

ישראלי, אמריקאי והולנדי נכנסים להסדר חוב - מי יסיים ראשון?

חלפו כבר 258 יום מאז שפורסם כתב המינוי לוועדת אנדורן, אבל מסקנות עדיין אין. ניתוח כלכליסט בחן את התהליך המסורבל בארץ לעומת תהליכים דומים בחו"ל. כשאצלנו הכל מתארך ומסתעף, בהולנד ובארה"ב כבר למדו איך עושים את זה פשוט יותר, גם אם לא תמיד זול יותר

יניב רחימי

10:29, 20.01.14

עם פתיחת 2014 הגיעו שניים מהסדרי החוב הגדולים שנראו בשוק ההון המקומי לכדי סיום. אחרי מאבקים ממושכים, מורכבים ומתוקשרים איבד נוחי דנקנר את השליטה באי.די.בי ומוטי זיסר נפרד מאלביט הדמיה. במקביל לשני ההסדרים הללו צצו שני מגה-הסדרים חדשים — פלאזה סנטרס וצים שבשליטת עידן עופר — ששוב פותחים את הפצעים של המשקיעים ולא נותנים להם להגליד.

מאז 2009 התנהלו עשרות הסדרי חוב בהיקף כולל של יותר מ-30 מיליארד שקל. במשרד האוצר ובבנק ישראל התעוררו והחליטו על הקמת ועדה לבחינת תהליכים לעריכת הסדרי החוב בישראל. כתב המינוי מסמך את הוועדה שבראשה עומדת מנכ"לית משרד האוצר, יעל אנדורן, לגבש המלצות להסדרת תהליכים לגיבוש ואישור הסדרי חוב. את המלצות הוועדה היו אמורים להגיש בתוך 180 יום ממועד הקמתה, אך מאז חלפו 258 יום והמלצות — אין.

"כלכליסט" מסמן את הרעות החולות בהסדרי החוב בישראל, ובמקום "להמציא את הגלגל", בוחן את הפרקטיקה והחקיקה בארה"ב ובהולנד, שתי מדינות שבהן התאגדות חברות רבות שנמצאות בשליטה של ישראלים וחלקן נסחרות בבורסה בתל אביב. חשיבות ההיכרות עם הדין בארה"ב ובהולנד מקבלת משנה תוקף לנוכח העובדה שעל חלק מהחברות שהנפיקו אג"ח בישראל חלים הליכי חדלות פירעון בשתי המדינות הללו. כך, לדוגמה, בעמוד הכריכה של התשקיף שפרסמה פלאזה סנטרס חדלת הפירעון נכתב: "החברה התאגדה על פי דיני מדינת הולנד, ולכן אינה כפופה לדיני החברות בישראל".

כך בשעה שסמכות השיפוט לגבי האג"ח הנסחרות בבורסה בתל אביב נתונה לבית המשפט המוסמך בישראל, החברה עצמה כפופה לדין בהולנד, שם מתנהל הליך הסדר החוב.

כניסה מאוחרת להסדר

לחברות שמתקשות לשרת את החוב שלהן יש נטייה לפנות באיחור לבית המשפט ולמחזיקי האג"ח בבקשה לגבש הסדר חוב. גם כשהתשואות של האג"ח מעידות שהמשקיעים מתמחרים הסתברות גבוהה לכשל פירעון, ולעתים גם אחרי שחברות הדירוג, שידועות בנטייתן להגיב באיחור, מורידות את דירוג האשראי של החברה, ברוב המקרים בעלי השליטה וההנהלות לא רוצים להרים את הדגל הלבן. במקרה של נוחי דנקנר, גם אחרי שהוצמדה הערת עסק חי לדו"ח הכספי של אי.די.בי, הוא המשיך לטעון שהחברה שבשליטתו סולבנטית, ובמקרה של אלביט הדמיה, שבועות ספורים לפני שהחברה ניגשה להסדר חוב, ההנהלה עוד הציגה בביטחון תזרים מזומנים חזוי לשנתיים הקרובות.

בארה"ב המצב אחר. שם חברות פונות בשלבים מוקדמים יותר לבית המשפט בבקשה לצ'פטר 11, המקבילה להקפאת הליכים. בשיחה עם "כלכליסט" הסביר עו"ד יורם בון, שותף, מומחה לרגולציה והסדרי חוב ממשרד פישר, בכר, חן, וול, אוריון ושות', מה עומד מאחורי הנטייה של החברות למשוך את הכניסה להסדר חוב עד לרגע האחרון. "מבנה השליטה בחברות בישראל שונה מזה שקיים בארה"ב. כאן יש בעל שליטה שמאמין שהדברים יסתדרו ולא רוצה לאבד את השליטה". בון מטיל אשמה מסוימת גם על הקו התקיף שלעיתים נוקטים בו מחזיקי האג"ח: "היום, אם החברה אומרת שהיא יכולה לשלם אבל לא לפי לוח הסילוקין, המשקיעים אומרים קודם כל: 'החברה שלנו. אתה לא יכול לשלם בזמן? לך הביתה'. זה מרתיע חברות. מבחינתן, זה סוף העולם, ולכן הן מנסות לדחות את הקץ".

