¹ בית-המשפט קובע כדלקמן:

"אין דרישה כי החברה תהיה בשעת הגשת הבקשה – גם אם הבקשה לא הוגשה על ידה, אלא על ידי נושה – חדלת פירעון. אדרבה... מטרת הבראת החברה המצויה בקשיים כלכליים היא שיקומה והימלטותה מהליכי הפירוק מפאת חדלות פירעונה..."¹²²

לפיכך בית-המשפט קובע כי נושה יכול לפתוח בהליך הבראה כפוי גם כאשר החברה נמצאת רק במצב של קרבה לחדלות פירעון. לפי בית-המשפט, ככל שמצבה של החברה על ציר חדלות הפירעון חמור יותר, וחדלות פירעונה מובהקת יותר, כך ייטה בית-המשפט לכפות עליה הסדר לבקשת נושה. במקרה ספציפי זה קבע בית-המשפט כי חברת דואר ישראל תוכל להמשיך לנסות לגבש תוכנית הבראה, והסעד היחיד שהוענק למחזיקי האג"ח היה מינוי משקיף לדירקטוריון. כאמור בפרק הקודם, הכרה בכוחם של נושים ליזום הליכי הבראה גם בניגוד לרצונה

120 ראו פרק (מחוזי י"ם) 26836-07-14 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' חברת דואר ישראל בע"מ (פורסם בנבו, 4.9.2014) (להלן: פרשת **דואר ישראל**). ועדת אנדרון אימצה אף היא את קביעתו של השופט אורנשטיין בעניין **אי-די-בי**, והמליצה לעגן בחקיקה את האפשרות של נושה לכפות על חברה הסדר הבראה בהתקיים עילה לפירוקה של החברה. ראו **דוח ועדת אנדרון**, לעיל ה"ש 2, בעמ' 83.

121 ראו עניין **וינמן**, לעיל ה"ש 87.

122 פרשת **דואר ישראל**, לעיל ה"ש 120, פס' 43 לפסק-דינו של השופט מינץ.

של החברה הינה חיונית להגנת זכויותיהם של מחזיקי אג"ח ושל נושים באשר הם. אולם הרחבת זכאותו של נושה לפתוח בהליכי הבראה בפיקוח בית-המשפט גם לנסיבות שבהן החברה מצויה רק בקשיים כלכליים מהווה ביטוי בעייתי נוסף של הכשל הבסיסי שעליו עמדנו בפרק הקודם, דהיינו, העדר הבחנה ברורה בין משטר חדלות פירעון לבין המשטר הרגיל החל על מערכת יחסיה של חברה עם נושיה. אחד העקרונות האוניוורסליים של דיני התאגידים קובע כי נושים אינם יכולים להתערב בניהולו של תאגיד כל עוד הוא אינו מצוי במצב של חדלות פירעון, אלא אם כן מסמכי ההלוואה מעניקים להם זכות כזו. לעיקרון זה יש סיבות רבות, אשר הדיון בהן חורג ממסגרתה של רשימה זו. נציין רק כי בין הטעמים העומדים ביסודו של עיקרון זה מצוי גם החשש שהקדמת המועד שבו ייפתחו הליכי חדלות פירעון עלולה רק להחריף את מצבן של חברות בקשיים, ולפגוע ביכולתן להבריא מחוץ לכותלי בית-המשפט. יתר על כן, יש קושי מובנה בגיבוש הגדרה ממצה למצב של "קרבה לחדלות פירעון", שהוא מעצם טיבו מצב בלתי-מוגדר ולכן יוצר חוסר ודאות מובנה ומעודד ליטיגציה מורכבת ויקרה דווקא כאשר קופתה של החברה במצב בעייתי. אכן, למיטב ידיעתנו, במשפט המשווה אין אפשרות לפתיחת הליכי חדלות פירעון במצב שבו החברה נמצאת רק בקשיים כלכליים. יתר על כן, בתי-המשפט בדלוור אף סירבו להחיל חובות נאמנות מיוחדת על נושאי-משרה במצב של קרבה לחדלות פירעון.¹²³ הפסיקה בעניין **דואר ישראל** תגביר אפוא את חוסר הוודאות באשר לנסיבות שבהן הנושים – וכן בית-המשפט – רשאים להתערב בניהול החברה. מכל מקום, מעניין שהרחבת גבולותיו של משטר חדלות הפירעון לפי סעיף 350, אשר סייע בתחילה לבעלי השליטה בהעברת הסדר חוב מחוץ להליכי חדלות פירעון, נהפכה לכלי בידיהם של הנושים במאבקם מול חברות ובעלי שליטה.

2. תיקון 19 והבראה ללא הקפאה

תיקון 19 לחוק החברות היה אמור להגביר את הוודאות בתחום של דיני חדלות פירעון, וזאת לאחר שנים רבות שבהן מילאה חקיקה שיפוטית תפקיד מרכזי בעיצוב הדין בישראל בהקשר זה. אולם תיקון זה תרם למגמה של טשטוש ההבחנה בין הכללים המשפטיים החלים במסגרת משטר של חדלות פירעון לבין הסדרי חוב המתבצעים מחוץ לעולם חדלות הפירעון. למעשה, תיקון 19 מעגן לראשונה בחקיקה מסלול תקדימי של הבראת חברות ללא הקפאת הליכים. כפי שיוסבר בהמשך, עיגון זה מוביל אף הוא לחוסר ודאות.

123 ראו עניין *Gheewalla*, לעיל ה"ש 64. לדיון מקיף בטעמים נגד הטלת חובה מיוחדת כלפי נושים בנסיבות של קרבה לחדלות פירעון ראו: Henry T.C. Hu & Jay Lawrence Westbrook, *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, 107 COLUM. L. REV. 1321 (2007). לא זו אף זו, במקרה זה טענו הנושים כי עמדה להם האפשרות להעמיד את החוב לפירעון מידי. לא ברור, אם כן, מדוע היה צורך בהתערבות בית-המשפט. אם הם חשבו שאי-אפשר לסמוך על ההנהלה, היה עליהם להעמיד את החוב לפירעון מידי ולפתוח בהליכי חדלות פירעון.

