

16 יוני, 2015

לכבוד

משרד המשפטים

מחלקת ייעוץ וחקיקה

שלום רב,

הנדון: תזכיר חוק הסדרת חובות (תיקוני חקיקה), התשע"ה-2015

משרדנו הוא אחד ממשרדי עוה"ד המובילים בישראל בתחום חדלות פירעון ובטיפול בחברות בקשיים, ובעל ניסיון רב ביותר בהסדרי חובות, כינוסי נכסים, פירוקים והקפאות הליכים. בשנים האחרונות טיפל משרדנו או ייצג צדדים שונים בהסדרי חוב ובהליכי חדלות פירעון שנקטו נגד חברות שהנפיקו אג"ח לציבור, וביניהן ארזים, אנגל אירופה, אלביט הדמייה, אמפל, סיביל ג'רמני, נידר, לידקום, אגרקסקו, גילאון, אינוונטק, אקסטרא פלסטיק, פנומל (מרקסטון), סינרגי ועוד. בשים לב לניסיון הפרקטי הרב- ביותר שצברנו, מצאנו לנכון להציג בפניכם את התייחסותנו לתזכיר החוק שבנדון, כדלקמן:

#### א. כללי

1. הגידול באשראי החוץ בנקאי במשק מאז שנת 2006 ביחד עם משברים כלכליים שאירעו בעולם ובישראל מאז שנת 2008, הביאו בשנים האחרונות להסדרי-חוב רבים שכללו הסדרת חובות כלפי מחזיקי אגרות חוב שהונפקו לציבור. הסדרי חוב אלה, כמו גם הליכי חדלות הפירעון שאליהם התגלגלו חלק מהחברות שלא השיגו הסדר, זכו לכיסוי תקשורתי רב, תוך הבלטה של ה"תספורות" למחזיקי אגרות החוב, היינו היקף ההפסד שנוצר למחזיקים לעומת אפשרות של גביית מלוא החוב והריבית בהתאם לתנאי אגרות החוב.
2. במהלך תקופת ההסדרים הנ"ל ניכר היה שהשוק סובל מקשיים שונים, ביניהם קשיים שנבעו מהצורך האובייקטיבי של שחקנים בשוק ההון להתמודד לראשונה ב"חובות בעייתיים" ומחוסר הניסיון האירגוני (בתחילת הדרך) של הנאמנים ושל הגופים המוסדיים בהתמודדות עם הליכי חדלות הפירעון. בצד קשיים אלה התגלו גם כשלים מערכתיים שהביאו לעתים לריבוי מחלוקות, לסיבוך הליכי ההסדר והתארכותם ולעתים גם להוצאות ניכרות.

מבין כשלים אלה ראוי להזכיר באופן מיוחד את התמשכות המשאים ומתנים לעתים לתקופות ארוכות ביותר ואת חוסר הוודאות המשפטית שליווה סוגיות שונות הנוגעות למעמדם של מחזיקי אגרות חוב (לעתים בסדרות שונות) מול החברה, מול נושים אחרים ובינם לבין עצמם. הצטרפותם של שחקנים חדשים לשוק חדלות הפירעון, הביאה איתה גם טענות משפטיות חדשות אשר היו נושא לדיונים בבתי המשפט – דיונים אשר חלקם התארך בין היתר בשל הצורך של בתי המשפט להידרש לראשונה לנושאים שלא עלו בעבר, אולם ההכרעות שניתנו שימשו וישמשו ככלי עזר והנחייה בהסדרים הבאים.

3. הסיקור המובלט למעמדם של מחזיקי אגרות החוב (ובמיוחד הצגת המחזיק הטיפוסי באגרות-חוב כאדם פשוט וחסר הבנה מקצועית) נתן את אותותיו במספר יוזמות חקיקה וכן בהקמתה של וועדת אנדרון אשר עבודתה החשובה והמקיפה שימשה יסוד לתזכיר החוק שבנדון.

4. ראוי להזכיר, כי בשונה מחובות אחרים של תאגיד הנמצא בקשיים, אגרת חוב הנסחרת בבורסה הינה נייר ערך המיועד מעצם טיבו וטבעו למשקיעים בעלי הבנה באשר לסיכון הכרוך בו. גם בחינת השוק מראה כי רוב השחקנים המרכזיים בהסדרי החוב הגדולים היו גופים מוסדיים או משקיעים בעלי-ניסיון (או גורמים שלקחו סיכון כבעלי ניסיון), אשר רכשו את ניירות הערך למטרות רווח, כשהם לוקחים בחשבון מלכתחילה את התנודות האפשריות בנייר הערך, ובכלל זאת אפשרות של חדלות פירעון, כשבדרך כלל השוק מתמחר את אפשרות חדלות הפירעון במחיר האג"ח בשוק ובהתאם בתשואת האג"ח בפועל.