הניסיון מלמד שברוב המקרים ככל שהסדר החוב מתעכב, כך גדל הנזק לנושים. המקרה החריג הבולט שייך לקרדן א.ו.י שהתעקשה שלא להיגרר להסדר החוב שדרשו מחזיקי האג"ח והצליחה להיחלץ בעור שיניה בזמן פציעות. אולם מדובר ביוצא מן הכלל שאינו מעיד על הכלל.

עלות הסדרי החוב

התפיסה הרווחת היא שהסדרי החוב בישראל יקרים באופן קיצוני, כשהדוגמה הבולטת ביותר היא זאת של אי.די.בי שעלות הסדר החוב שלה עברה מזמן את רף 30 מיליון השקלים. המחשבה שחברה שנמצאת במצוקה ולא יכולה לשרת את החוב שלה לנושים ולשלם משכורות לעובדים, מוציאה עשרות מיליוני שקלים על עורכי דין, מעריכי שווי, חברי נציגות, נאמנים, ועוד בעלי תפקידים — מקוממת.

התחושה היא שבחברות שהגיעו לסוף דרכן, מדובר בשטח הפקר, בו אין דין ואין דיין בכל הקשור לתשלומים המנופחים לכאורה למעורבים בהסדרי החוב. אלא שדווקא בנקודה הזאת מצפה לנו הפתעה. עו"ד עופר שפירא, שותף מנהל במשרד שפירא ושות' שייצג את הנאמנים בהסדר החוב של אמפל בארה"ב, מעיד על כך שבכל הקשור לעלויות ההליך המשפטי, המצב הפוך.

"בדרך כלל הליכי חדלות פירעון בישראל זולים לאין ערוך בהשוואה להליכים בבתי משפט בארה"ב. המצב בארה"ב הוא כזה שהיקף העלויות הוא כה גדול עד שחברות ועסקים רבים אינם מגיעים בכלל להליכי חדלות פירעון עקב חוסר האפשרות הכלכלית לשלם את ההוצאות הגבוהות הכרוכות בו", אומר שפירא ומסביר שמקור ההבדל הוא בכך שלפי הדין האמריקאי, שכר הטרחה משולם לבעלי התפקידים השונים על בסיס שעות העבודה, בעוד בישראל השכר של בעל התפקיד נגזר באחוזים ממחזור הפעילות של החברה או כאחוז מהיקף הרכוש שחולק לנושים.

הצעת הסדר חוב

הסדרי החוב שבהם מעורבות חברות שהנפיקו אג"ח היא תופעה של השנים האחרונות. לגבי שאלות חשובות ומרכזיות בתחום חדלות הפירעון עדיין אין תשובה ברורה וחד משמעית. הבולטת שבהן היא הסוגיה של מי רשאי להגיש הסדר חוב? האם גם הנושים יכולים להציע הסדר מטעמם? האם הם יכולים לכפות אותו על החברה? האם יש הבדל בין הצעה שהחברה הגישה לנושים לבין זאת שבעל השליטה עומד מאחוריה? היעדר הכרעה בסוגיות מעין אלו גורם לבלבול ולתחושת אי־ודאות שפעמים רבות מביאים לדחיית זמן הכניסה להסדרים ולהתארכותם.

בעוד בישראל החוקים נכתבים ומתגבשים "תוך כדי תנועה", בהולנד הסוגיה מוסדרת באופן ברור וחד משמעי, כפי שהסבירה עו"ד איה יופה, שותפה בכירה וראש מחלקת נ"ע במשרד גרוס, קלינהנדלר, חודק, הלוי, גרינברג ושות': "כשחברה מרגישה שהיא בבעיה, היא פונה לבית המשפט ומיד מקבלת צו הקפאת תשלומים (בשונה מצו הקפאת הליכים — י"ר). באותה נקודת זמן ממונה מפקח מטעם בית המשפט ושופט שמלווה את התהליך. הנהלת החברה ממשיכה לתפקד. כבר בפנייה לבית המשפט החברה היא זאת שמגישה את הצעת הסדר החוב ויש לה בלעדיות". על פי הדין ההולנדי, אם הסדר החוב שהציעה החברה לא זוכה לרוב הנדרש, החברה עוברת באופן כמעט אוטומטי לתהליך של פירוק. לדבריה של יופה, העובדה שכל הצדדים יודעים מה צפוי להם אם ההסדר לא עובר, משרתת את התהליך והופכת אותו להרבה יותר פרקטי, מצד החברה ומצד הנושים.