תיקון 19 לחוק החברות הרחיב במידה משמעותית את התשתית החקיקתית בנוגע להקפאת הליכים, המהווה ללא ספק חלק ממשטר משפטי של חדלות פירעון. הקפאת הליכים מתבססת על הגבלת זכויותיהם החוזיות של הצדדים שיש להם קשרים חוזיים עם החברה. תיקון 19 מסמיך את בית-המשפט לפגוע בזכויותיהם של צדדים אלה כאשר החברה נמצאת בהקפאת הליכים, תוך שהוא קובע מנגנונים להגנת האינטרסים הכלכליים של מי שזכויותיו הפרטניות נפגעו בשל הצורך לסייע בהבראת החברה. כמו-כן, בעת מתן צו הקפאת הליכים בית-המשפט נדרש לכל-הפחות לשקול מינוי של בעל-תפקיד, ואם הוא בוחר לא לעשות כן, עליו למנות לתאגיד מפקח.¹²⁴

אולם, בצד הטיפול החקיקתי המקיף בהקפאת הליכים, יצר לכאורה תיקון 19 גם מסלול של הבראת חברות ללא הקפאת הליכים. מהחקיקה עולה הבחנה בין הליך הבראה או בקשת הבראה לבין הקפאת הליכים. סעיף 350א לחוק החברות מגדיר "הליכי הבראה" כהליכים לפי סימן זה שתכליתם הבראת חברה. המונח "תחילת הליכי הבראה", לדוגמה, מוגדר בסעיף זה כ"מועד הגשת בקשת הבראה או בקשה לצו הקפאת הליכים, לפי המוקדם". מבחינה אופרטיבית, בעוד חלק מסמכויותיו של בית-המשפט – כגון שימוש בנכסים משועבדים, קבלת אשראי חדש למימון ההבראה או ויתור על חוזים מכבידים – מותנות באופן מפורש בקיומו של צו הקפאת הליכים, סמכויות אחרות של בית-המשפט אינן מותנות באופן מפורש בקיום צו כזה.

הדוגמה הבולטת ביותר היא סעיף 350ג לחוק החברות. סעיף זה מאפשר לבית-המשפט, בהתקיים תנאים מסוימים, לכפות הסדר הבראה גם על סוג של נושים שאינו מסכים להסדר. מבחינה מהותית, סעיף זה, המבוסס על מנגנון דומה הקיים ב-Chapter 11 האמריקאי, מהווה ללא ספק חלק מארגז הכלים של עולם חדלות הפירעון: הוא מאפשר לכפות הסדר לא רק על מיעוט של נושים מתנגדים בתוך קבוצה שמסכימה ברובה להסדר, אלא גם על קבוצה של נושים מתנגדים שזכאית להכרה משפטית כקבוצה עם אינטרס מובחן מזה של שאר הנושים. אולם לנוכח לשון החוק, קבע בית-המשפט המחוזי בעניין פולאר כי סעיף 350ג מאפשר כפיית הסדר על סוג נושים גם כאשר לא ניתן צו הקפאה ואף לא הוגשה בקשת הבראה, וזאת כל עוד מטרתו של הסדר החוב היא הבראת החברה, בעוד החלופה להסדר היא פירוק החברה.¹²⁵

כאמור, המנגנון הקבוע בסעיף 350ג לחוק החברות מהווה כלי קלסי של עולם חדלות הפירעון. הסמכת בית-המשפט לכפות הסדר הבראה על קבוצת נושים שלא אישרה את ההסדר המוצע מבטאת העדפה ברורה של האינטרסים של כלל נושי החברה בהבראתה על הזכויות החוזיות המוקנות לסוג מסוים של נושים. הקושי בהפעלת מנגנון זה בהליך של הסדר חוב מחוץ לצו הקפאה נובע מכך שבהליך זה אין שום סממן אחר של חדלות פירעון שיש בו כדי למנוע פגיעה כלכלית לא-מוצדקת בסוג הנושים שעליו

124 ראו ס' 350 לחוק החברות.

125 פרק (מחוזי ת"א) 5084-03-13 פולאר השקעות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, 28.10.2013) (להלן: עניין פולאר). באותו עניין נעשה שימוש בס' 350ג כדי לכפות הסדר על בעלי מניות שלא השתתפו במתווה ההסדר. ראו את הדיון להלן.

נכפה ההסדר או שימוש אופורטוניסטי בהליך הבראה. החוק אינו קובע תנאים מקדמיים להגשת בקשת הבראה על-ידי חברה – לדוגמה, אין כל דרישה שהחברה תהיה חדלת פירעון. כמו-כן, כל עוד החברה אינה מבקשת הקפאת הליכים, אין דרישה למינוי בעל-תפקיד, ואין כל מניעה להשארת השליטה בחברה בידי ההנהלה ובעל השליטה. לפיכך, מבחינת ההנהלה או בעל השליטה, לפתיחת הליך הבראה אין כל עלות או חסם מערכתי שיניאו אותם מפני הגשת בקשות אופורטוניסטיות לפתיחת הליך "הבראה" אשר תכליתן הבלעדית היא מתן אפשרות לחברה לכפות על קבוצת נושים הסדר שהיא מתנגדת לו.¹²⁶

3. פגיעה בזכויותיהם של בעלי מניות מיעוט

הפרק הקודם עסק בפגיעה בזכויות הנושים עקב העדר הבחנה ברורה בין משטר חדלות פירעון לבין עולם הסדרי החוב. חלק זה יצביע על קבוצה נוספת של בעלי עניין שקיים חשש לפגיעה בהם לנוכח המצב המשפטי בישראל: בעלי מניות מהציבור.

הן במסגרת הליכי חדלות פירעון והן בהסדרי חוב מתעוררים מקרים שבהם בעלי המניות מתנגדים להסדר המוצע. ככלל, בתי-המשפט קובעים, ובצדק, כי אין להתחשב בבעלי המניות של חברה חדלת פירעון.¹²⁷ לנושים של חברה חדלת פירעון יש עדיפות על בעלי המניות, ומכאן נובע כי חברה בחדלות פירעון עוברת לבעלות הרעיונית של נושיה. עיקרון בסיסי זה הוא שעומד ביסוד הכלל שלפיו לא נדרשת הסכמה של בעלי המניות להסדרי חוב של חברה בחדלות פירעון, כמו-גם ביסוד הקביעה כי ניתן לכפות על חברה חדלת פירעון הסדר הבראה. אכן, בהסדר חוב שבו כל בעלי המניות הקיימים יוצאים מן התמונה, כך שהחברה עוברת לבעלות הנושים (או נרכשת תוך שימוש בתמורה לפירעון חובות לנושים), ההחלטה להתעלם מעמדתם של בעלי המניות המתנגדים להסדר הינה הגיונית. אולם בחלק מהמקרים הובא לפתחו של בית-המשפט הסדר חוב שבו בעל השליטה שומר על שליטתו בחברה (בדרך-כלל לאחר הזרמת הון לחברה) בעוד בעלי מניות המיעוט סובלים מדילול משמעותי או נדרשים לוותר באופן מלא על זכויותיהם.¹²⁸ אם הקשיים הכלכליים הפוקדים את החברה מאיינים את זכויות

126 ראו האן, לעיל ה"ש 28, בעמ' 253. לכאורה, גם בדיון האמריקאי אין כל עלות לכניסה להליך לפי Chapter 11, שכן בררת-המחדל היא שלא נדרש מינוי של בעל-תפקיד. עם זאת, כניסת החברה להליך לפי Chapter 11 מאפשרת לנושים, לאחר תום תקופת הבלעדיות, להציע הצעות משל עצמם להבראת החברה, ובכך יוצרת איום משמעותי על ההנהלה ובעל השליטה (ככל שקיים כזה). ראו: 11 U.S.C. § 1121.

