

[דף סיכום בחינה](#)

מזהה בחינה: 001000279378 מזהה סטודנט: 276711

שם קורס: אגרות חוב בשוק ההון

מספר שאלה	ניקוד מירבי	ציון
1	100.00	95.00

0

ציון בחינה סופי : 98.00

הבחינה הבדוקה בעמודים הבאים

אוניברסיטת בר-אילן  
הפקולטה למשפטים

מבחן ב"אג'חים בשוק ההון"

מועד ב'

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 ברוקלין ישראל בע"מ ("ברוקלין ישראל" או "החברה") היא חברה ישראלית, שהנפיקה אגרות חוב בהיקף של 2.8 מיליארד ש"ח, אשר נסחרות בבורסה בת"א. החברה משקיעה את הכספים שגייסה מהנפקת האג"ח בנדל"ן ברובע ברוקלין שבניו יורק, וזאת באמצעות הזרמתם לחברה בת מקומית אמריקאית, שבבעלותה המלאה, בשם Brooklyn USA (חברת האם וחברת הבת יכונן ביחד "קבוצת ברוקלין"). חלק מההזרמה היא כנגד קבלת מניות (הזרמה הונית) וחלק ניתנה לחברת הבת כהלוואה מברוקלין ישראל. Brooklyn USA הקימה ומנהלת 3 בנייני משרדים ברובע ברוקלין, שאותם היא משכירה לשוכרים עסקיים שונים. לשם הקמת הבניינים לקחה Brooklyn USA הלוואה של 750 מיליון דולר ארה"ב מבנק אמריקאי (1 דולר = 4 ש"ח). ההלוואה מובטחת בשעבוד על שני הבניינים הראשונים שהקימה (בניינים Alpha ו-Beta). השעבוד נרשם כדין בארה"ב.

מאז ראשית 2024, עקב סערות וטלטלות במשק האמריקאי, חווה Brooklyn USA ירידה חדה בתפוסת המשרדים וחלקים שלמים בבניינים שבבעלותה עומדים ריקים והיא אינה מצליחה להשכירם. בעקבות זאת, באפריל 2024 פנתה Brooklyn USA לברוקלין ישראל וביקשה ממנה, כבעלת המניות בה, כי תזרים לה עוד 75 מיליון דולר עד לראשית יוני 2024. לדברי Brooklyn USA, ללא הזרמה כספית זו היא צפויה להתקשות לשלם את הריבית החצי-שנתית שהיא מחויבת לשלם לבנק בסוף יוני 2024, בסך 50 מיליון דולר.

1. הינך הנאמן על אג"ח החברה ונדע לך על פניית Brooklyn USA לברוקלין ישראל. שטר הנאמנות של האג"ח של ברוקלין ישראל מורה כי לנאמן יש זכות להעמיד את חוב האג"ח לפירעון מידי אם "חלה הרעה מהותית בעסקי החברה". האם לטעמך הינך זכאי להעמיד את האג"ח לפירעון מידי? נתח (א) מבחינת הזכות המשפטית; ו-(ב) ומבחינת הכדאיות עבור מחזיקי האג"ח של החברה.

2. התשתנה תשובתך לשאלה 1 אם שטר הנאמנות קובע כי ניתן להעמיד לפירעון מידי אם "חלה הרעה מהותית בעסקי קבוצת ברוקלין"?

3. הנח כי כל אחד משלושת בנייני המשרדים של Brooklyn USA יכול להימכר ב-200 מיליון דולר. הניחו כי יתרת קרן החוב לבנק היא 500 מיליון דולר. בהנחה ש-Brooklyn USA תתפרק ושלושת הבניינים יימכרו, מהו הסכום שתיפרע ברוקלין ישראל ממכירה זו? הסבירו את החישוב.

4. האם (ואם כן – כיצד) תשתנה תשובתך לשאלה 3 אם כל ההזרמה הכספית מברוקלין ישראל ל-Brooklyn USA נעשתה בדרך של הזרמה הונית (קרי: כנגד קבלת מניות) בלבד?

בהצלחה!!

-1

תחילה אבחן את שעבודי החברה: לאגח לא נתון כי יש שעבוד. (מחזיקי האגח לפי ס' 1 לחוק החברות ולחוק ני"ע). לבנק יש שעבוד על 2 בניינים שנרשם כדין בארה"ב (ס' 4 לחוק המשכון). הבחנה בין שעבוד צפ לקבוע (בנק קרדיט+SR אקורד):

1. כינוי הצדדים - לא נתון.

2. סוג ומאפיין הנכס - 2 בניינים הם יציבים ואינם מתחלפים לכן השעבוד קבוע.

