



רשות ניירות ערן

כנס תאגידיים השלישי - 2011

מחלקת תאגידיים

כיצד הגילוי צריך ויכול לשרת הסדרים יעילים?

שריה אורגד, עו"ד
ראש מערך רגולציה וייעוץ משפטי

דצמבר 2011



מתווה הדיון

- רקע עובדתי ומשפטי להסדרי חוב;
- מהו הסדר יעיל?;
- השאת הערך הכלכלי של פעילות החברה;
- חלוקה אופטימאלית של הערך הכלכלי של פעילות החברה;
- אחריות בעלי שליטה בהסדרי חוב.



רקע עובדתי ומשפטי להסדרי חוב

■ הסדרי החוב החל מראשית המשבר הנוכחי -

- * 87 חברות ביצעו הסדרי חוב, מתוכן 19 חברות אג"ח;
- * היקף החובות למחזיקי אג"ח שלקחו חלק בהסדרים - 16 מיליארד ₪;
- * 25 חברות בתהליכים לקראת הגעה להסדרי חוב (או פירוק).

■ רקע להסדרי חוב -

- * גידול בהיקף האג"ח הקונצרני בשנות הגאות;
- * כוח המיקוח המוגבל של מחזיקי אגרות החוב;
- * הסדרה של השנים האחרונות בשוק אגרות החוב (ועדת חודק, מודל קציני אשראי, תיקון הנאמנים, תיקון 17 לחוק החברות ועוד).



רקע עובדתי ומשפטי להסדרי חוב

■ אדם סמית':

"As capitals increase in any country... it becomes gradually more and more difficult to find .. a profitable method of employing any new capital. There arises in consequence a competition between different capitals.. [which results] by no other means but by dealing upon more reasonable terms.. Their competition raises the wages of labour, and sinks the profits of stock.. and the rate of interest must necessarily be diminished with them".

■ נקודות פתיח אחרונות:

* הסדר חוב כאחת החלופות הרלוונטיות במצבי חדלות פירעון ;

* הוראות הגילוי ויישומן הינן רק נדבך אחד המשפיע על יעילות הסדרי החוב.



מהו הסדר יעיל?

- השאת הערך הכלכלי של פעילות החברה;
- חלוקה אופטימאלית של הערך הכלכלי של פעילות החברה בין המשתתפים השונים.



השאת הערך הכלכלי של פעילות החברה

■ נסיבות הפוגעות ביכולת להשיא את הערך הכלכלי של פעילות החברה:

* כניסה מאוחרת להסדרים;

* הסדרים המותירים את החברה עם חוב גדול מדי;

* התארכות הסדרים באופן הפוגע במוניטין החברה ובהתנהלותה השוטפת.

■ תכלית דרישות הגילוי - ניסיון מובנה להתמודד עם נסיבות אלה.



השאת הערך הכלכלי - חשש לכניסה מאוחרת להסדרים

■ הוראות גילוי העוסקות בסיכון הנזילות:

* **חשיבות הגילוי אודות סיכון הנזילות** - מחייב התמודדות של ההנהלה עם הסיכון; מצמצם את החלופה של דחיית הטיפול בבעיה ולקיחת סיכונים מיותרים ומקנה למחזיקים את היכולת לעמוד על זכויותיהם;

* **דרישות הגילוי הכלליות** - הנחית העסק החי, IFRS7, דוח סולו, מגבלות על העברת כספים מחברות מוחזקות ודוח הדירקטוריון;

* **דרישות גילוי שהוכנסו אגב המשבר** - גילוי מפולח אודות מועדי הפירעון; דוח תזמ"ז;

* **פרויקט שיפור דוחות** - האחדה והתאמה של דרישות הגילוי במסגרת פרק המימון והנזילות.