127 רע"א 8417/11 נמי נאמוניות בע"מ נ' כונס נכסים לחברת נ.י.ל.י נדל"ן בע"מ (בכינוס נכסים) (פורסם בנבו, 7.5.2013).

128 ראו, לדוגמה, פרק (מחוזי ת"א) 19933-09-10 ארזים השקעות בע"מ נ' סלע (פורסם בנבו, 22.6.2011); פרק (מחוזי חי') 42082-05-14 צים שירותי ספנות משולבים בע"מ נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 2.7.2014) (להלן: עניין צים); עניין פולאר, לעיל ה"ש 125. בעניין פולאר, דרך אגב, נעשה שימוש בס' 350ג כדי לכפות הסדר על בעלי מניות שטענו כי ההסדר מעניק להם פחות משהיו מקבלים בפירוק. בית-המשפט הגיע למסקנה כי שווי המניות בחלופה של פירוק הוא אפס. קשה

התביעה של בעלי המניות ביחס להון החברה, כיצד ייתכן שבעל השליטה שומר על עמדת השליטה שלו לאחר הסדר החוב? לכאורה, ניתן לטעון כי בעל השליטה "רכש בחזרה" את המניות, וזאת בניגוד לבעלי מניות המיעוט. אולם, כאמור בפרק הקודם, הליך הסדר החוב אינו כולל מנגנון מובנה לקבלת הצעות מתחרות, לרבות מבעלי מניות המיעוט. בהעדר הליך כזה לקבלת הצעות, נשאלת השאלה כיצד ניתן להבטיח כי הצעת ההסדר שאושרה בסופו של דבר אכן הוגנת כלפי כל הצדדים הנוגעים בדבר? לדוגמה, האם ייתכן שהיה אפשר לקבל הצעה טובה יותר, שאינה כרוכה בפגיעה כה דרמטית? בהעדר מנגנון מובנה לקבלת הצעות מתחרות, אי-אפשר לוודא כי הפגיעה בבעלי מניות המיעוט אכן הכרחית.

בעניין צים, לדוגמה, עלה לדיון מעמדה של "מניית הזהב" של המדינה בחברת צים על רקע הסדר החוב של החברה. החברה לישראל החזיקה יותר מ-99% ממניות צים. בעת הפרטת החברה דאגה המדינה להבטיח את האינטרסים שלה ביחס לחברה באמצעות קביעת הוראות מיוחדות בתקנון החברה, תוך שלמדינה הוקנה מעמד של בעלת מניות. במסגרת הסדר החוב עברה החברה, מבחינה רעיונית, לבעלות מלאה של נושיה, אשר ויתרו על חוב בסכום של כמיליארד דולר תמורת הקצאה של 100% ממניות החברה. אולם במסגרת ההסדר קיבלה בעלת השליטה גם 32% מהמניות תמורת התחייבות להשקיע 200 מיליון דולרים בחברה. בהסדר החוב ביקשו הצדדים לבטל את ההגבלות הקבועות בתקנון על-אף התנגדות המדינה.

בית-המשפט קובע כי עיגון הזכות של המדינה במסגרת מניה מחייבת התייחסות למדינה כאל בעלת מניות. יתר על כן, בית-המשפט קובע כי לבית-המשפט "של חדלות פירעון" יש הסמכות להחליט בנוגע למעמדה של המדינה כבעלת מניות בצים. לגופם של דברים, בית-המשפט קובע כי מצבה הכלכלי של החברה מצדיק התעלמות מזכויות תקנוניות שנקבעו לשם הגנה על בעלי המניות (אם כי בסופו של דבר הוא מציע לצדדים הסדר חלופי להגנת זכויותיה של המדינה).

בדומה להסדרי חוב אחרים, גם במקרה זה התקיים הסדר החוב לא במסגרת הליכי חדלות פירעון, ולכן לא מונה לה בעל-תפקיד ולא התקיים כל הליך מובנה שבו נבחן מצבה הכלכלי של החברה. לענייננו חשובה במיוחד העובדה שלא התקיים כל הליך של קבלת הצעות מתחרות להבראת החברה (תמורת הזרמת מניות). יתר על כן, על פני הדברים (ולנוכח הסכמת הנושים) נראה כי הסיבה היחידה לפנייה לבית-המשפט לאישור ההסדר לפי סעיף 350 הייתה לכפות על המדינה את הוויתור על זכויותיה התקנוניות. על רקע זה מעניין לבחון את התייחסותו של בית-המשפט לטענת המדינה שלפיה בעלת השליטה בצים מבקשת לנצל את מצבה הכלכלי הקשה של צים כדי להתנער מן ההגבלות התקנוניות, וזאת מבלי שתהיה לכך הצדקה אובייקטיבית (במילים אחרות, השארת המגבלות על כנן לא הייתה מסכלת את יכולת ההבראה של צים). בית-

לראות אילו כלים יש לבית-המשפט להכריע בנקודה זו כאשר החברה אינה נמצאת בהקפאת הליכים וכאשר לא נבחנו הצעות מתחרות. יתר על כן, נראה כי לפי ההסדר מחזיקי האג"ח זוכים בתשלום מלוא חובם.