3. חופש הפעולה של החייב בנכס - האינדיקציה הכי חשובה: לחברה יש חופש פעולה ושליטה בבניינים, לכן שעבוד קבוע.

4. מידת מסוימות - 2 בניינים ספציפיים לכן השעבוד קבוע.

**זכות משפטית** - ס' 1035 לחוק ני"ע מאפשר לנאמן להעמיד לפרעון מידי בהתקיים אחד מהשניים:

1. אירוע רלוונטי ע"פ שטר הנאמנות - בשטר מתאפשר לפרוע מיידית אם חלה הרעה מהותית בעסקי החברה. מחד, ניתן לטעות שחלה הרעה מהותית מפני שחברת האם משקיעה את כספה בנדלן ב-Brooklyn שנמצאת בשליטתה המלאה. ו-Brooklyn עצמה חווה ירידה חדה בתפוסת המשרדים וחלקים שלמים בבניינים שבבעלותה עומדים ריקים ואינה מצליחה להשכירם. בנוסף, ללא הלוואה לא תוכן לשלם ריבית חצי-שנתית לבנק. מאידך, מחזיקי האגח נתנו הלוואה לחברת האם בשווי 2.8 מיליארד שח, ולא בטוח שהרעה מהותית בחברת הבת היא הרעה מהותית בחברת האם. אציין שיש לפרש את שטר הנאמנות בפרשנות טקסטואלית (פס"ד אלבר) ולא נלך אחרי כוונת הצדדים (סאני). בשטר כתוב הרעה בעסקי החברה, לא נאמר בפירוש הרעה בחברת הבת שתשפיע על חברת האם.

2. התקיימות אחת העילות בס' 3561(א):

הרעה מהותית במצבה העסקי של החברה וקיום חשש ממשי שהחברה לא תוכל לפרוע חובות - חלה הרעה מהותית בחברת הבת שעלולה להשפיע גם על חברת האם מפני שנתה לבת הלוואה שאמורה להיפרע בעתיד. בנוסף, חברת הבת לא תוכל לפרוע חובות לבנק אם לא תקבל הלוואה. אולם מכיוון שיש פיצול תאגידי לא בטוח שהרעה מהותית בחברת הבת היא הרעה מהותית בחברת האם.

האגח לא נפרעו במועד/ לא קוימה התחייבות מהותית אחרת - כרגע אין הפרות, בהמשך חברת הבת לא תוכל לשלם לבנק ללא הלוואה מחברת האם.

לא פורסם דוח כספי תוך 30 יום - לא רלוונטי.

האגח נמחקו מהבורסה - לא רלוונטי.

לדעתי לא מדובר על הרעה מהותית בחברת האם, יתרה מכך, אם חברת הבת תקבל הלוואה, היא תוכל לעמוד בהתחייבותיה ולכן לא בהכרח מצבה הרע בצורה מהותית.

בנוסף, לחברה לא כדאי להפר התחייבויות וחוזים מפני ש:

-פוגע במוניטן שלה.

-חשופה לתביעה נגדית. תביעה יכולה להיות לפי ס' 288 לחוק החדלפ המטיל אחריות על דירקטור ומנכל, עליהם לנקוט באמצעים סבירים בכדי לצמצם היקף החדלפ.

-חוב באלמנט מרסן - חשש לביצוע פעולות שיפגעו ביכולת לפרוע חובות.

-חובת דיווח מכוח ני"ע, במידה ולא מדווחת על הפרות עלולה להגיע לפלילים.

**כדאיות** - לא נתון שמחזיקי האגח מגובים בשעבוד, לכן יפרעו רק לאחר שהבנק יפרע ולפי סדר הפירעון בחוק, קרי לא בטוח שישאר לחברה כסף לפרוע לאגחים. העמדת החברה לפרעון מידי היא נשק יום הדין שימומש רק במצבי קיצון, מהלך הרסני לחברה שעשוי להוביל להתמוטטותה. לפיכך לדעתי אין כדאיות.

\*\*העברת כספים מחברת האם לבת עלולה להיחשב כחלוקה שדינה לעמוד מבחן הרווח ויכולת הפירעון, אדון בפירוט בשאלות למטה.

-2

תשובתי תשתנה מכיוון שהשטר מייחס כעת את ההרעה לקבוצת ברוקלין (חברת האם+הבת), כלומר גם הרעה בחברת הבת תאפשר העמדה לפרעון מידי. יש לפרש את שטר הנאמנות בפרשנות טקסטואלית (פס"ד אלבר) ולא נלך אחרי כוונת הצדדים (סאני). פרשנות טקסטואלית כוללת את חברת הבת.