למרות זאת, "הפסדים" או "תספורות" המהוות תופעות מוכרות בהשקעה באגרות חוב, תפסו בישראל כותרות בולטות וקיבלו ביטוי גם ביוזמות חקיקה מיוחדות, וזאת לעתים תוך התעלמות מן הרווחים העצומים שעושים חלק ניכר מאותם משקיעים מלקיחת אותו סיכון ממש ומגביית מלוא החוב בחברות שבסופו של דבר שפר עליהן גורלן ולא הגיעו לחדלות פירעון. מיותר להוסיף כבר בפתיח, שקיומו של שוק הון משוכלל ואמיתי, מותנה בין היתר בהגדרה ברורה של סיכונים וסיכויים, תוך השלמה אמיתית (וציבורית) עם קיומה של אפשרות השקעה בחוב לא-מובטח הנושא ריבית גבוהה מריבית בנקאית, ומלווה בסיכון אמיתי המתאים למשקיעים מסוימים (וכנראה שלא מתאים לאחרים). שחקנים אלה יודעים ומודעים היטב לכך שבתרחיש פסימי החברה עלולה להגיע לחדלות פירעון והם יאבדו את כספם או חלקו, אך אלה לוקחים את הסיכון בידיעה שאם עסקי החברה יצלחו הם יקבלו ריבית עודפת ולעתים גבוהה מאוד לעומת אלטרנטיבות השקעה אחרות.

5. הארכנו בדברי המבוא הנ"ל כדי להזכיר, כי מחזיקי אגרות החוב הינם בדרך-כלל רק שחקן אחד מיני רבים בתרחיש חדלות פירעון. ההתייחסות אל מחזיקי אגרות החוב ולזכויותיהם חייבת להיות אפוא בקונטקסט המתאים לדיני חדלות פירעון, היינו, תוך מתן משקל לכך שאין מדובר ביחסים דו-צדדיים "פשוטים" בין נושה לבין חייב, אלא ביחסים רב צדדים, הכוללים נושים מסוגים שונים, ומצריכים איזון לא רק במערכת היחסים בין נושים ספציפיים אלה לבין החייב, אלא גם ובמיוחד איזון בין נושים אלה לבין יתר נושי החברה, ובין היתר כיבוד דיני הקניין ושמירת סדרי הקדימה הקבועים בחוק ומוכרים ברוב שיטות המשפט בעולם. נוסח החוק המוצע, המתרכז בהטבת זכויותיהם של מחזיקי אגרות החוב, אינו מתייחס בצורה הולמת לזכויות הצדדים האחרים בהליכי חדלות פירעון, הגם שחלק מההוראות המוצעות פוגעות לכאורה בזכויות קניין של החברה ושל נושים אחרים ללא הצדקה.

6. בהתייחסות דלהלן מצאנו לנכון גם להתייחס בין היתר לבעייה אשר מנסחי החוק העלו בנוגע למוטיבציה של בעלי השליטה להתחיל במו"מ עם הסדר-חוב בשלב מוקדם – בעיה אשר להבנתנו לא תיפתר במבנה החוק המוצע, אלא רק תחמיר ותעמיק אם ההצעה תהפוך לחוק.

7. כמו כן ראינו לנכון להתייחס למעמד שניתן בתזכיר למחזיקי אגרות החוב, ויצירתו (לכאורה) של מעמד נשייה נוסף אשר אינו מוכר עד כה בישראל, ולפי מיטב ידיעתנו גם לא ברוב שיטות המשפט בעולם המערבי: מעמד של נושים בלתי-מובטחים בעלי זכויות יתר. מעמד מוצע זה יעניק לקבוצת מחזיקי אגרות החוב הטבות מיוחדות לעומת נושים בלתי-מובטחים אחרים של החברה – הטבות שאינן קיימות היום אפילו לנושים מובטחים או נושים בדין קדימה, שהם בכירים יותר במעמד הנשייה בחברות חדלות-פירעון.

8. בשולי הדברים נוסף ונעיר, כי בצד העידוד שנכון ליתן לחשיבה מקורית וליוזמות מקומיות, היה נראה נכון, בטרם חקיקתו של חוק חשוב המגדיר זכויות בהליכי חדלות פירעון, לבחון ואולי אף לקלוט הסדרי חקיקה החלים במקומות אחרים בעולם ושכבר הוכיחו את עצמם בהצלחה.

## **"השלב הראשון"**

9. השלב הראשון הוגדר בתזכיר החוק כ"שלב שחברה נכנסת אליו כאשר היא נמצאת בקשיים פיננסיים על פי הגדרה באגרת חוב או על פי החלטת החברה מיוזמתה, ובלבד שהחברה עדיין עומדת בתשלומים למחזיקי אגרות החוב." בשלב זה מוצע שימונה נציג מיוחד מטעם מחזיקי אגרות החוב, אשר יישב כמשקיף בדירקטוריון החברה ויהיה מוסמך למסור למחזיקי אגרות החוב מידע בנושאים המוגדרים בהצעה.