המשפט מציין מפורשות כי אין ביכולתו לשלול את חששה של המדינה כי נעשה שימוש אופורטוניסטי בהליכי ההסדר, אך גם אין ביכולתו לקבוע כי התעקשות על מניית הזהב לא תביא לידי פירוק החברה. בלשון בית־המשפט:

"אף כי אינני מוציא מכלל אפשרות כי התרשמותה זו של המדינה, איננה התרשמות שווא, ואפשר ובאמת מנצלת החברה לישראל את ההזדמנות שנקרתה על דרכה להגביר את סחירות מניותיה, קיימת עדיין אפשרות סבירה בהחלט, כי התרחיש אשר תיאר ב"כ צים, אכן יקרה בפועל, והחברה חיש מהר תיכנס להליכי פירוק, אשר סופם מי יישורנו, שהרי בסופו של יום החברה נמצאת היום, כך נראה, במצב של חדלות פירעון, ואין ביכולתה לשרת את מצבת חובותיה העצומים."¹²⁹

אולם בסופו של דבר בית־המשפט מחליט כי אין ליטול סיכון של גלישה לעבר פירוק ולכן אין מנוס מפגיעה (מסוימת) בזכויות המדינה. לגישתנו, מקרה זה ממחיש היטב את הסכנה הטמונה בהפעלת כלים של חדלות פירעון ללא הליך פורמלי של חדלות פירעון. בהסדר החוב של צים לא התקיים הליך מובנה למיצוי החלופות השונות לגיבוש הסדר. בהעדר הליך תחרותי לקבלת הצעות, הכניסה להליך לא הציבה בפני בעלי השליטה בצים איום על המשך שליטתם בחברה. בית־המשפט עצמו מודה כי אין ביכולתו לקבוע כי שינוי תנאיה של מניית הזהב הוא תנאי הכרחי להבראת החברה. עם זאת, בית־המשפט – אשר מטעמים מובנים אינו מעוניין שהאחריות לפתיחת הליך חדלות פירעון של ממש תיפול עליו – מפעיל כלים המתאימים לחדלות פירעון, שמטרתם הבלעדית היא לייתר הליך משפטי של חדלות פירעון.¹³⁰

4. הערכה

הפרק הקודם טען כי המשטר שחל על הסדרי חוב של אג"ח סחירות התאפיין בהטיה מובנית לרעתם של מחזיקי האג"ח, עקב שילוב בעייתי של החלה בריגוריות של כללי חדלות פירעון עם אי־הכרה באפשרותם של נושים לכפות על החברה הסדר הבראה. פרשת אי־די־בי והפסיקה שבאה בעקבותיה הכירו באפשרות של מחזיקי אג"ח לכפות על חברה בקשיים הסדר הבראה. עם זאת, הנטייה לטשטוש קו הגבול בין משטר חדלות

129 ראו עניין צים, שם, פס' 22 לפסק־דינו של השופט זרנקין.

130 בית־המשפט קובע (שם): "אני סבור, כי המחיר הכבד עד מאוד שבעלי המניות, והמדינה בכללם, וכך אף הנושים, יידרשו לשלם, על מנת לברר האם מדובר באיום סרק או לא [האיום שהחברה תקרוס אם לא יאושר הסדר החוב], ככל שהתרחיש האפוקליפטי אכן יתממש, הינו מחיר מוגזם עד מאוד, ואין לקחת בשום אופן את הסיכון הטמון בהתרחשותו."

פירעון לבין עולם הסדרי החוב נותרה בעינה, ואף קיבלה משנה תוקף עם תיקון 19 לחוק החברות.

מצב משפטי זה יוצר חשש לפגיעה לא רק במחזיקי אג"ח או בנושים באשר הם, אלא גם בחברות ובעלי שליטה. מנקודת-מבטם של הנושים קיים חשש לשימוש אופורטוניסטי של חברות ובעלי שליטה בהליכי הבראה על-מנת לנצל כלים של חדלות פירעון, ובמיוחד את סעיף 350 לחוק החברות, כדי לכפות הסדר על הנושים. כאמור לעיל, החקיקה מאפשרת לכאורה כפיית הסדר הבראה על קבוצת נושים גם במקרים שבהם לא מתקיים בהליך כל סממן אחר של חדלות פירעון, לרבות מינוי בעל-תפקיד. יתר על כן, כפי שעולה גם מהפסיקה הנוגעת בזכויותיהם של בעלי מניות המיעוט בהסדרי חוב, בהליכי הבראה מחוץ להקפאת הליכים אין הליך מובנה של קבלת הצעות מתחרות, ואין שום כלל מיוחד באשר לנסיבות שבהן יוכל בעל השליטה הקיים להגיש הצעת הסדר על-מנת לשמור בידיו מניות בחברה במסגרת הסדר ההבראה. כפי שהסביר דוד האן בעבר, ככל שכניסה להליך חדלות פירעון תהיה כרוכה באובדן שליטה בתאגיד (באמצעות מינוי בעל-תפקיד) או לפחות בפוטנציאל לאובדן שליטה כאמור (באמצעות קיומו של מכרז), ייתכן שהליך חדלות פירעון ירתיע חברות ובעלי שליטה מפני התנהגות אופורטוניסטית.¹³¹

מנקודת-המבט של החברה ובעל השליטה, מתן אפשרות לנושים לפתוח בהליך הבראה גם בנסיבות של קרבה גרידא לחדלות פירעון מרחיב במידה משמעותית את המקרים שבהם יוכל נושה לכפות הסדר. פסיקה זו מאפשרת לנושים – ללא כל קשר למה שנקבע בהסכמי ההלוואה שלהם – להתערב בניהול גם בנסיבות שבהן החברה מצויה רק בקשיים כלכליים.

מכל מקום, הבעייתיות המרכזית במצב הקיים היא חוסר הוודאות של הדין הישראלי לגבי רכיבים מרכזיים בהליך ההבראה: אין ודאות לגבי נקודת הזמן שבה יוכלו הנושים לכפות הסדר הבראה על חברה הנמצאת בקרבה לחדלות פירעון; אין ודאות לגבי המאפיינים של הליך הבראה בחברה שאינה חדלת פירעון; אין הליך מובנה לקבלת הצעות מתחרות; ואין כללים לגבי האפשרות של בעל השליטה להגיש הצעת הבראה, לרבות לגבי השאלה אם ניתן להעניק להצעה זו בלעדיות דה-פקטו. אי-ודאות זו בולטת במיוחד לנוכח המאמץ החקיקתי ליצור ודאות באמצעות תיקון 19 לחוק החברות. כאמור לעיל, תיקון זה יצר משטר מקיף ומפורט לגבי סמכויותיו של בית-המשפט בנוגע למצבים של הקפאת הליכים. אולם ההכרה ההולכת ומתבססת באפשרות לגבש הסדרי נושים בהליך של הבראה ללא הקפאה הופכת את תיקון 19 לרלוונטי פחות.

131 ראו האן, לעיל ה"ש 28, בעמ' 281–282. יש הטוענים כי השליטה בהליך היא הסוגיה המרכזית בהליכי חדלות פירעון. ראו: Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, 87 Va. L. Rev. 921 (2001).

