

דף סיכום בחינה

מזהה בחינה: 001000276704 מזהה סטודנט: 288542

שם קורס: אגרות חוב בשוק ההון

מספר שאלה	ניקוד מירבי	ציון
1	100.00	89.00

0

ציון בחינה סופי : 92.00

הבחינה הבדוקה בעמודים הבאים

אוניברסיטת בר-אילן
הפקולטה למשפטים

מבחן ב"אג'חים בשוק ההון"

מועד א'

מרצה: פרופ' דוד האן

הנחיות כלליות:

1. משך הבחינה – שעתיים. אין הארכות. תכננו את הזמן בהתאם.
2. אורך כל התשובות המבחן יחדיו לא יחרוג מארבעה (4) עמודים (1600 מילים). כל חריגה ממכסה זו לא תיקרא. תכננו את חלוקת המקום בהתאם לשאלות השונות.
3. ניתן להשתמש בכל חומר עזר.
4. מותר דפי טיוטה וכלי כתיבה

בהצלחה!

חברת צמח לישראל בע"מ ("החברה") עוסקת בייבוא קנאביס רפואי ושיווקו בישראל. לצורך כך, על החברה לשלם תשלומים שוטפים הן לספקיה בחו"ל והן להחזקת רישיון שיווק הקנאביס בארץ. בנוסף, החברה מחזיקה בישראל מפעל מחקר ופיתוח לתכשירים רפואיים מבוססי קנאביס.

לצורך מימון המחקר והפיתוח של החברה, ביום 1.1.22 נטלה החברה הלוואה מבנק אשראי בששון בע"מ ("הבנק") בסך של 10,000,000 דולר ארה"ב, עם תאריך פירעון של 1.1.26. להבטחת זכותו של הבנק, שעבדה לו החברה את כל חובות הלקוחות שיהיו ללקוחותיה חבים לה, תוך שהיא מפרטת בהסכם ההלוואה והשעבוד את רשימת שמות הלקוחות הרלוונטיים (ובכללם לקוח ישראלי בשם **רפואה ירוקה**). השעבוד נרשם כדין אצל רשם החברות.

ביום 1.12.23, שיווקה חברה משלוח קנאביס בהיקף של 500,000 דולר ארה"ב ללקוח ישראלי שלה בשם **רפואה ירוקה**, לתשלום תוך 90 יום. לנוכח מצוקת מזומנים שהחברה נקלעה אליה, ביום 1.1.24 השיגה החברה מימון בסך 400,000 דולר ארה"ב מחברת פיננסים בניכיון בע"מ ("ניכיון"), כנגד המחאת זכותה לתשלום כלפי רפואה ירוקה. לפי ההסכם עם **ניכיון**, כל סכום שהחברה תגבה מ**רפואה ירוקה** היא מתחייבת להעבירו מיד לאחר מכן לידי ניכיון. בנוסף, נאסר על **ניכיון** להעביר את זכויותיה, כנמחה, לידי כל אדם אחר.

המימון מניכיון לא הצליח לאושש את החברה ולחלצה מקשייה הכספיים, ולבסוף, ביום 2.4.24 נפתח לחברה הליך חדלות פירעון ומונה לה נאמן (לשעבר כונה הנאמן "מפרק").

1. הבנק וניכיון מבקשים לקבל לידיהם את התשלום שיגבה הנאמן מ**רפואה ירוקה**. **מי מהם זכאי לסכום זה?**

2. **התשתנה תשובתך לשאלה 1 אם יתוסף הנתון הבא:** הסכם ההלוואה והשעבוד עם הבנק אסר על החברה להעביר או לשעבד את חובות הלקוחות המשועבדים לבנק לכל אדם אחר ללא הסכמת הבנק?