ההסדר החקיקתי המוצע בשלב זה נועד, כך נראה, לקדם ניהולו של מו"מ בשלב שבו חדלות הפירעון של החברה אינה מובהקת, ומכל מקום החברה עומדת בהתחייבויותיה כלפי מחזיקי האג"ח. להבנתנו הסדר זה לא יביא לתוצאה המיוחלת, אלא בדיוק להיפך.

10. אחד הקשיים המובְּנים העומדים בפני בעלי שליטה בחברות, ואשר היווה סיבה להתדיינויות ארוכות ולבזבז זמן ניכר בהסדרים קודמים, היה החשש של בעלי השליטה והנהלות החברות מפני אובדן השליטה ומהידרדרות החברה ממצב של קושי פיננסי הנראה לעתים כניתן לפתרון אלי מצב של חדלות פירעון. בהקשר זה מינויו של נציג מטעם מחזיקי אגרות החוב כמוצע אינו פותר כל בעיה אלא רק מחמיר אותה. מינויו של "משקיף" משמעו מבחינת בעלי השליטה כהכנסת אדם זר הביתה, ומבחינת החברה משמעו שיתוק של עבודת הדירקטוריון. מעת מינוי המשקיף הופך המשקיף לגורם, אשר למרות חוסר-הבנתו-היחסית בעסקי החברה (כאדם שזה מקרוב הגיע) – איש מחברי הדירקטוריון לא ייקח סיכון לפעולה שלא באישורו או בהסכמתו.

11. בצד המשפטי מובן שמינויו של משקיף ועצם יכולתו לבקר את פעולות הדירקטוריון משמעה פגיעה בשיקול הדעת העסקי של הדירקטוריון ובכלל אי-ההתערבות בעבודת הדירקטוריון (business judgement rule). כלל זה מהווה מושכלת יסוד בדיני חברות, ופגיעה בו מהווה פגיעה בזכות הקניין של החברה ושל בעלי מניותיה.

12. מינוי נציג של נושים לא-מובטחים למשקיף בדירקטוריון, ולא כל שכן נציג של קבוצה מסוימת של נושים לא-מובטחים, עלול לגרור גם תקלה של ניגוד אינטרסים חמור, שהרי חובת הנאמנות של נציג כזה הינה למחזיקי אגרות החוב שהם נושים לא-מובטחים, בעוד שחובת הנאמנות של הדירקטוריון הינה לחברה בכללותה ולמצער לכלל נושיה.

13. יתירה מזו. המינוי המוצע הוא מינוי של אדם שישימש נציג של מחזיקי אגרות החוב, אשר ברוב סדרות האג"ח הינם נושים לא-מובטחים של החברה וברוב החברות קיימים עוד נושים לא-מובטחים רבים אחרים לחברה. להבנתנו, תהיה זו שגיאה קשה להגדיר סוג חדש של נשייה בחברה (מחזיקי אגרות החוב) שחבריו הינם נושים לא-מובטחים בעלי זכויות-יתר, אשר בהינתן תנאים מסוימים יכולים לקבל גישה אל מרכז העצבים של התאגיד ובכך להשפיע על פעולתו.

14. עוד נוסף שההגנות שמציע התזכיר לחוק בהקשר של פעולות יזומות מצד מחזיקי אגרות החוב ב"שלב הראשון" אינן מהוות הגנה כנגד מימוש זכויותיהם של נושים מובטחים של החברה, של נושים בדין-קדימה ואפילו נושים לא-מובטחים אחרים. וכי מדוע יסכימו נושים אחרים של חברה, ובמיוחד בעלי זכויות עדיפות בסדרי הקדימויות מעל מחזיקי אגרות החוב, למתן דריסת רגל למחזיקי אגרות החוב בחברה, בעוד שיתר הנושים יביטו מן הצד וימתינו למו"מ שאינו מתנהל מולם?

אדרבא. על-פניו נראה שמינוי נציג מטעם מחזיקי אגרות החוב "להשקיף" על דירקטוריון החברה יתפרש מייד כפגיעה בקניינם של נושים אחרים, ובמיוחד נושים מובטחים של החברה, בדרך כלל בנקים בעלי שעבודים צפים על כל נכסי החברה ועסקיה, וכשלעצמו יהווה עילה להעמדת חובות החברה כלפי נושים אחרים לפירעון מיידי ולמימוש בטוחות.

וכי יטען הטוען כי מו"מ בין החברה לבין מחזיקי אגרות החוב יגרור גם מניעת פעולה או "הקפאת הליכים" מצד נושים אחרים, הרי שבכך אין כל היגיון, שהרי הנציג מוגדר ככזה שימונה על-ידי מחזיקי אגרות החוב ורק לשם ניהול מו"מ בשם מחזיקי האג"ח ועבור מחזיקי אגרות החוב. גם חובות הדיווח של נציג זה, ומן הסתם חובת הנאמנות שלו, נועדו לטובת מחזיקי אגרות החוב. ממילא יהיה זה בלתי סביר שפעולת נושים לא-מובטחים כלפי החברה תגרום אוטומטית (וללא צו שיפוטי) למניעת מימוש בטוחות ופגיעה בזכויות קניין של נושים מובטחים.