5. ועדת אנדורן והצעת חוק חדלות פירעון

במהלך כתיבתה של רשימה זו הגישה ועדת אנדורן את המלצותיה הסופיות, והצעת חוק חדלות פירעון אושרה בקריאה ראשונה. ועדת אנדורן הכירה בחלק מן הקשיים המרכזיים שרשימה זו עומדת עליהם, כגון המצב של הקפאת הליכים דה-פקטו ונטייתם הבעייתית של מחזיקי האג"ח לא ליזום הליכי חדלות פירעון. עם זאת, הפתרונות לקשיים אלה שהוועדה ממליצה לנקוט הם חלקיים בלבד. יתר על כן, אף שהוועדה הכירה במצב הבעייתי שבו הסדרי חוב מתנהלים מחוץ למשטר של חדלות פירעון, המלצות הוועדה אינן חותרות לביטול המשטר של החלה בפירנית של כללי חדלות פירעון, ואף מבטאות הכרה מפורשת בסמכותו של בית-המשפט לפעול במתכונת זו.

הוועדה ממליצה לעגן בחקיקה את האפשרות של נושה לכפות על חברה כניסה להליך הבראה כאשר קיימת עילת פירוק. הוועדה גם קובעת כללים שתכליתם להניע את מחזיקי האג"ח ליזום הליכי פירוק או הקפאה במקרה של עיכוב בתשלום לתקופה העולה על ארבעים וחמישה יום.¹³² עם זאת, הוועדה לא ממליצה על קביעת הבחנה ברורה בין הליכי חדלות פירעון לבין הליכי הסדר חוב שאינם כאלה. יתר על כן, המלצות הוועדה עולות כדי הכרה מפורשת ביכולתם של בתי-המשפט להפעיל כלים מעולם חדלות הפירעון לפי שיקול-דעתם וללא כל אמות-מידה ברורות. כך, הוועדה ממליצה כי "הוראה של בית המשפט לעצור תשלום של חוב לסדרות אגרות חוב או תשלום של חוב פיננסי אחר, או הוראה המונעת מנושה לממש את זכויותיו על פי דין, תוגבל רק במקרה שבו קיימות עילות לפירוק החברה או לאחר שניתן כנגד החברה צו להקפאת הליכים על ידי בית המשפט".¹³³ ההמלצה מסמיכה מפורשות את בתי-המשפט להגביל את זכויותיהם של נושים גם ללא הוצאת צו הקפאת הליכים, וזאת כאשר החברה מצויה במצב של חדלות פירעון.

בדומה לתיקון 19 לחוק החברות, גם הצעת חוק חדלות פירעון ממשיכה את המגמה של טשטוש הגבול שבין הסדרי חוב להליכי חדלות פירעון, ואף מחזקת אותה. ההצעה מותירה במפורש את האפשרות של ביצוע הסדרי חוב מחוץ להליכי חדלות פירעון, ואף כוללת פרק ייחודי להסדרי חוב שמתקיימים לא במסגרת הליכי חדלות פירעון.¹³⁴ פרק זה קובע מפורשות כי הכללים לאישור הסדר חוב כזה יהיו זהים לכללים לאישור תוכנית הבראה במסגרת הליכי חדלות פירעון, ובכלל זה המנגנון המאפשר כפיית הסדר על סוג מתנגד.¹³⁵

132 אם החברה לא עמדה בתשלום חוב למחזיקים בתוך ארבעים וחמישה יום, הנאמן לאגרות-החוב יידרש לפנות לבית-המשפט בבקשה לפירוק או להקפאת הליכים, אלא אם כן התנגדו לצעד זה רוב של המחזיקים המייצגים 75% מערך החוב. ראו **דוח ועדת אנדורן**, לעיל ה"ש 2, בעמ' 72.

133 שם, בעמ' 81.

134 ראו ס' 318–327 להצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי.

135 שם, ס' 324.

פרק ה: המלצות

בפרק זה נציג את עמדתנו לגבי המצב הרצוי ביחס להסדרי חוב באג"ח סחירות. ביסוד גישתנו עומדת ההנחה שאין הצדקה ליצירת משטר חדלות פירעון ייחודי לחברות שהנפיקו אגרות-חוב סחירות, ושבוודאי אין הצדקה ליצירת משטר חדלות פירעון המעניק לנושים המחזיקים באג"ח הגנה פחותה מזו המוענקת לנושים אחרים. מסקנה זו מחייבת התייחסות לשתי סוגיות נפרדות: האחת היא אם לאפשר בכלל הסדרי חוב מחוץ לחדלות פירעון; והאחרת היא אם יש לנקוט כלים של חדלות פירעון ביחס להסדר חוב עם מחזיקי אג"ח.

כפי שהובהר בפרק הקודם, הכשלים בתשתית המשפטית בנוגע להסדרי חוב נובעים גם מן החקיקה בישראל בנוגע לחדלות פירעון, אשר מטשטשת את ההבחנה הנורמטיבית בין משטר חדלות הפירעון למשטר הסדרי החוב. עם זאת, ברשימה זו אין בכוונתנו להציע מודל מקיף של דיני חדלות פירעון שראוי לאמץ בישראל, אלא להציע הסדר שעניינו הסדרי חוב באג"ח סחירות בלבד.

1. האם ראוי לאפשר הסדר חוב באג"ח סחירות מחוץ לסעיף 350?

האם יש לאפשר לרוב של מחזיקי אגרות-חוב לקבל החלטה על שינוי תנאי החוב – שתחייב את כלל המחזיקים – מחוץ להליך של חדלות פירעון? במילים אחרות, איזה מודל של הסדרי חוב על הדין בישראל לאמץ: את המודל הבריטי, את המודל האמריקאי או מודל אחר? התשובה לשאלה זו תלויה באיכות ההגנה שמעורבות בית-המשפט מעניקה למחזיקי האג"ח, מחד גיסא, ובעלויות היחסיות של הליכי חדלות פירעון, מאידך גיסא.