3. הנח כי הבנק אינו בתמונה של גביית הכספים המגיעים מ**רפואה ירוקה** (הבנק מצא לו נכסים משועבדים אחרים שמהם הוא ייפרע). הנאמן טוען כי **ניכיון** אינה זכאית לבדה לכספים שהוא יגבה מ**רפואה ירוקה**. לדבריו: "גם נושים אחרים של החברה זכאים יחד עימה לחלק בכספים אלה". **נתח את טענתו! האם צודק הנאמן בטענתו?**

4. בהמשך לשאלה 3 – עתה הנח עוד כי ניכיון העבירה, בתמורה, את זכותה לכספי רפואה ירוקה שתגבה החברה לידי חברת גביה ללא פשרות בע"מ ("גביה"). מלבד טענתו שבשאלה 3 לעיל, וללא קשר אליה - הנאמן מתנגד להכיר בכלל בגביה וטוען שאין לה כל זכות בת תוקף שהגיעה לידיה. **נא השב לו מטעמה של גביה!**

בהצלחה!!

(1) הלוואה מבנק אשראי בששון בע"מ-

לפי ס' 4 לחוק המשכון, שכלול שעבוד יוצר זכות כלפי צדדים שלישיים. ברירת המחדל של הרישום הינו רישום ברשם המשכונות, אך לפי ס' 4(1) דין ספציפי גובר על דין כללי. לפי ס' 178 לפקודת החברות, שעבוד נכס של חברה מצריך רישום ברשם החברות, אין צורך גם בחברות וגם במשכונות. ביחס למועד הרישום, בהתאם לס' 179 לפקודת החברות, העברת המסמכים לרשם תיעשה תוך 21 ימים מיום יצירת ההסכם, ויהיה תקף מיום יצירתו ולא מיום רישומו (פס"ד ניירגרף). שעבוד משוכלל נותן יתרון מול החייב וגם מול נושים אחרים, כך שיש לנושה עדיפות על פני צד ג', והוא מקנה זכות קניינית בנכס של החייב.

שעבוד קבוע יותר נוקשה, וקושר ידיו של החייב, לעומת זאת, שעבוד צף נותן גמישות לחייב ביחס לנכסים. בעניינינו, השעבוד הינו עבור חובות הלקוחות של החברה. במידה והשעבוד יחול על המלאי העסקי של החברה, החברה לא תוכל להזרים אליה מזומנים, ותתקשה לפרוע את החוב.

האם מדובר בשעבוד צף או קבוע? (מבחיני פס"ד בנק קרידט) (1) כינוי הצדדים-אין נתונים.

(2) סוגו ומאפייניו של הכנס המשועבד-נכס קבוע ויציב מבחינת החייב, מהווה שעבוד קבוע. אך, נכס מתחלף מהווה שעבוד צף. בדבר"כ נכסים עתידיים ייחשבו כשעבוד צף, אך ניתן לקבוע שנכס עתידי יהיה שעבוד קבוע, אך זה תלוי בשקלול שאר הרכיבים. במקרה דנן, ניתן לטעון כי חובות הלקוחות מהווה נכס קבוע מאחר ומדובר בלקוחות קבועים של החברה. מנגד, ניתן לטעון כי מדובר בשעבוד צף מאחר ומדובר בנכסים עתידיים וכי מדובר בנכס מתחלף.

(3) מידת חופש הפעולה של החייב בנכס-בשעבוד צף אין לנושה שליטה בנכס.

(4) מידת מסוימות של הנכסים המשועבדים-אם הנכס במשועבד הוא נכס יותר קונקרטי, מדובר בשעבוד קבוע. במקרה של מלאי ומוניטין ייחשבו כשעבוד צף, במקרה שלנו מדובר בחובות לקוחות, עניין שיש בו מחלוקת, לרוב לא מדובר בשעבוד קבוע (פס"ד א.ס.א.ר. אקורד), אך השופטת רונן בדעת מיעוט סברה שמדובר בשעבוד קבוע כי יש רשימה של לקוחות ספציפיים ואין לחייב הרשאה להשתמש בזכויות המועבדות.

לפי ס' 169(ד)-במידה ושעבוד חדש נוצר לטובת מי שממן את רכישת הנכס, השעבוד של ממן הרכישה עדיף על שעבוד צף משוכלל.

ביום 1.12.23, שיווקה חברה משלוח קנאביס בהיקף של \$500,000 ללקוח ישראלי שלה בשם רפואה ירוקה, לתשלום תוך 90 יום. לנוכח מצוקת מזומנים שהחברה נקלעה אליה, ביום 1.1.24 השיגה החברה מימון בסך \$400,000 מחברת ניכיון, כנגד המחאת זכותה לתשלום כלפי רפואה ירוקה. ניכיון-נמחה. החברה-ממחה. לקוח-חייב.

