

דוד האן / דיני חדלות פירעון

דוד האן

דיני חדלות פירעון

מהדורה שנייה

נבו

DAVID HAHN

THE LAW OF INSOLVENCY

עריכה: עו"ד טובה אולשטיין

עיצוב עטיפה: אפי האן

אגרת החוב שבעטיפה האחורית: מתוך אוסף אינפניטי-אילים – תעודות היסטוריות

מהדורה ראשונה – התשס"ט–2009

מהדורה שנייה – הדפסה ראשונה, התשע"ח–2018 (החברה הכלכלית של לשכת עורכי הדין)

הדפסה שנייה, התש"ף–2020 (נבו הוצאה לאור)

מסת"ב 978-965-442-206-2 ISBN



זכויות היוצרים שמורות

התש"ף–2020

נבו הוצאה לאור בע"מ

ת"ד 43 צפרירים 9983000

טל' 02-9992099 ; פקס' 02-9992088

nevo@nevo.co.il

לאפי, אהבת חיי
וברגשי תודה לקב"ה, שזיכני

“עבד לווה לאיש מלווה”
(משלי כ"ב, ז)

הקדמה

מאת

פרופ' יורם דנציגר שופט (בדימוס) של בית המשפט העליון

המהדורה השנייה והעדכנית לספרו של פרופ' דוד האן – "דיני חדלות פירעון" – היא חיבור רב חשיבות בתחום מתפתח זה, המתאפיין במחקר מקיף, יסודי, מעמיק ובהיר של דיני חדלות פירעון על כל ההיבטים העיוניים והמעשיים שלהם.

ספר חדש זה מהווה תוספת מבורכת לארון הספרים המקצועי העוסק בתחום זה, וחשיבותו לא תסולא בפז לכל העוסקים בתחום, בפרט כיום, לאחר שנחקק חוק חדלות פירעון, התשע"ח-2018 (להלן: **החוק**), שאמור להחליף שורה של דברי חקיקה שהסדירו את הנושא.

על תרומתו הניכרת של המחבר לחקיקת החוק אין צורך להכביר מילים.

בספרו החדש של דוד האן ניתן למצוא ניתוח מקיף ומעמיק של התמורות, השינויים והחידושים שחלו בדיני חדלות הפירעון בעת האחרונה, בהתייחס להוראות השונות המעצבות את אופיו של ההליך, לשליטה בו ולאופן קבלת ההחלטות במסגרתו, לרבות לגבי הסוגיות שלהלן: תנאי הכניסה להליך; התוצאות המשפטיות של הליך ההבראה לסוגיו; זהותם של מקבלי ההחלטות בהליך; והאפשרות להקנות לחברה בלעדיות בהגשת תכנית הבראה וגבולותיה.

הספר כולל ניתוח יסודי של אופן אישור הסדרים ותכניות הבראה, תוך התייחסות אנליטית ופרקטית לשאלות הבאות: סיווג אסיפות הנושים; אופן חישוב הרוב הדרוש באסיפות; מעמדם של מחזיקי האג"ח; שיקול הדעת השיפוטי; וכפיית תכנית הבראה על סוג מתנגד.

ניתן למצוא בו אף ניתוח יסודי ומקיף של סדר עדיפות הפירעון העדכני לפי החוק, לרבות: השינויים בהתייחסות לחובות בדין קדימה; המהפכה בדין העדיפות של השעבוד הצף; והשינויים בחישוב שיעורי הריבית על חובות מובטחים ולא-מובטחים.

הספר כולל בחינה מקיפה של אחד מן החידושים החשובים בחוק – סוגיית חובות נושאי משרה בעת חדלות הפירעון ואחריותם האישית בנסיבות אלה, תוך התייחסות השוואתית וביקורתית לדינים המקבילים באנגליה ובארה"ב (הן הפדרלי והן זה של מדינת דלוואר) ולספרות המקצועית שם.