האם מעורבות בית-המשפט הכרחית להגנה על מחזיקי אג"ח בהסדר חוב? כזכור, ההצדקה ההיסטורית לגישה האמריקאית השוללת הסדרי חוב היא שמעורבות בית- המשפט – המתקיימת במסגרת הליך של חדלות פירעון – הינה חיונית להגנה על מחזיקי האג"ח. אולם ככל שפוחתת ההגנה המוענקת לנושים במסגרת הליכי חדלות פירעון, פוחתת גם החשיבות, מבחינת ההגנה על מחזיקי האג"ח, של התעקשות על הליך של חדלות פירעון. בהקשר של הדין הישראלי, הסדר פשרה במסגרת סעיף 350 אינו מהווה הליך של חדלות פירעון ואינו כולל מנגנונים מובנים להגנת הנושים, למעט הדרישות לאישור ההסדר באספות נושים ועל-ידי בית-המשפט. יתר על כן, הניתוח המפורט בפרקים הקודמים מעלה ספק של ממש באשר למידת ההגנה שהדרישה לקבלת אישורו של בית-המשפט להסדר החוב מעניקה למחזיקי האג"ח. מחד גיסא, בתי-המשפט אינם מתערבים בתוכן הכלכלי של הסדר החוב. מאידך גיסא, מעורבות בתי-המשפט היא שמאפשרת פגיעה בזכויותיהם של מחזיקי האג"ח (לדוגמה, אלמלא מעורבותו של בית- המשפט לא היה אפשר להורות על איחוד סדרות בעניין אפריקה ישראל).

יתר על כן, כפי שעולה מסקירת הספרות האקדמית בפרקים הקודמים, גם העלאת

הרוב הדרוש לאישור הסדרי חוב תביא לידי חיזוק ההגנה על זכויותיהם של מחזיקי האג"ח. סעיף 350 לחוק החברות מתנה את אישור ההסדר ברוב של 75% מערך החוב המיוצג בהצבעה. אולם הכלל שלפיו יש לאגד סדרות לצורך הצבעה מסייע אומנם באישור הסדר החוב אך מחליש את ההגנה המוקנית לכל סדרה. גם העובדה שאין משקל לעמדת המחזיקים שלא הגיעו להצבעה אינה תורמת להגנת המחזיקים.

לסיכום, במצב המשפטי הנוכחי אין כל סיבה להתעקש על מעורבות בתי-המשפט, במסגרת סעיף 350 לחוק החברות, בהסדרי חוב של אג"ח סחירות.

האם המצב הקיים חוסך עלויות? הצדקה אפשרית נוספת ליצירת מסלול של הסדר חוב מחוץ להליכי חדלות פירעון מבוססת על הצורך במנגנון שיאפשר הבראה של החברה ללא העלויות הישירות והעקיפות הנלוות להליך של חדלות פירעון. אולם גם רצינות עקרוני זה אינו יכול לשמש להצדקת המצב הקיים בישראל.

ראשית, כפי שעולה בבירור מהדוח של ועדת אנדרון, הליכים של הסדרי חוב הם ארוכים (הזמן הממוצע לאישור הסדר חוב הוא יותר משנה), מורכבים ויקרים (בספקם הכנסה למגוון של יועצים, מומחים ובעלי-תפקיד). לא למותר לציין כי עלויות אלה משולמות אומנם מקופת החברה, אך מושטות בסופו של דבר על הנושים. לנוכח העלויות הנכבדות של הליך הסדר החוב במסגרת סעיף 350, ספק אם ניתן להצדיק את השימוש בו מטעמי עלויות.

שנית, את העלויות של הליך הסדר החוב יש לבחון בהשוואה לעלויות של החלופה להליך זה – הבראת חברות במסגרת הליכי חדלות פירעון. ככל שהליך חדלות הפירעון מאפשר ארגון מחדש של המבנה הפיננסי של החברה והבראתה בעלויות סבירות, פוחתת החשיבות של יצירת מסלול מקביל של הסדר חוב מחוץ להליכי חדלות פירעון.

בישראל קיים קושי בהערכת העלויות הכרוכות בהליך חדלות פירעון, וזאת בשל העדר ניסיון משמעותי בהפעלת הסדרי הבראה לפי תיקון 19 לחוק החברות, אשר נכנס לתוקף רק לפני שנים ספורות. עם זאת, תיקון 19 יוצר תשתית שמאפשרת לברי-המשפט גמישות בהפעלת ההליך, באופן שעשוי לסייע בחיסכון בעלויות. לדוגמה, סעיף 350 מקנה לברי-המשפט שיקול-דעת נרחב בשאלה אם יש למנות לחברה בהקפאת הליכים בעל-תפקיד. על רקע זה ניתן לטעון כי גם הפניית חברות המבקשות הסדר חוב לברי-המשפט לא תוביל לייקור משמעותי של הליך ההבראה. לדוגמה, אם מצבה של החברה אינו מצדיק מינוי בעל-תפקיד, יוכל ברי-המשפט להורות על מינוי מפקח בלבד.

לסיכום, בהינתן מנגנונים מתאימים להגנה על זכויות הנושים גם מחוץ להליכי חדלות פירעון, אין מקום לשלול על הסף את אפשרותם של מחזיקי אג"ח להגיע להסדרי חוב מקבילים לאלה של נושה בנקאי או כל נושה רצוני אחר, וזאת ללא הליך פורמלי של חדלות פירעון. במקביל, הגמשתם של הליכי חדלות הפירעון לפי תיקון 19 מפחיתה גם את החשש מהעמסת עלויות מיותרות במקרה של כשלון הסדר החוב על רקע סחטנות או התנהגות אסטרטגית של מחזיקי אג"ח.

לפיכך אנו מציעים לעגן בחקיקה את האפשרות לביצוע הסדר חוב עם מחזיקי אג"ח סחירות לא במסגרת הליכי חדלות פירעון או הליך לפי סעיף 350, וזאת כמפורט להלן.

2. המסלול המוצע להסדר חוב

המסלול המוצע יאפשר לחברה המנפיקה לשנות את תנאי החוב של כלל מחזיקי האג"ח, וזאת באישור רוב מקרב המחזיקים וללא מעורבות בית-המשפט. עם זאת, במסגרת מסלול זה לא יהיה אפשר להפעיל כלים מעולם חדלות הפירעון.

(א) הרוב הדרוש

מהו הרוב הרצוי לאישור הסדר חוב של מחזיקי אג"ח סחירות? בדומה לחקיקה החדשה בגרמניה, אנו מציעים לקבוע מודל-ביניים בין המודל האמריקאי לבין זה הבריטי. בניגוד למודל האמריקאי, המודל המוצע מאפשר לכפות הסדר חוב בהחלטת רוב של המחזיקים באג"ח סחירות, וזאת ללא צורך בכניסת החברה המנפיקה להליך חדלות פירעון. בניגוד למודל הבריטי, המודל המוצע קובע דרישת רוב משמעותי, שהצדדים אינם יכולים להתנות עליה במסגרת מסמכי ההלוואה.