15. הנוסח המוצע לא יהווה אפוא כל בשורה מבחינת בעלי שליטה בחברות או מבחינת הנהלותיהן, הואיל ומינוי הנציג יתפרש, ובצדק רב, כאיום קשה וכנבואת זעם שתגשים את עצמה. ממילא ניתן להניח שכל הנהלת חברה סבירה תעשה כל שניתן לעשות באופן סביר כדי לחמוק מהכרזתו של "שלב ראשון" שמשמעו היא השלב הראשון בהליכי חדלות הפירעון.

16. מנגד, אין במינוי הנציג המוצע כל ערך מוסף אמיתי. הרי החברות שבהן עוסק התיקון הן חברות מדווחות אשר ממילא חייבות לעמוד בכללי הדיווח הנוגעים לפעולות הנזכרות בסעיף 350כח(ב) המוצע. מובן גם שניתן להחמיר את דרישות הדיווח מתאגידי הנמצאים ב"שלב הראשון" ואולי אף להטיל אחריות לדיווח כאמור גם על נושאי משרה. כך או כך – מינוי נציג לצורכי דיווח אינו סביר ונזקו תהיה רבה מתועלתו.

17. בהקשר זה נכון להוסיף כי הנוסח המוצע מפספס את ההזדמנות לקבוע בחוק הליך הבראה דמוי ציפטר 11 בארה"ב שבו החברה מתנהלת בפיקוח בית המשפט ללא מינוי נאמן או גורם חיצוני (למעט נסיבות ספציפיות ובמיוחד חשש להעדפות מרמה או חוסר תום-לב) ותוך מתן בלעדיות (exclusivity) לחברה למשך 120 יום בהצעת הסדר לכלל הנושים ללא תחרות. הגנה מעין זו, אם תוצע בישראל, תהווה הטבה-של-ממש מבחינת הנהלות החברות ובעלי השליטה ותעודד אותם להתחיל מוקדם בהליך מבלי לאבד את השליטה בעסק ומבלי להכניס גורמים זרים הביתה. לדעתנו יהיה נכון לקבוע אפשרות לקבלת הגנה כזו בתנאים שהוגדרו ל"שלב הראשון", אך להגבילה כך שהיא תפסיק לחול במועד שבו החברה לא תפרע חוב לנושה מהותי שהגיע מועד פירעונו.

18. מיותר לשוב ולהדגיש כי אין מקום למתן עדיפות או כוחות יתר למחזיקי אגרות החוב לעומת נושים אחרים של חברות בקשיים מהטעמים הנזכרים למעלה. קביעת הגנות לנושים של תאגיד חדל פירעון חייבות להיות בהתאמה לעקרונות דיני חדלות הפירעון, ובין השאר תוך שמירה על סדרי הקדימה הקבועים בחוק ועל עקרון השוויון בין נושים מאותו סוג.

ג. **"השלב השני"**

19. השלב השני הוגדר בתזכיר החוק כ"שלב שחברה נכנסת אליו מהמועד שבו היא אינה עומדת בתשלום חוב לנושים הפיננסיים שלה". בהקשר זה הוצע, כי "חברה תיכנס לשלב זה אם לא עמדה בתשלום חוב פיננסי 45 יום מהמועד שבו הוא היה אמור להיות משולם לפי איגרת חוב או לפי הסכם הלוואה."

יושם אל לב כי הנחת העבודה של מנסחי החוק הינה כי ב"שלב השני" עסקינן בחברה חדלת פירעון לכל דבר ועניין, ובהקשר זה נכון לברך על תחימת המועדים המוצעת המחייבת את הצדדים לסיים את המו"מ ביניהם עד מועד שיקבע בחוק (45 יום מהיום שנועד לקיום ההתחייבות הכספית ועוד 60 יום עד מועד החלטת בית המשפט).

20. בהקשר זה אך נעיר, כי הלשון המוצעת לחוק, המחייבת פנייה לבית המשפט בתוך תקופת זמן קצובה הקבועה בחוק, עלולה לעודד מנהלי חברות לבצע תשלומים לנושים פיננסיים מסוימים כדי להימנע מאותה פנייה-כפויה לבית המשפט, וזאת בניסיונות שבהן אין בידי החברה מקורות כספיים סבירים לכיסוי התחייבויות אחרות של החברה. תשלומים כאמור עשויים להיחשב כ"העדפת נושים" או "העברות מרמה" כהגדרתן בדיני פשיטת הרגל (ראו לדוגמא סעיף 98 לפקודת פשיטת הרגל, התש"ם-1980). מכל מקום כדי למנוע פעולות פסולות כאמור, יהיה נכון לקבוע הוראה משלימה במסגרת התיקון המוצע, שלפיה כל תשלום שבוצע בתקופת הזמן האמורה לנושה פיננסי יבוטל, ויהיה על הנושה הפיננסי להשיבו לקופת החברה ללא זכות קיזוז, אם יתברר בדיעבד כי בעת התשלום החברה היתה חדלת פירעון.