ספר זה בוחן את סוגיית שיקול הדעת השיפוטי בעת אישור נקודות הסיום של הליכי חדלות הפירעון, הן בהתייחס לפרט החייב והן בהתייחס לתאגיד החייב. לצד סקירה מקיפה של סוגיית מתן הפטר לפרט החייב, ניתן למצוא דיון מעמיק ומרשים בשאלת שיקול הדעת השיפוטי בעת אישור תכניות הבראה והסדרים (לרבות בסוגיית האינטרסים הלב-נשייתיים; מעמד רשויות המינהל בעת האישור; ופטור אישי לבעלי השליטה במסגרת ההסדר).

ט

י | דיני חדלות פירעון

אני משוכנע שספרו החדש של ידידי הטוב דוד יתרום תרומה של ממש לעשייה המשפטית בתחום דיני חדלות הפירעון ויסייע רבות לכל העוסקים במלאכה – שופטים, בעלי תפקיד, עורכי דין ואנשי אקדמיה, ועל כך יבורך המחבר.

קיצורים מוסכמים

- חוק ההוצאה לפועל – חוק ההוצאה לפועל, התשכ"ז-1967
- חוק החברות – חוק החברות, התשנ"ט-1999
- פקודת החברות – פקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983
- חוק חדלות פירעון – חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018
- הצעת חוק חדלות פירעון – הצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ו-2016
- חוק המשכון - חוק המשכון, התשכ"ז-1967
- הצעת חוק המשכון – הצעת חוק המשכון, התשע"ה-2015
- חוק ניירות ערך – חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968
- פקודת פשיטת הרגל – פקודת פשיטת הרגל [נוסח חדש], התש"ם-1980
- תקנות הבראה – תקנות החברות (בקשה לפשרה או הסדר), התשס"ב-2002
- תקנות הפירוק – תקנות החברות (פירוק), התשמ"ז-1987
- תקנות פשיטת הרגל – תקנות פשיטת הרגל, התשמ"ה-1985
- דו"ח ועדת אנדרון – דוח הוועדה לבחינת הסדרי חוב בישראל (נובמבר 2014)

תוכן עניינים מקוצר

הקדמה – מאת פרופ' יורם דנציגר – שופט (בדימ') של בית המשפט העליון.....	ט
קיצורים מוסכמים.....	יא
הקדמה – מאת פרופ' דוד האן – למהדורה השנייה.....	לז

שער ראשון – חלק כללי

פרק ראשון: יסודות.....	3
פרק שני: השחקנים המשתתפים.....	41
פרק שלישי: תכליתם של דיני חדלות פירעון.....	59
פרק רביעי: דיני חדלות פירעון הנוהגים בישראל.....	109
פרק חמישי: המשק הכלכלי בישראל ערב המשבר הפיננסי העולמי.....	155
פרק שישי: המשבר הפיננסי העולמי והשפעתו בישראל.....	167

שער שני – שליטה וקבלת החלטות

פרק שביעי: ייזום הליכים על ידי נושה.....	185
פרק שמיני: ייזום הליכים על ידי החייב.....	229
פרק תשיעי: השליטה בהליך של חדלות פירעון.....	273
פרק עשירי: בקרת השליטה בהליך של חדלות פירעון.....	313
פרק אחד-עשר: חלופות מוצעות לבית המשפט: חדלות פירעון בניצוחם של נושים.....	329

שער שלישי – שימור הנכסים והפעלתם

פרק שנים-עשר: עיכוב הליכים והגנה הולמת.....	355
פרק שלושה-עשר: ביטול פעולות שהתקיימו ערב ההליך.....	405
פרק ארבעה-עשר: חוזים נמשכים.....	445

יג

שער רביעי – סדר הפירעון

481.....	פרק חמישה-עשר: עיקרי יסוד בפירעון חובות
519.....	פרק שישה-עשר: שעבוד נכסים
565.....	פרק שבעה-עשר: עדיפות התלויה בנכס מוחשי
607.....	פרק שמונה-עשר: קיזוז חובות
625.....	פרק תשעה-עשר: נושים בעל כורחם