לפי ס' 6 לחוק המחאת חייבים, המחאת זכות (שינוי זהות הנושה), ניתנת ללא הסכמת החייב כל עוד לא הוסכם אחרת. במקרה דנן, הזכות המועברת משמשת בטוחה במקרה של הלוואה, אם לנושה יש נושים, אינם יכולים לגעת בזכות אם היא נמכרת לנמחה (ניכיון).

האם מדובר בעסקת מכר או בהלוואה? בהתאם לס' 2(ב) לחוק המשכון, מהות העסקה היא הקובעת באיזה סוג עסקה מדובר ללא תלות בכינוי הצדדים. נשתמת במבחנים שנקבעו בפס"ד קופאס-

(1) מבחן השליטה-כיצד הזכויות הכספיות של הלקוחות מועברות. נתון כי"כל סכום שהחברה תגבה מרפואה ירוקה היא מתחייבת להעבירו מיד לאחר מכן לידי ניכיון", כלומר החברה מעבירה את הסכום, לכן מדובר בעסקת הלוואה, אם זה עובר ישר לנמחה מדובר בעסקת מכר.

(2) מבחן הפיקוח והדיווח-לא נתון שיש דרישת דיווח ופיקוח מצד הנמחה, ככל ואין תחשב כהלוואה.

(3) מבחן נשיאת הסיכון-במידה והלקוח"רפואה ירוקה" לא יעמוד בהתחייבותו, החייב שצריך לשלם הוא החברה, וניכיון יכולה לתבוע את חובה מהחברה ללא קשר לתלשומי הלקוחות, לכן מדובר בהלוואה.

(4) זכות החזרה-הזכות לגבות את הסכף במידה והממחה לא יצליח לגבות את הסכף מהלקוח.

(5) ביטוח-אם נעשה ביטוח על הנכס אותו הנמחה מקבל, מדובר בהלוואה. בעניינינו, נאסר על ניכיון להעביר את זכויותיה, כנמחה, לידי כל אדם אחר. לפי תקנה 12 לחוק החברות, רישום השעבוד בטופס כשעבוד לא מונעת האפשרות לטעון בעתיד שמדובר בעסקת מכר, אך תמיד כדאי לעשות כן. לכן, ניתן לומר כי מדובר בשעבוד קבוע.

*אם מדובר בעסקת מכר ולממחה יש נושים, הנושים לא יכולים לגעת בנכס מכיוון שהוא בבעלות הנמחה.

המימון מניכיון לא הצליח לאושש את החברה ולחלצה מקשייה הכספיים, ולבסוף, ביום 2.4.24 נפתח לחברה הליך חדלות פירעון ומונה לה נאמן. במידה והחברה ישראלית, לפי ס' 288 לחוק חדל"פ-על דיר' ומנכ"ל החברה לנקוט באמצעים סבירים לצמצום היקף חדל"פ, במידה ולא, יישאו באחריות לנזקים שנגרמו לנושים כתוצאה מהמחדל.

הבנק וניכיון מבקשים לקבל לידיהם את התשלום שיגבה הנאמן מרפואה ירוקה. מי מהם זכאי לסכום זה?

ביום 1.1.22 נטלה החברה הלוואה מבנק בסך של \$10,000,000, עם תאריך פירעון של 1.1.26.

ביום 1.1.24 השיגה החברה מימון בסך \$400,000 מחברת ניכיון.

ביום 1.3.2024 החברה הייתה אמורה לקבל \$500,000 מהלקוח הישראלי. ביום 2.4.2024 חדל"פ.

הנאמן חותם בשם מחזיקי האג"ח מול החברה. לפי ס' 35ב הנאמן ימונה באמצעות שטר נאמנות. בהתאם לס' 1ט35 לחוק ני"ע, סמכות הנאמן להעמדה לפירעון מידי או מימוש בטוחות תהיה בהתקיימות:

(1) אירוע רלוונטי ע"פ שטר הנאמנות. שטר הנאמנות יפורש לפי פרשנות טקסטואלית (פס"ד סאני+אלבר).