ס' 1035:

1. אירוע רלוונטי בשטר - חלה הרעה מהותית בחברת הבת, ללא הלוואה לא תוכל לשלם לבנק, בנוסף, חווה ירידה חדה בתפוסת המשרדים וחלקים שלמים בבניינים שבבעלותה עומדים ריקים ואינה מצליחה להשכירם.

2. עילות ס' 3561(א):

הרעה מהותית במצבה העסקי של החברה וקיום חשש ממשי שהחברה לא תוכל לפרוע חובות- כמפורט לעיל בשאלה 1, חלה הרעה מהותית בחברת הבת.

האגח לא נפרעו במועד/ לא קוימה התחייבות מהותית אחרת- כרגע אין הפרות, בהמשך חברת הבת לא תוכל לשלם לבנק ללא הלוואה מחברת האם.

לא פורסם דוח כספי תוך 30 יום- לא רלוונטי.

האגח נמחקו מהבורסה- לא רלוונטי.

לדעתי חלה הרעה מהותית והאגח יהיו זכאים לפרעון מיידי. אולם, מבחינת כדאיות תשובתי לא תשתנה, מכיוון שהאגח לא מגובים בשעבוד (פירוט לעיל).

3-

החברה לקחה הלוואה ממחזיקי האגח, היא משקיעה כספים בנדלן דרך חברת הבת ובכך תפיק רווחים שמהם תוכל לפרוע את החוב. לאחר מכן **חברת האם** נתנה הלוואת בעלים לבת בסך 2.8 מיליארד. כלומר יוצא כסף מחשבון הבנק שלה בלי שמקבלת תמורה (הלוואה שבעתיד תפרע, אך כרגע מדובר **בפעולה חד צדדית** המחייבת הסכמת הנאמן). (אלבר).

אם העסקה מכר, הנושים לא יוכלו לכרסם בתמורה שלה. אולם, אם עסקה זו היא הלוואה, חברת האם אינה מובטחת ונושי חברת הבת (הבנק) יוכלו להיפרע לפניה. הבנק הוא נושה מובטח בשעבוד קבוע (ניתוח והבחנה בין שעבוד צף לקבוע לעיל בשאלה 1), לכן זכאי להיפרע ראשון. החוב שנותר כלפיו הוא 500M דולר. יש לו שעבוד על 2 בניינים בלבד, כל אחד הוא 200M דולר, סהכ 400M דולר. ל100M דולר הנותרים לא תהיה עדיפות, אלא יתחלק עם שאר הנושים הלא מובטחים ובניהם חברת האם.

בחינה האם מדובר בעסקת הלוואה או מכר (קופאס-פיננס):

מבחן השליטה- נתון שחברת האם שולטת בבת ומעבירה לה כספים ישירות, לכן נראה שמכר.

מבחן הפיקוח והדיווח- לא נתון שהאם דרשה דיווח על פעולות חברת הבת, לכן נראה שהלוואה.

מבחן נשיאת הסיכון- חברת האם נושאת בסיכון שלא תיפרע אם הבת לא תהיה רווחית, לכן נראה שמכר.

זכות החזרה- חברת האם תוכל לדרוש את הכסף שהלוותה לבת אם נכסי הבת קורסים, לכן זוהי הלוואה.

ביטוח- לא נתון שנעשה ביטוח לכן נראה שמכר.

המבחנים לא חד משמעיים ויש לשכלל את כולם, אך לפי ס' 2 לחוק המשכון, מהות העסקה רלוונטית ולא כינוי הצדדים. כאן נראה שמהות עסקה היא הלוואה ולא מכר, לא מקבלת כרגע תמורה, אלא מזרימה כספים בכדי שבעתיד תניב רווחים מפעילות חברת הבת בנדלן.

לפיכך נראה שחברת האם תפרע לאחר הבנק שייפרע כאמור קודם ב400M דולר. נשאר 200M שיתחלק בין שניה- כל אחד 100M דולר, כלומר בהמרה לשקלים החברה תקבל 400 מיליון שח (400=4\*100) ולא את הסכום המלא של 2.8 מיליארד שח.

וועדת חודק החילה על חברת אדח דרישולת ממשל תאגידיות: מינוי 2 דחצים, וועדות ביקורת ותגמול, אישור עסקאות עם בעלי עניין. בנוסף, מחוייבת בגילוי מידע באמצעות תשקיף (ס' 15+36 לני"ע), ובמינוי נאמן לאגח (ס' 35 לני"ע).