שער חמישי – שמיטת חובות לבני אדם

661.....	פרק עשרים: פירעון טרם שמיטה
677.....	פרק עשרים-ואחד: שיקול הדעת השיפוטי בשמיטת חובות

שער שישי – תכניות הבראה לחברות

697.....	פרק עשרים-ושניים: מתכונתה של הבראת חברות
719.....	פרק עשרים-ושלושה: הצבעה על תכניות הבראה
769.....	פרק עשרים-וארבעה: שיקול הדעת השיפוטי באישור תכניות הבראה
811.....	במקום סיכום - הנחיה ערכית

מפתחות

815.....	חקיקה
843.....	פסיקה
869.....	ספרות
909.....	שוונות
917.....	מפתח עניינים

תוכן עניינים מפורט

הקדמה – מאת פרופ' יורם דנציגר – שופט (בדימ') של בית המשפט העליון.....	ט
קיצורים מוסכמים.....	יא
הקדמה – מאת פרופ' דוד האן – למהדורה השנייה.....	לז

שער ראשון – חלק כללי

פרק ראשון: יסודות.....	3
א. תנאי פתיחה.....	3
1. מחסור במשאבים.....	3
(א) ריבוי תביעות.....	3
(ב) חוסר ודאות בדבר חדלות הפירעון והיקפה.....	3
2. מגוון ההעדפות המעורבות.....	5
ב. ההתמודדות המשפטית עם תנאי הפתיחה.....	10
1. התבוננות מקיפה על זכויות הנושים.....	10
(א) המשפט האזרחי הכללי ומגבלותיו.....	10
(ב) משפט יחידני – שלוש השפעות שליליות.....	12
(ג) חדלות פירעון בתורת המשחקים.....	13
(ד) מעבר לדינים רב-צדדיים.....	15
2. רגישות למגוון ההעדפות.....	18
3. זהירות בהדרת בעלי תביעות נחותות.....	19
4. התגובה המשפטית צורכת זמן.....	21
ג. מיקומם של דיני חדלות פירעון במרחב המשפטי.....	23
1. תחומי העיסוק של הדין.....	23
2. דיני חדלות פירעון – ענף משפטי עצמאי.....	25
(א) דיני חדלות פירעון ודיני חיובים.....	26
(ב) דיני חדלות פירעון ודיני קניין.....	26
(ג) דיני חדלות פירעון ודיני חברות.....	29
3. דין מהותי או דיוני.....	31
ד. נצימות מאפיינות של הענף המשפטי.....	32
1. התנגשות בין נושים לבין עצמם לעומת התנגשות בין כלל הנושים לבין החייב.....	32
2. אופן השימוש במשאבי החייב לעומת חלוקת הכספים בין הנושים.....	33
3. תזמון הפירעון לנושים לעומת שיעור הפירעון לנושים.....	35
4. דיני פירוק חברה לעומת דיני הבראת חברה.....	35
5. דיני חדלות פירעון של אישיות בשר ודם לעומת דיני חדלות פירעון של תאגיד.....	37
6. סיכום ההבחנות.....	39