(2) התקיימות אחת העילות שמפורטות בס' 1ט35(א): בעניינינו, נפתח לחברה הליך חדל"פ, הרי חלה הרעה מהותית במצבה העסקי של החברה שאינה יכולה לפרוע חובותיה, הרי חוב קודם להון.

הבנק הוא הראשון ברישום. ס' 169(ס) לפקודת החברות, שעבוד צף קודם בזמן לא גובר ולא עדיף על שעבוד קבוע.

(2) הסכם הלוואה והשעבוד עם הבנק אסר על החברה להעביר או לשעבד את חובות הלקוחות המשועבדים לבנק לכל אדם אחר ללא הסכמת הבנק.

מדובר בתניית אי שעבוד ובשעבוד צף משוכלל. לפי סיפא ס'169(ב) לפקודת החברות, נכללה הוראה מגבילה החברה לשעבוד נכסים לנושה אחר והוראה זו נרשמה ברשם החברות, שעבוד צף משוכלל יהיה עדיף על שעבוד שנוצר מאוחר יותר, גם אם מדובר בשעבוד קבוע. התנאים לשכלול שעבוד צף משוכלל: ציון במפורש בהסכם ההלוואה שמדובר בתניית אי שעבוד, רישום בטופס שמוגש לרשם החברות, רשם החברות רשם שהשעבוד משוכלל (פס"ד תשתיות ציוד). לפי פס"ד מרכז הארגזים, לא ניתן לפעול בניגוד לתניית אי שעבוד ללא קבלת אישור מהבנק.

ביחס לשעבוד של ניכיון-שעבוד שני שלגביו יש תניית אי שעבוד:
לפי ויסמן, השעבוד השני בטל ע"פ ס'6 לחוק המשכון.
לפי השופט וינגרוד, השעבוד תקף אך בעדיפות פחותה.

נושים מכניסים הוראה חוזית זו כדי לקבל שליטה בלעדית על הנכס, והיא מונעת מצד אחר לקבוע מועדי מימוש אחרים ביחס לנכס, ומונעים בכך פגם בתמורה הכלכלית שבעל השעבוד יכול לקבל.

לפי ועדת חודק, נקבעו הוראות מרכזיות בתוכן. ההסכם:
*תניות חוזיות שבתוכן יש תניות פיננסיות. *תניית אי שעבוד, היא תניה שקובעת לא לתת שעבוד חדש לצד ג'. נושים לא מובטחים יכולים לקבוע הוראה לפיה החברה לא תיתן שעבוד לצד ג'. במידה והחברה נותנת שעבוד לצד ג', השעבוד חל, אך ניתן לתבוע אותה על הפרת חוזה. *העמדה לפירעון מידי-התייחסות בשטר הנאמנות, אם יש הפרת חוזה עם נושה אחד, יתר הנושים יכולים להעמיד לפירעון מידי.

לכן, הבנק יהיה הראשון, ולאחר מכן רק אם הסכים ואם נשאר כסף ניכיון יזכה להיפרע.

3. הבנק אינו בתמונה של גביית הכספים המגיעים מרפואה ירוקה(הבנק מצא לו נכסים משועבדים אחרים שמהם הוא ייפרע). הנאמן טוען כי ניכיון אינה זכאית לבדה לכספים שהוא יגבה מרפואה ירוקה. לדבריו: "גם נושים אחרים של החברה זכאים יחד עימה לחלק בכספים אלה".
לפי פרופסור לרנר, פס"ד טקסטיל, תניית אי שעבוד נועדה להגן על הנושה הראשון בלבד ולא על יתר הנושים. לכן, אם החברה נמצאת הפירוק כאשר הנושה הראשון אדיש לשאלה ואין פגיעה בנסיובות המקרה, לא ייתכן שצד שלישי ישתמש בתניית אי השעבוד המגבילה, כדי שתגן עליו ותסייע ליתר הנושים המאוחרים ולצדדים שלישיים לדרוש עדיפות על פני הנושה השני שייצר את השעבוד השני. (הרי, לא יכולים "לרכב" על תניית אי השעבוד כדי לדרוש עדיפות).

ס'28 להצעת חוק המשכון החדש מאמצת דעתו של לרנר, לפיה אם יש תניית אי שעבוד בין החייב למובטח הראשון, והחייב משעבד בכל זאת פעם נוספת, השעבוד השני יהיה בתוקף, בלבד שקיבל הסכמת המשעבד הראשון(הבנק).