התהליכים המסובכים

אי-הוודאות בתהליכי הסדרי החוב בישראל יוצרת תסבוכת גדולה שבאה לידי ביטוי בשורה ארוכה של מונחים בסיסיים ומצבים משפטיים שלא זכו בדין הישראלי להגדרה קולעת, ברורה וחד-משמעית, כפי שמפרט עו"ד אהרן מיכאלי, ראש מחלקת ליטיגציה מסחרית, תובענות ייצוגיות וחדלות פירעון במשרד גולדפרב זליגמן. "אנחנו עוסקים בדיני חדלות פירעון ולא יודעים מתי חברה בחדלות פירעון. החברה אומרת לעצמה: 'אני חייבת לדחות את הקץ כי אם אני אכנס למנהרה החשוכה והארוכה הזאת שאין ממנה פתחי מילוט, לא אוכל לגבש הסדר כלכלי, הגיוני ויעיל'. אני מתקנא בקיומם של כללים חד-משמעיים ומעדיף כלל לא חכם, אבל ברור וחד-משמעי, על פני כללים לא ברורים וללא יציבות".

אחד הנושאים שמטרידים את כל העוסקים בהסדרי החוב, החל מבעלי השליטה ומנהלי החברות, דרך הנאמנים ועורכי הדין, ועד למחזיקי האג"ח, הוא סוגיית ההצבעות בדגש על נטרול בעלי עניין מנוגד. בדין ההולנדי נמצא לכך פתרון גורף. כל הנושים רשאים להצביע על הסדר החוב, ולצורך ההצבעות סופרים את כולם.

למי שיש טענה ביחס לניגוד עניינים, עומדת הזכות לפנות בדיון הסופי לבית המשפט שיכריע. לפשטות שמציע הדין ההולנדי יש מחיר. המשמעות היא שגם בעל שליטה וחברה-בת שמחזיקה באג"ח שהונפקו על ידי החברה חדלת הפירעון, יכולים להצביע וקולם ייספר כמו קולו של כל מחזיק אג"ח אחר.

משך הזמן של ההסדר

העלות הכרוכה בניהול הסדרי חוב ארוכים ומומשכים בטלה בשישים ביחס לפוטנציאל הנזק העסקי והכלכלי שעלול להיגרם ולהיווצר כתוצאה מכך. כניסה להליך של הסדר חוב היא ללא ספק אירוע טראומטי בחייה של חברה ומכניסה את הפעילות השוטפת, שממילא נמצאת בבעיה, לקשיים עוד יותר גדולים מול ספקי האשראי, הלקוחות, העובדים, הספקים והמתחרים. בנקודה הזאת הפעילות העסקית נכנסת למצב של הקפאה, ועיקר תשומת הלב הניהולית מופנה להסדר החוב על חשבון פיתוח הנכסים שיאפשרו עמידה בהתחייבויות. כך גם ההתייחסות למזומנים שבקופה שנשמרים כדי לשלם לנושים כחלק מההסדר ולא להשקעות חדשות. דברים אלו שיפים לכל מקום בעולם, נכונים שבעתיים לחברות בישראל. הסיבה לכך נעוצה במבנה הפירמידאלי של החברות. כך, לדוגמה, בהסדר החוב של חבס עיני המשקיעים היו נשואות לחברה-הנכדה בהולנד (20%), NSI.

הארכה נוספת בהליך ההסדר של אי.די.בי היתה עלולה להביא את החברה-הבת בבעלות מלאה, אי.די.בי פתוח, להסדר חוב משל עצמה, ובזמן שמחזיקי האג"ח של אלביט הדמיה ניסו והצליחו לשפר עמדות מול מוטי זיסר, החברה-הבת (62.5%) פלאזה סנטרס הודיעה גם היא שאין ביכולתה לעמוד בהתחייבויותיה.

עו"ד גיל אורן, שותף בכיר במחלקה המסחרית במשרד יגאל ארנון ושות', מציע לייבא את המודל ההולנדי. "בהליכי חדלות פירעון בהולנד יש לוח זמנים מאוד קשיח. ברגע שהחברה יוזמת ומגישה תוכנית הבראה, בית המשפט כבר קובע מועד לדיון על הצבעה על הסדר החוב. זה מכניס את כולם ללחץ, כי למה שאפשר להגיע בשנה, אפשר גם בחצי שנה, אלא אם כן להסדר אין תוחלת".