כמו כן מוצע לשקול הטלה של אחריות אישית על נושאי משרה בגין ביצוע תשלומים לנושים פיננסיים שמטרתה הימנעות מפנייה כאמור לבית המשפט, אם יתברר בדיעבד שבעת התשלום החברה היתה למעשה חדלת פירעון. נעיר, כי במקרה של ספק הדבר יגרום לדירקטוריון או להנהלת החברה לפנות מראש לבית המשפט בבקשה להסדר או לפירוק, כמקובל במספר מדינות (כדומת גרמניה) והביא שם לתוצאות טובות ופעילות אחראית מטעם מנהלי החברה.

21. כך או כך, לדעתנו אין מקום לשלילת שיקול דעתו של בית המשפט בבואו לדון בבקשת הסדר או בבקשת פירוק, כמוצע בתזכיר הנ"ל. באופן מיוחד נראה לנו בלתי הולם לקבוע חובה של בית המשפט לצוות על הקפאת הליכים (ראה סעיף 350(ב1)(1) המוצע) – הוראה שאינה מתיישבת עם פסיקה עניפה של בתי המשפט המתייחסת בין היתר לנסיבות שבהן אין מקום ליתן צו הקפאת הליכים גם בעת שהחברה חדלת פירעון. בחינה אמפירית של הסדרי החוב שנוהלו בשנים האחרונות תבהיר כי אמנם התגלעו קשיים וכשלים שונים בתהליכים לגיבוש הסדרי חוב כמפורט לעיל, אולם בתי המשפט או החלטות שניתנו לא היוו כל כשל, ושיקול דעת בית המשפט מעולם לא הפריע להשגה יעילה של הסדרי חוב אלא בדיוק ההיפך.

מיותר להוסיף שהוראה המחייבת מתן צו הקפאת הליכים עלולה להוביל למסגרת של הקפאת הליכים והסדרי חוב גם חברות שאין כל טעם ענייני לקדם בהן הסדר חוב ו/או שהסדר חוב בהן הוא חסר סיכוי מלכתחילה. לפיכך מוצע למחוק מנוסח החוק כל מגבלה או צמצום על שיקול דעת בית המשפט.

כיוצא מן הכלל הנ"ל נציע להוסיף בסעיף 350(ב1)(3) המוצע מגבלת תקופות מצטברת של לא יותר מ-180 יום שבהן יידרש בית המשפט ליתן החלטה כלשהי ללא דחיות נוספות, וזאת כדי לקבוע מגבלה שאותה לא ניתן יהיה לחצות גם לאחר ארכות.

22. בהזדמנות זו יהיה נכון גם להוסיף להצעת החוק גם הגדרת סמכויות ומגבלות לגורם שייצג את הנושים הלא-מובטחים במו"מ להסדר נושים. בהקשר זה היה נכון להתעכב על שני נושאים עיקריים שלא מצאו ביטוי מספיק בתיקון המוצע: האחד, הוא היקף סמכותו של הגורם המייצג את הנושים הלא-מובטחים לקבל מידע שלם ובלתי מוגבל אודות עסקי החברה וקביעת חובת סודיות על המייצג. שני, קביעת כשירות הנציג כנציג שייצג את האינטרס המשותף של רוב הנושים הלא-מובטחים, להבדיל מייצוג שולחו שהוא לעתים גוף ספציפי המחזיק באג"ח ופועל מאינטרסים מיוחדים של אותו מחזיק או קבוצת מחזיקים.

23. באשר למידע: אחד הכשלים המשמעותיים הקיימים במו"מ לגיבוש הסדרי חוב במציאות המשפטית הקיימת הינה פערי המידע בין החברה ובעל השליטה לבין מחזיקי אגרות החוב. במצב הדברים הנוכחי, לבעל השליטה ולהנהלת החברה יש שליטה בלעדית ומוחלטת במידע, ואלה בוחרים איזה מידע יגולה לנציגות מחזיקי אגרות החוב ואיזה מידע יישאר חסוי בפניהם. על פי רוב, חובת הגילוי מעוגנת בשטרי הנאמנות ומבוצעת על סמך פרשנות של שטרי הנאמנות. בדרך זו, בפועל, המידע שנמסר אינו מלא ושאלות רבות נותרות ללא מענה שלם. פער המידע הנ"ל יוצר עיוות בלתי הוגן במערך הכוחות המשתתפים במשא ומתן להסדר.