41	פרק שני: השחקנים המשתתפים.....
41	א. כללי.....
41	ב. בעלי תביעה כספית.....
41	1. נושים חוזיים.....
41	(א) כללי.....
42	(ב) בנקים.....
42	(ג) מחזיקי אגרות חוב (אג"ח).....
44	2. נושים מכווח הדין.....
45	ג. בעלי עניין שאינו חוב כספי גרידא.....
45	1. עובדים.....
47	2. ספקים ולקוחות.....
48	3. המדינה.....
52	ד. החייב ובעלי המניות.....
52	1. החייב.....
54	2. בעלי המניות.....
56	ה. הגדרת השחקנים המשתתפים – פרי השקפה ערכית.....
59	פרק שלישי: תכליתם של דיני חדלות פירעון.....
59	א. כללי.....
61	ב. יעדי יעילות כלכלית.....
62	1. הדור הראשון לגישה הכלכלית.....
62	(א) הגישה – יעילות ההליך הקיבוצי.....
67	(ב) ביקורת הגישה.....
67	(1) ההנחה בדבר יעילות הדין הכללי אינה מוכחת.....
69	(2) הסיווג לדינים חיצוניים ולדיני חדלות פירעון אינו משכנע.....
70	(ג) הסתייגויות מעשיות.....
70	(1) התעלמות מן המורכבות שבניהול ההליך ובייזומו.....
71	(2) התבססות על חלוקה בין משטר פדרלי למדינתי.....
73	2. דור הביניים לגישה הכלכלית.....
73	(א) הגישה – תקיפת הליך ההבראה.....
75	(ב) ביקורת הגישה.....
76	3. הדור השני לגישה הכלכלית.....
76	(א) הגישה – ההליך הקיבוצי כדין מרשה.....
79	(ב) ביקורת הגישה.....
80	(1) הנושה אינו משיא את היעילות הכללית.....
81	(2) החייב אינו משיא את היעילות הכללית.....
82	(3) ספקות בדבר הוזלת גיוס ההון.....
83	(4) פערי מיקוח עלולים להטות את ההתניה החוזית.....
83	(ג) חוסר הצורך באימוץ הגישה בישראל.....
87	ג. יעדים חברתיים.....
88	1. פירוט היעדים.....

88	(א) חלוקה הוגנת בין הנושים.....
89	(ב) הבטחת תעסוקה ראויה לעובדי החברה.....
91	(ג) צמצום הנטל על הקופה הלאומית.....
92	(ד) דאגה ללקוחות החברה.....
93	(ה) דאגה לספקים התלויים בהמשך קיום החברה.....
93	(ו) חילוץ בעלי מניות בעסקים קטנים ובינוניים.....
95	2. הגנת בעלי מניות לעומת הגנת העובדים – הגנה לסירוגין.....
95	3. ביקורת הגישה החברתית.....
96	(א) היעדר קו חשיבה עקיב.....
97	(ב) פגיעה בצמיחה הכלכלית הכללית.....
98	4. תשובות הגישה החברתית.....
99	ד. אימוץ גישה מאוזנת.....
99	1. הצגת הגישה.....
104	2. משמעויות הגישה.....
104	(א) זהירות בציווי על פירוק.....
105	(ב) דחייתה של גישת הדין המרשה.....
105	(ג) רגישות לעניין העובדים בהליכי הבראה.....
106	(ד) רגישות לעניין בעלי המניות בחברות משפחתיות בהליכים של חדלות פירעון.....
106	ה. שמיטת חובות לחייבים בשר ודם.....

פרק רביעי: דיני חדלות פירעון הנוהגים בישראל..... 109

109	א. מבוא.....
110	ב. מילון מושגים.....
110	1. חדלות פירעון.....
112	(א) המבחן המאזני.....
113	(ב) המבחן התזרימי.....
115	(ג) ההגדרה בחוק חדלות פירעון.....
116	2. צו לפתיחת הליכים.....
118	3. הליך של חדלות פירעון לחייב בשר ודם.....
118	4. חייב מוגבל באמצעים.....
122	5. פירוק תאגיד.....
123	6. הבראת תאגיד.....
128	7. כינוס נכסים.....
131	8. בעלי תפקידים.....
133	ג. החקיקה בדבר חדלות פירעון בישראל.....
133	1. חקיקה המסדירה הליכי חדלות פירעון.....
133	(א) המסד ההיסטורי.....
134	(ב) תיקוני שנות התשעים.....
134	(1) הבראת חברה – חקיקה התחלתית.....
137	(2) שמיטת חובות בפשיטת רגל.....
138	(ג) תיקוני שנת התשע"ב-2012.....
139	(ד) חוק חדלות פירעון.....