כפי שעולה מסקירת הספרות האקדמית בנושא, דרישת הרוב צריכה לאזן בין הצורך בהגנה על זכויות המחזיקים (לרבות מניעת אופורטוניזם מצד החברה המנפיקה) לבין החשש מפני סחטנות והכשלת הסדרי חוב יעילים בשל התנהגות אסטרטגית של מחזיקי האג"ח. כעניין עיוני, קשה לקבוע מהו הרוב המספרי המדויק שיאזן באופן המיטבי בין הצורך בהגנה על המשקיעים לבין הצורך לאפשר הסדרי חוב יעילים תוך מניעת בעיות של התנהגות אסטרטגית וסחטנות. לפיכך כל דרישת רוב שתקבע תהיה שרירותית במידה מסוימת. בכפוף להסתייגות זו, הצעתנו היא לקבוע סף משמעותי של 66% מערך החוב המונפק.¹³⁶ דרישה זו מחמירה יותר מזו הקבועה כיום ביחס להסדר לפי סעיף 350 לחוק החברות או מההסדרים הקבועים בחוק ניירות-ערך ביחס לקבלת החלטות על-ידי המחזיקים.¹³⁷ הדרישה בסעיף 350 לחוק החברות או בחוק ניירות-ערך מתייחסת לרוב מקרב המחזיקים הנוכחים בהצבעה. הגישה המוצעת על-ידינו, לעומת זאת, מתייחסת לרוב של 66% מערך החוב המונפק.

לדרישה לרוב מהערך המונפק יש כמה טעמים. ראשית, דרישה זו מכוונת להגן על משקיעים פסיביים, ובמיוחד על משקיעי retail שרוכשים אג"ח.¹³⁸ העובדה שמשקיע פרטי אינו מגיע להצבעה על הסדר חוב אינה משקפת את העובדה שהוא תומך בו, אלא רק את בעיית האדישות הרציונלית של משקיעים פרטיים. לפיכך הסתפקות בדרישת רוב מקרב הנוכחים אינה משקפת הערכת שוק אמיתית לגבי כדאיותו של ההסדר המוצע

136 Roe הציע כי הרוב לאישור הסדר חוב באג"ח סחירות יהיה שני שלישים מההון המונפק (לאחר נטרול בעלי עניין). ראו Roe, לעיל ה"ש 37, בעמ' 270–271.

137 ראו ס' 350(ט) לחוק החברות (הרוב הנדרש לעניין הסדר חוב לפי ס' 350) וס' 350(2) לחוק ניירות-ערך (הרוב הנדרש לעניין שינוי שטר נאמנות של אג"ח).

138 למתח שבין משקיעים פרטיים לבין משקיעים מתוחכמים בהסדרי חוב ראו עניין דלק נדל"ן, לעיל ה"ש 86. שינוי דרישת הקוורום מהווה אמצעי פשוט והגיוני יותר להתמודד עם הצורך להגן על משקיעים פרטיים מאשר המנגנון המורכב שקבע בית-המשפט בעניין דלק נדל"ן.

מבחינת מחזיקי האג"ח. שנית, מנגנון זה יוצר תמריץ לחברות שהנפיקו אג"ח לנקוט אמצעים כדי לעודד משקיעים להגיע להצבעה. יתר על כן, גישה זו עולה בקנה אחד עם הדרישות המקובלות במשפט המשווה בנוגע להצבעתם של בעלי מניות על עסקות מהותיות.¹³⁹

מבחן שוק כזה יבטיח הגנה על האינטרס של הנושים, תוך הפחתה משמעותית של החשש מפני סיכול הסדרים יעילים משיקולים של סחטנות או free riding. יתר על כן, בצד העלאת דרישת הרוב, אפשר לוותר על חלק ניכר מן המנגנונים המורכבים שעוצבו בחוק ניירות-ערך במטרה לנטרל השפעה של ניגודי עניינים על הצבעתם של מחזיקי האג"ח.¹⁴⁰

מטבע הדברים, הדרישה לרוב מההון המונפק תחייב חברות לנקוט צעדים כדי להביא לידי השתתפות פעילה של מחזיקים פרטיים באספות מחזיקים. עם זאת, חשוב לזכור כי מדובר בהקלה ביחס למצב הקיים, אשר מחייב כיום חברות ומחזיקים בהליך יקר של מעבר דרך בתי-המשפט. גם אם המודל שלנו לא יניב הסדרי חוב, לכל-היותר נהיה במצב שבו אנו נמצאים כיום, שבו הסדר החוב מחייב מעורבות פעילה של בית-המשפט, אך בשינוי אחד: לפי המודל שלנו, מעורבותו של בית-המשפט תהיה רק במסגרת הליך פורמלי של חדלות פירעון.

(ב) שלילת המאפיינים של חדלות פירעון

כאמור, ההצעה שלנו מבוססת על הבחנה ברורה בין הסדר חוב לבין שינוי תנאי האג"ח במסגרת הליך של חדלות פירעון. לפיכך, במסגרת מסלול השוק לאישור הסדר חוב יהיה צורך להקפיד על אי-החלה של מאפייני חדלות פירעון.

איסור איחוד סדרות ואיחוד בין נושים מסוגים שונים – ההחלטה ביחס להסדר חוב צריכה להתקבל על-ידי כל סדרה בנפרד, וזאת ברוב של 66% מן הערך המונפק של אותה סדרה. כאשר לחברה יש כמה סדרות של אגרות-חוב, עשוי להתעורר ניגוד עניינים בין המחזיקים בסדרות שונות. כאמור בפרק הקודם, לכל סדרת אג"ח יש מנגנוני קבלת החלטות משלה, שמטרתם להגן על האינטרסים הכלכליים הנפרדים של המחזיקים בכל סדרה. לפיכך איחוד הסדרות לצורך קבלת החלטה עומד בסתירה למהותו של הסדר חוב כהליך מחוץ לחדלות פירעון (out of bankruptcy) שאמור לבטא את הכרעת השוק ביחס לכדאיותו של ההסדר המוצע.

מטעמים דומים יש לוודא כי ההחלטה בדבר שינוי תנאי האג"ח אינה מתקבלת על-ידי פורום הכולל גורמים נוספים מלבד מחזיקי האג"ח, כגון נושים פיננסיים או אחרים. השילוב של דרישת רוב לאישור הסדר (66% מהערך המונפק) ושל איסור איחוד סדרות יקטין מאוד את הסיכוי לאישור הסדר. אולם לחברה המעוניינת בשינוי תנאי החוב תוך התמודדות עם נושים מסוגים שונים פתוחה כאמור הדרך ליוזם הליכי חדלות

139 כך, למשל, לפי דיני החברות של דלוור, עסקה מהותית, כגון מיזוג, טעונה אישור ברוב של הון המניות המונפק. ראו ס' 251(c) לקוד החברות של מדינת דלוור.