מכיוון שמדובר בהלוואת בעלים ובעסקה ממנופת (ורדניקוב), דרוש אישור עסקה עם בעלי עניין. חברת הבת נמצאת בבעלותה המלאה של חברת האם, כך שהעסקה הנל של תזרים המזומנים נגועה בעניין אישי של בעל השליטה. ס' 270(4)א קובע שעסקה חריגה של בעל שליטה בחברת אגח, תאושר לפי ס' 275 לחוק החברות: נדרש אישור בוועדת ביקורת+ אישור בדירקטוריון (ללא צורך באישור באסכ"ל). בנוסף, הוועדות צריכות לוודא שהעסקה טובה למחזיקי האגח. כאן לא נראה שהעסקה טובה להם מפני שהם לא מגובים ובמידה וחבת הבת קורסת ייפרעו תחילה מי שמגובים בשעבוד. אם הדירקטורים והמנכ"ל לא ינקטו באמצעים סבירים לצמצום החלדפ, הם חשופים לאחריות לפי ס' 288 לחוק החדלפ. הרמץ מסך גם יכולה להינתן כסעד (ס' 6).

ס' 1275ד1 קובע שיש לבדוק האם מדובר בחלוקה לפי 2 המבחנים, אולם ס' 275ד3 קובע שגם אם לא מדובר בחלוקה, יש לבחון את מבחן יכולת הפירעון. פעולה חד צדדית= חלוקה, שצריכה להיבחן ע"פ מבחני החלוקה- מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון. החברה צריכה לוודא שהעסקה לא פוגעת ביכולת הפירעון של החברה. כאמור לעיל, חברת הבת נכנסת לקשיים כלכליים לכן ייתכן שלא תוכל לפרוע לאם את החוק במלואו (2.8 מילארד שח) מה שייפגע ביכולת הפירעון שלה.

אציין שעבוד שנוצר לטובת מממן הנכס יגבר גם על נושים מובטחים של החברה בשעבוד צף משוכלל (במידה ויש כאלו)- שסלן- ס' 169ד.

4-

אם ההזרמה הונית- כנגד קבלת מניות, מדובר **בפעולה דו סטרית**. (אלבר).

אם העסקה מכר (חברת האם נותנת כסף ומקבלת בתמורה מניות) הנושים לא יוכלו לכרסם בתמורה שלה ולכן תשובתי תשתנה. אם הלוואה- יוכלו לכרסם (לעיל). ראה לעיל בחינה האם מדובר בעסקת הלוואה או מכר (קופאס-פיננס). מבחן השליטה, נשיאת הסיכון והביטוח מובילים למסקנה שמכר. ס' 2 לחוק המשכון- מהות העסקה רלוונטית ולא כינוי הצדדים. נראה שהמהות היא מכר, נותנת כסף ומקבלת מניות.

גם כאשקר מדובר בעסקת מכר ולא בחלוקה, יש לבחון שהעסקה לא תכרסם ביכולת הפירעון של החברה. מחד נראה שיכולת פרעונה לא מתכרסמת מפני שחברת האם מקבלת מניות שמהן תוכל להרוויח כסף ואף למכור אותן. מאידך, חברת הבת מתחילה לקרוס כלכלית לכן לא בטוח שהמניות שוות הרבה ואז כן נפגעת יכולת הפירעון של החברה.

בכל מקרה, אם מדובר במכר, נושה חברת הבת גם אם הם נושים מובטחים לא יוכלו לגעת בזכות חברת האם להיפרע. לכן נראה שלכאורה תוכל להיפרע משלושת הבניינים ששוויים 600M דולר. אולם לדעתי לא תוכל להיפרע לפני הבנק מכיוון שיש כאן נגיעה אישית ונראה כי פוגע באגחים וביכולת הפירעון.

-5

(1)

**שאלה 3 - תשובה חלקית בלבד - התשובה המלאה:**  
**הבנק יפרע מבניינים אלפא וביטא שמשועבדים לו**  
**- וזה יכסה לו 400 מיליון דולר. ייוותר לו חוב של**  
**100 מיליון דולר (=400 מיליון ש"ח). לאג"חים (דרך**  
**חברת האם) יש חוב של 2.8 מיליון ש"ח כלומר סה"כ**  
**חוב של 3.2 מיליארד ש"ח (בנק + הלוואת חברת**  
**האם) שייפרעו מן הבניין השלישי (הלא משועבד)**  
**ששווה 200 מיליון דולר (=800 מיליון ש"ח). זה**  
**פירעון של 25%, ולכן על ההזרמה של 2.8 מיליארד**  
**ש"ח תיפרע חברת האם (ודרכה האג"חים) - 700**  
**מיליון ש"ח.**