מצב זה מאפשר לבעלי השליטה ולהנהלת החברות לנווט את ההסדרים כך שהאינטרסים שלהם זוכים לעליונות בלתי הוגנת על פני האינטרסים של מחזיקי אגרות החוב. השלכה נוספת של פער המידע המובנה הינה הרתעת-יתר של מחזיקי אגרות החוב לקדם הליכי חדלות פרעון – גם כשמדובר בפתרון המתאים והראוי בנסיבות העניין – וזאת בשל החשש לקבל החלטה שכזו על סמך מידע בלתי שלם.

24. בהקשר זה דומה שכל שנדרש היא הוראת חוק פשוטה המחייבת את החברה ונושאי משרה שבה למסור לנציג המוסמך מטעם מחזיקי אגרות החוב (כפי שיוגדר בחוק) מידע שלם, מלא וכולל, לרבות מענה לכל שאלה הנוגעת לנכסי החברה ולעסקיה, ללא סייג וללא תנאי, וכן חובת סודיות על המייצג בנוגע למידע הנמסר לו. כמו כן חשוב לקבוע בחוק סנקציות לגילוי שאינו מלא או בלתי נאות.

יושם אל לב, כי בהבדל מהנוסח המוצע לסעיף 350כח(ד) לחוק, איננו סבורים שכונן יהיה לאפשר לנציג להעביר למחזיקי אגרות החוב מידע סודי שנמסר לו, למעט כשמדובר במידע הדורש גילוי ממילא לפי דיני ניירות ערך. להבנתנו, קביעת אפשרות של זליגת מידע מן הנציג אל המחזיקים תגרום לאי-סדר בנוגע לפרסום מידע אודות פעילות החברה ועסקיה וכן תגרום לחשדנות ולאי-גילוי של מידע סודי מהותי לנציג – דבר אשר יפגע בראש ובראשונה באינטרסים של מחזיקי אגרות החוב או הנושים הלא מובטחים, לפי העניין.

25. כמו כן, ובשים לב לכך שבתזכיר מוצע לקבוע מנגנון לכפיית הסדרי חוב ביוזמת נושי החברה חרף התנגדות החברה (ראה להלן), נכון יהיה לקבוע מנגנון גילוי מסודר מטעם החברה של פרטים מהותיים להסדר המקרה שההסדר אינו מוצע על-ידי החברה, בדומה ל-disclosure statement הקיים בחוק פשיטת הרגל בארה"ב.

26. באשר לזהות הגורם המייצג את הנושים הלא-מובטחים במו"מ להסדר - אנו סבורים וממליצים, כי נכון לקדם ולשכלל את החלטת רשות ניירות הערך מספר 1-2009(א) הקובעת כי מו"מ לגיבוש הסדרי חוב ינוהלו מטעם מחזיקי אגרות החוב על ידי קצין אשראי מיוחד שימונה לצורכי גיבוש הסדר. במקרה שקיימת כוונה להחיל את ההסדר לא רק על מחזיקי אגרות החוב אלא על כלל הנושים הלא-מובטחים, נדרש מנגנון שיבטיח נאמנות של קצין האשראי המיוחד כלפי כלל הנושים הלא-מובטחים. כך או כך יש לוודא שקצין האשראי המיוחד שימונה יהיה בעל ניסיון משפטי או כלכלי רלוונטי, דהיינו יהיה בעל כשירות להתמנות כנאמן וכמפרק בהתאם לכללים הקבועים בפרק ב' לתקנות החברות (כללים בדבר מינוי כונסי נכסים ומפרקים ושכרם), תשמ"א-1981.



כמו כן, נכון יהיה לקבוע שקצין האשראי המיוחד יהיה רשאי להעסיק בעל מקצוע שאינו מתחום עיסוקו לשם ביצוע תפקידו (כך, למשל, אם קצין האשראי הינו בעל הכשרה כלכלית בלבד הוא יהיה רשאי להעסיק עו"ד, ואם קצין האשראי המיוחד הוא בעל השכלה משפטית בלבד הוא יהיה רשאי להעסיק כלכלן ו/או רואה חשבון), וכל זאת ללא צורך באישור מיוחד מבית המשפט. בנוסף לכך, ראוי לקבוע כי כבר ב"שלב הראשון" קצין האשראי המיוחד יהיה זה שיקבל את המידע על נכסי החברה ועסקיה, והוא שינהל את המו"מ מול החברה. הלכה למעשה, קצין האשראי המיוחד יהווה תחליף למוסד הנציגות שמעולם לא הוגדר בתקיקה.

מינוי קצין אשראי מיוחד יקביל לדרך הטיפול בחובות בעייתיים על-ידי מחלקות אשראים מיוחדים בבנקים, והוא ימנע ניגודי אינטרסים על ידי הצהרה שקצין האשראי המוצע אינו קשור ולא נמצא בניגוד עניינים להליך נשוא ההסדר. מתכונת זו תבטיח שניהול המו"מ להסדר יהיה מקצועי וכלכלי ולטובת כלל מחזיקי האג"ח או כלל הנושים הלא-מובטחים, לפי העניין.