140 לעניין נטרול קולות של מחזיקים בעלי עניין מנוגד ראו ס' 253ב לחוק ניירות-ערך.

פירעון, שהם ההליכים המתאימים למטרה זו. מחוץ להליכי חדלות פירעון יש לאפשר כפיית הסדר חוב על מחזיק אג"ח המתנגד לו רק במקרה שבו יש אינדיקציות שוק משמעותית לכך שההסדר עולה בקנה אחד עם האינטרס של המחזיקים.

העדר סמכות לכפיית הסדר על סוג מתנגד – במקרה שבו החברה הנפיקה כמה סדרות של אג"ח או מקום שיש לה נושים נוספים, התעקשות על אישור ההסדר באספה של כל סדרה בנפרד מעלה חשש להתנהגות אסטרטגית בין סדרות או בין סוגים שונים של נושים. במצבים מסוימים החוק מאפשר לכפות את ההסדר על סוג של נושים המתנגד לו. כיום סמכות זו מעוגנת בסעיף 350ג לחוק החברות. אולם סמכות זו מתאימה להליך של חדלות פירעון המנוהל בפיקוחו של בית-המשפט. לגישתנו, במסגרת מסלול הסדר החוב אין לאפשר מנגנון דומה לצורך כפיית הסדר חוב על סדרת מחזיקי אג"ח המתנגדת לו. מקום שיש צורך באיחוד הסדרות לצורך קבלת החלטה על הסדר חוב, לא יהיה מנוס מפתחת הליכי חדלות פירעון בבית-משפט.

הקפאת הליכים – ההבחנה בין מסלול השוק להסדר חוב לבין הליכי חדלות פירעון מחייבת הקפדה על כך שקיום משא-ומתן על הסדר חוב לא יהווה בסיס ליצירת מציאות השקולה להקפאת הליכים. לקביעה זו יש שני היבטים. ראשית, על בתי-משפט להימנע מהטלת הגבלות על יכולתם של נושים מובטחים לממש את הנכסים המשועבדים להם רק בגלל קיומו של משא-ומתן על הסדר חוב. כמו-כן, עובדת קיומו של משא-ומתן על הסדר חוב אינה צריכה להוות הצדקה להטלת הגבלות על זכויותיהם של נושים אחרים. שנית, יש למנוע מצב של הקפאת הליכים דה-פקטו, הנובע מכך שהחברה מפסיקה לשלם את תשלומי האג"ח בעודה מנהלת בעצלתיים משא-ומתן עם המחזיקים על הסדר החוב. כאמור בפרק הקודם, מאפיין בעייתי של הסדרי החוב בישראל הוא התמשכותם של הליכי המשא-ומתן על תנאי ההסדר, שבמהלכם החברה עוצרת את התשלומים, והנהלה ובעל השליטה ממשיכים לנווט את ענייני החברה ללא הפרעה. במשטר שבו נדרשת הסכמה של 66% מהחוב המונפק לצורך שינוי תנאי החוב, אין היגיון במתן אפשרות לדחייה בפועל של תשלום החוב גם ללא הסכמה כזו. מהלך בכיוון זה מחייב את שינוי המשטר החל על אגרות-חוב.

פטור מאחריות – בהסדרי חוב מקובל להעניק פטור מאחריות לבעל השליטה ולנושאי-המשרה. נשאלת השאלה אם ראוי לאפשר פטור מאחריות במקרה של הסדר חוב במסלול שוק, המתבצע מחוץ להליכי חדלות פירעון. על פני הדברים נראה כי התשובה לשאלה זו שלילית. קשה לראות מדוע יש לאפשר למחזיקי אג"ח לוותר על טענות אפשריות נגד בעלי השליטה או נושאי-המשרה. מצד אחר, בחלק גדול מן המקרים הפטור מאחריות מהווה תנאי לנכונותו של בעל השליטה להזרים הון כדי לאפשר את הסדר החוב. הגבלת האפשרות להענקת פטור מאחריות במסגרת הסדר חוב במסלול שוק תמנע אם כן אפשרות להסדרי חוב המבוססים על הזרמת הון של בעל השליטה. ייתכן שהפתרון הנאות הוא הכרה באפשרות עקרונית להענקת פטור אך בכפוף לדרישות גילוי קפדניות על-אודות היקף הפטור, וזאת על-מנת לאפשר למחזיקים לתמחר כראוי את הפטור.

סמכות למחלקה הכלכלית – מכיוון שאין מדובר בהליך של חדלות פירעון, ועל-מנת

לשמר את ההבחנה הזו, יש לוודא כי בתיקים אלה לא ידון בית-משפט של פירוק או חדלות פירעון. ככל שמדובר במחוז תל-אביב, אנו מציעים להקנות את סמכות השיפוט העניינית למחלקה הכלכלית. אם הסדר החוב לא יצלח, יהיה אפשר להעביר את הדיון למסלול של חדלות פירעון אצל השופטים המתמחים בכך.

3. מסלול חדלות הפירעון

במקרה שבו החברה אינה מצליחה לעמוד בדרישות שפורטו לעיל, יהיה עליה לגבש הסדר חוב במסגרת הליך של חדלות פירעון. כאמור לעיל, הדיון במשטר הראוי להליכי הבראת חברות במסגרת הליכי חדלות פירעון חורג מגבולותיה של רשימה זו. לצורך דיונו די בקביעה כי אין לקבל מצב שבו בתי-המשפט יוצרים הליך של חדלות פירעון light, המופעל רק ביחס לנושים שהם מחזיקי אג"ח. עם זאת, הניתוח ברשימה זו הצביע על מגמה רוחבית בעייתית ומסוכנת של טשטוש ההבחנה בין הליכי חדלות פירעון להליכים שאינם כאלה. מגמה זו באה לידי ביטוי בולט במסגרת תיקון 19, אשר יצר משטר חדש של הבראה ללא הקפאה, והיא אף צפויה להחריף במסגרת חוק חדלות הפירעון החדש. משטר חדשני זה מגביר את חוסר הוודאות ויוצר חשש לשימוש אופורטוניסטי בהליכי הבראה. עם זאת, ניתוח מעמיק של משטר זה מחייב מחקר נפרד.