השאת הערך הכלכלי - חשש לכניסה מאוחרת להסדרים

■ גילוי בדיעבד אודות הגורמים שהובילו לחדלות פירעון;

■ אחריות החברה ונושאי המשרה -

* לקיום הוראות הגילוי;

* לעמידה בהוראות הדין מהותי.

■ דוגמאות לכשלים בקיום דרישות הגילוי -

* התייחסות לפירעון חוב משמעותי לאחר תום תקופת התזמ"ז;

* התייחסות לקשיים הנובעים מעיתוי פירעון חובות מהותיים.



השאת הערך הכלכלי - חוב גדול מדי

- הסדרים חוזרים (Chapter 22);
- הנחיית הגילוי (והתיקון המוצע של התקנות) -

* דוח תזמ"ז בהסדרים;

* מצב עסקי החברה לאחר ההסדר.



השאת הערך הכלכלי - התמשכות הסדרים

■ רכיבי ההשפעה על הערך הכלכלי של פעילות החברה -

* פגיעה בקשרים עם לקוחות וספקים קיימים;

* קושי בקידום עסקי החברה (כגון עקב תמרוץ לא נכון של הנהלת החברה);

* פגיעה במוניטין של החברה.

■ היבטי הגילוי הרלוונטיים -

* מודל קציני אשראי - הליכים מהירים לגיבוש הסדרים;

* פרסום תשקיף בנסיבות חריגות;

* הקלות בגילוי השוטף של חברות שנקלעו לקשיים.



חלוקה אופטימאלית של הערך הכלכלי

■ מהי חלוקה אופטימלית? -

- * חלוקה בהתאם לדרגת הנשיה;
- * חשיבות הוודאות לגבי אופן החלוקה בשלב הקצאת האשראי.

■ הקשיים הנובעים מחלוקה בהתאם לדרגת הנשיה -

- * תמריץ ללקיחת סיכונים מוגברת קודם לכניסה להליכי חדלות פירעון;
- * תמריץ לדחיית המועד לכניסה להליכי חדלות פירעון;
- * קושי אינהרנטי בהערכת שווי פעילות החברה ולכן בחלוקתו.



חלוקה אופטימאלית של הערך הכלכלי

■ צמצום הקשיים באמצעות הוראות הגילוי -

* לקיחת סיכונים מוגברת בפעילות העסקית - גילוי מראש ובדיעבד לגורמים שהובילו לחדלות הפירעון; אחריות הדירקטוריון ונושאי המשרה; מעורבות הציבור;

* לקיחת סיכונים מוגברת על דרך של ביצוע חלוקות - גילוי מראש אודות עמידה במבחן יכולת הפירעון; בחינת הצורך בביצוע התאמות במבחני החלוקה;

* קושי אינהרנטי בהערכת שווי פעילות החברה - הערכת הסכומים שישולמו לנושים בפירוק; מידע אודות עסקי החברה לאחר ההסדר.

* פגיעה בסדרי הנשיה על דרך של העדפות מרמה - גילוי מראש אודות אירועי אשראי מהותיים; גילוי בדועבד אודות התפתחות השעבודים ופירעונות;

* עניין אישי של בעל השליטה בהסדרים - אישור הסדרים באסיפת סוג של המיעוט; תרומה ממשית של בעל השליטה להסדר.



אחריות בעלי שליטה בהסדרי חוב

■ אחריות מכוח הדין -

- * פרטים מטעים ;
- * הדחיית חובות בעלי השליטה ;
- * השבת חלוקות אסורות ;
- * אחריות דירקטור צללים - פגיעה בעיקרון עצמאות הדירקטוריון (תיקון 16),
ניהול עסקי חברה בתרמית לפי פקודת החברות ;

■ אחריות לא פורמאלית של בעלי שליטה -

- * חשיבות העיגון הפורמאלי של הבטחות בעלי השליטה ;
- * הערכה מחדש של מודל ההסתמכות על הבטחות לא פורמאליות.



רשות ניירות ערך

כנס תאגידים השלישי - 2011

תודה