27. כמו כן נכון לקבוע בחוק הוראת חסינות ושיפוי לנציג המייצג את הנושים הלא-מובטחים במו"מ להסדר כל עוד הנציג פעל כדן ובתום-לב. בהקשר זה נבהיר כי קיימת חשיבות ברורה ואינטרס ציבורי לכך שמי שמייצג את הנושים הלא-מובטחים במו"מ להסדר יוכל לפעול באופן מקצועי וללא מורא או חשש מפני איומים או תביעות מצד בעלי שליטה או החברות.

28. מנגד יהיה נכון לקבוע כי מי שייצג את הנושים במו"מ להסדר לא יוכל לשמש כבעל תפקיד במקרה של חדלות פירעון, למעט בנסיבות מיוחדות שיירשמו, וזאת כדי להסיר כל חשש לניגוד אינטרסים, מראית עין או טענות שלפיהן הנציג מצדד בהליכי חדלות פירעון שבהן יצפה להתמנות כבעל תפקיד.

#### ד. כפיית הסדר חוב על חברה

29. כאמור בדברי ההסבר בתזכיר, וכפי שהוסבר בהרחבה בהחלטת בית המשפט המחוזי בתל-אביב בעניין איי.די.בי. (ראו החלטה מיום 17.12.13), קיים הגיון רב במתן זכות לנושי חברה להציע הצעת הסדר ובנסיבות המתאימות לכפות את ההסדר על החברה. אלא שבעניין זה ראוי לזכור ולהעיר מספר הערות אשר לא מצאו את ביטויין בנוסח החוק המוצע:

30. הליכי הסדר נושים הינם הליכים מורכבים הכרוכים בעלויות משמעותיות ביותר גם עבור החברה וגם עבור נושיה. כמו כן כניסה להליכי הסדר הינה במקרים רבים עילה להעמדת חובות לפירעון מיידי – הן כלפי נושים מובטחים והן כלפי נושים שאינם מובטחים. כמו כן עצם הכניסה להליך של הסדר עלולה לגרום לנזקים בלתי הפיכים לעסקי החברה וליכולת הפירעון שלה. לפיכך, בצד העיקרון החשוב של מתן הזדמנות לנושי החברה להציע הסדר אלטרנטיבי להסדר החברה ב"שלב השני" או לאחר מכן, ראוי להתייחס בכובד ראש לזכות להציע הסדר ולסייג את הזכות כך שלא תהפוך לקרדום לחפור בו או כאמצעי "לשיפור עמדות" של קבוצת נושים או נושה ספציפי מול החברה או מול יתר הנושים.

31. בהתאם נראה לנו נכון להציע, כי נושה המבקש לכפות הסדר על החברה יהיה חייב להיות נושה מהותי אשר חוב החברה כלפיו הוא חוב משמעותי בסכום ובשיעור שיקבע בחוק (לדוגמא, קביעת רף חוב של 1 מיליון ₪ ולא פחות מ-5% מהיקף חובות החברה). אם לא כן, קיימת סכנה שנושים "קיקיוניים" של החברה יפריעו למו"מ המתנהל בין החברה לבין נושיה, באמצעות יוזמות-סרק שיעלו לדיון, תוך הסבת נזקים כבדים לחברה ולכלל נושיה בהצעות הסדר שלא יעברו או שעל-פניהן הן חסרות סיכוי.

למען הסדר הטוב נזכיר, כי גם כך קיימת סכנה להגשת הצעות הסדר שונות על-ידי נושים שונים – דבר אשר לפחות בהסדר משמעותי אחד כבר גרם לבזבוז זמן יקר ולהוצאות מיותרות שאותן ניתן היה לחסוך על-ידי מינוי נציג מקצועי אחד לכלל הנושים הלא-מובטחים שבהם יטפל ההסדר.

32. כמו כן, בשים לב לסיכונים הכבדים הכרוכים בהצעת הסדר, נכון לקבוע חובה על מציעי ההסדר להפקיד ערובה להוצאות ולנזקים בדומה להוראות הקיימות בתקנות 364 ו-365(א) לתקנות סדר הדין האזרחי, תשמ"ד-1984, בנוגע להפקדת ערובה לסעד זמני.

#### ה. תחולה בינלאומית

33. בשוק ההון הישראלי הונפקו לא מעט אגרות-חוב על-ידי תאגידי זרים שמקום מושבם, ולעתים גם מרכז האינטרסים הראשי שלהם (center of main interests), נמצא בחו"ל ולא בתחום השיפוט של החוק הישראלי.