פס"ד קופאס לפי פס"ד ששון לוי, כששווי הנכס המשועבד עולה על גובה החוב לנושה המובטח, קיים ניגוד עניינים בין הנושה לבין האחראי על חדל"פ. לכן, ביהמ"ש צריך לפקח כדי שמימוש הזכות יעשה כראוי ועל מנת להשיא תמורה לכלל הנושים.
לפי ס'35 לחוק ני"ע על הנאמן לקחת את זכויות מחזיקי האג"ח כשיקול בלעדי. לפי ס'35(ד) בהתקיימות חשש סביר שהמנפיק לא יוכל לעמוד בהתחייבותו, הנאמן יבחן הנסיבות ויפעל להגנת המחזיקים.

4. הניח כי החברה אינה בהליך חדל"פ ואין לה נאמן. הנח כי ניכיון העבירה בתמורה את זכותה לכספי "רפואה ירוקה" שתגבה החברה לידי חברת גביה. נושה של החברה מתנגד להכיר בכלל בגביה וטוען שאין לה כל זכות בת תוקף שהגיעה לידיה. במקרה דנן, ר' ההמלצות של ועדת חודק לפני ההשקעה והזכות לפירעון מידי(ס'2 לעיל).
כשמדובר בשינוי זהות הנושה, מדובר בהמחאת זכות. ברירת המחדל של החוק היא שזכות ניתנת להמחאה ללא הסכמת החייב כל עוד לא הוסכם אחרת. בעניינינו, הוסכם עם ניכיון כי לא תעניק זכויות אלה לאף צד, אך היא העבירה זכותה לידי חברת "גביה". ממחה מעביר הזכות שלו כלפי החייב לנמחה.

הנושים יכולים לפנות לחוזה, ההסכם וההגנה החוזית חזקה יותר מזכות ההצעה שיש לבעלי המניות. נושה שמכניס תניה להלוואה בחוזה עומד פני עצמו ויש לקחת ממנו הסכמה כדי לבצע מהלך מסוים, לכן החוזה מהווה זכות וטו על מהלכי החברה. נכון שהחברה יכולה להפר את החוזה ולשלם פיצוי, אך זה מהווה משהו עוצמתי מאחר וזה פוגע במוניטן כאשר הרווח בהפרת חוזה קצר אווה, אך הפגיעה במוניטן קשה. זה עלול לגרור לתביעה נגזרת. בנוסף ליכולת פירעון החוב אשר מהווה אלמנט מרסן למקבלי ההחלטות.
לנושים תהיה זכות תביעה ביחס לחלוקת דיבידנדים(ס'301-313).

ר' הדין לעיל בסעיף 1 ביחס להמתח שבין עסקת מכר לעסקת הלוואה. כשהזכות המועברת משמשת בטוחה במקרה של הלוואה. אם לממחה יש נושים, אז הם לא יכולים לגעת בזכות שהועברה מהממחה לנמחה, אם הנכס נמכר לנמחה. (מבחינת פס"ד קופאס).

קרוס דיפולט-אם חברה מפרה התחייבות חוזית לא רק כלפיה אלא כלפי נושה אחר, הנושה יכול להעמיד לפירעון מידי, והחברה תהיה חייבת לדווח מיידית בהתאם לדיני ניירות ערך(פס"ד אירופה ישראל). מחזיקי האג"ח עדיין יכולים להעמיד לפירעון מידי כשיש הרעה מהותית במצבה העסקי של החברה. העמדה לפירעון מידי מובילה לקריסת החברה" נשק יום הדין". החברה תוכל למנות נאמן שיהיה אחראי על זכויות מחזיקי אג"ח(ס'35 לחוק ני"ע). והוא יכול להעמיד החברה לפירעון מידי לפי(ס'1ט35 לחוק ני"ע) כאשר במקרה דנן ישנה הרעה מהותית.

-5

(1)

שאלה 3 - חסר דיון בשאלה האם מדובר בהמחאת זכות בדרך של מכר או על דרך השעבוד.

-6

(1)

שאלה 4 - חסר - פס"ד טקסטיל ריינס.