דיני ניירות ערך קבעו זה מכבר כללים שונים בנוגע לחובות דיווח של תאגידי זרים שניירות ערך שלהם נסחרים בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. אולם טרם נקבעה הוראה ברורה בחוק החברות או בדיני חדלות פירעון בהקשר של סמכות השיפוט של בתי המשפט בישראל ליתן צו פירוק או

הסדר לחברות מסוג זה (קיימים מספר פסקי דין בנושא זה, אשר לא בהכרח מתיישבים זה עם זה ולא בהכרח עולים בקנה אחד עם החקיקה האירופאית והאמריקאית בנוגע לחדלות פירעון בינלאומית). בתקופה האחרונה אף התגבר גל הנפקות אגרות חוב של חברות זרות, ובמיוחד חברות שעיקר עסקיהן הוא השקעות בנדל"ן בארה"ב. הנפקות אלה מאופיינות בין היתר בהיותן מבוצעות על-ידי חברות שמקום מושבן והתאגדותן הוא באי התולה ומרכז האינטרסים הראשי שלהן הוא בארה"ב.

34. אין ספק שהמצב הקיים מצריך – ומוטב מוקדם ממאוחר – הסדרה חוקית מסודרת של דיני חדלות הפירעון בישראל מול דיני חדלות הפירעון במדינות אחרות בעולם המערבי, ובמיוחד עם התקנות האירופאיות בעניין חדלות פירעון ( The EU Regulation on Insolvency Proceedings, Council Regulation (EC) No. 1346/2000 of 29 May 2000 on Insolvency Proceedings<sup>1</sup>), בכל הנוגע להיקף סמכויות בתי המשפט המקומיים. נושא זה רחב ומורכב מלעסוק בו במסגרת נייר עמדה זה.

35. מכל מקום, ובמיוחד בשים לב להיקף הגדול של הנפקות אגרות חוב על-ידי חברות זרות בתל-אביב והעובדה שגם בעבר חלק מהסדרי החוב נגעו לחברות שהתאגדו בחו"ל (כדוגמת ציס, אמפל, קרדן אנ.וי ואח'), ראוי שהחוק המוצע יכלול התייחסות באשר למעמדן של חברות זרות בהקשר של ההסדרים החדשים הקבועים בחוק. בהקשר זה נציע כי הוראות החוק בנוגע להסדרי חוב יוחלו על כל חברה שמרכז האינטרסים הראשי שלה הוא בישראל, בין אם התאגדה בישראל ובין אם לאו – מבחן הדומה למבחן המקובל ברוב שיטות המשפט בעולם המערבי, ובכלל זאת בתקנות האירופאיות הנ"ל ובחוק האמריקאי<sup>2</sup>.

36. מיותר להוסיף כי בהעדר התייחסות מפורשת עלולים ההסדרים הנקבעים היום להפוך לאות מתה בכל הנוגע לגל הנפקות אגרות החוב של חברות זרות בישראל - דבר שיעודד את הרחבת התופעה והנפקה של אגרות חוב גם על-ידי יזמים מקומיים באמצעות חברות יעודיות שיוקמו בחו"ל לשם עקיפת הוראות החוק המוצע.

<sup>1</sup> Official Journal L 160, June 30, 2000 ניתן למצוא ב: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2000:160:0001:0018:en:PDF>

<sup>2</sup> UNCITRAL MODEL LAW ON CROSS-BORDER INSOLVENCY (1997). ניתן למצוא ב: [http://www.uncitral.org/uncitral/en/uncitral\\_texts/insolvency/1997Model.html](http://www.uncitral.org/uncitral/en/uncitral_texts/insolvency/1997Model.html)

**1. סיכום**

37. בסקירה דלעיל התייחסנו לנקודות העיקריות המצדיקות תיקון או תוספות לנוסח החוק המוצע לפני הפיכתו להצעת חוק. להבנתנו, נכון יהיה לנצל הזדמנות זו של הסדרה חוקית של ההליכים להשגת הסדרי-חוב על מנת להתייחס לכשלים האמיתיים הקיימים בפועל במציאות הסדרי החוב בישראל תוך קביעת דרכי התמודדות ההולמים דברי חקיקה אחרים ועקרונות בסיסיים בדיני חדלות פירעון. כמו כן יהיה נכון להקפיד על כך שריפוי כשלים קיימים בהליכים להשגת הסדרי חוב בחברות אג"ח, לא יבוצע באמצעות יצירתם של כשלים אחרים או פגיעות שאינן דרושות בזכויות יסוד של גורמים אחרים או בעקרונות יסוד של השיטה.
38. מיותר לציין שאנו עומדים לרשותכם לשם הרחבה, הסבר והדגמות ככל שידרשו להערוטינו דלעיל, וכן נשמח להשתתף בכל פורום שידון בתזכיר לשם סיוע מקצועי לגיבושו של חוק שיקדם ויסייע בהשגה יעילה של הסדרי חוב בנסיבות הראויות לכך.

בכבוד רב ובברכה,  
עופר שפירא, עו"ד  
שפירא ושות', עורכי-דין