140.....	2	חוק חסימת חשבון בנק – חסימת חשבון בנק
140.....	(א)	שעבוד נכסים
142.....	(ב)	הרמת מסך
143.....	ד.	פסיקת בתי המשפט – החשיבות שבפרשנותם
143.....	1.	פרשנות עובר לחוק חדלות פירעון
144.....	2.	פרשנות בעידן חוק חדלות פירעון
146.....	ה.	משפט משווה
146.....	1.	אנגליה
147.....	2.	ארצות-הברית
151.....	3.	קנדה
152.....	4.	גרמניה
155.....		פרק חמישי: המשק הכלכלי בישראל ערב המשבר הפיננסי העולמי
155.....	א.	כללי
156.....	ב.	החברות הציבוריות בישראל
156.....	1.	המסחר במניות בבורסה בתל-אביב
157.....	2.	החזקות במניות החברות
159.....	3.	מימון החברות באשראי
159.....	(א)	אשראי בנקאי ריכוזי
160.....	(ב)	התפתחות מואצת של אפיקי מימון חלופיים
162.....	4.	התפלגות גיוס ההון בחברות
163.....	ג.	החברות הפרטיות בישראל
163.....	1.	עסקים קטנים ובינוניים
164.....	2.	מימון עסקים קטנים ובינוניים
164.....	(א)	בנקאות ריכוזית
164.....	(ב)	קרנות מימון לעידוד ולטיפוח העסקים הקטנים
165.....	3.	סיכויי ההישרדות של עסקים קטנים ובינוניים
167.....		פרק שישי: המשבר הפיננסי העולמי והשפעתו בישראל
167.....	א.	המשבר הפיננסי העולמי
169.....	ב.	זליגת המשבר הפיננסי לישראל
169.....	1.	הרעה זמנית של איכות האשראי הבנקאי
169.....	2.	פגיעותן של חברות הנדל"ן
170.....	3.	פגיעותם של מחזיקי אגרות החוב
171.....	4.	הסדרי החוב הגדולים
172.....	ג.	תמורות חקיקתיות בעקבות המשבר
172.....	1.	הסדרת נציגויות אג"ח
173.....	2.	משטור האשראי המוסדי – ועדת חודק
174.....	3.	הסדרה מעודכנת של פעילות נאמני האג"ח
175.....	4.	החובה בדבר מינוי מומחה לבחינת הסדר חוב בחברת אג"ח

5. השטחת הפירמידות – חוק הריכוזיות.....175

6. ועדת אנדרון.....176

7. הסדרת פעילותן של חברות דירוג האשראי.....177

ד. שוק ההון בישראל נכון לשנת 2016.....178

שער שני – שליטה וקבלת החלטות

185..... **פרק שביעי: ייזום הליכים על ידי נושה**

א. כללי.....185

ב. יוזמת נושה לפתיחתו של הליך מימושי.....188

1. אי פירעון חוב לנושה.....189

2. אי תשלום חובות בהגיע מועד קיומם.....190

3. חדלות פירעון מאזנית.....193

ג. הקלה או הכבדה על פתיחתו של הליך מימושי על ידי נושה – דיון עיוני.....193

1. שיקולים התומכים בהקלה על הגשתן של בקשות לפתיחת הליך.....194

(א) שיפור האכיפה.....194

(ב) פערי מידע באשר למצבו הכלכלי של החייב.....194

2. שיקולים התומכים בהכבדה על הגשתן של בקשות לפתיחת הליך.....196

(א) הייעוד של הליך חדלות פירעון.....196

(ב) הנזק הכלכלי של בקשות מוקדמות מדי.....198

3. מיתון החשש מפני בקשות מוקדמות מדי.....199

(א) תמריץ שלילי לנושה בוודד.....199

(ב) יכולתו של החייב להיכנס להליך הבראה.....199

ד. הגשת בקשות לפתיחת הליך מימושי בישראל – סיכום והמלצות.....201

1. העילות להגשת הבקשה.....201

2. איכות המידע הנדרש לביסוס הבקשה ומהימנותו.....203

3. הוצאות ופיצוי בנזיקין בשל בקשות סרק.....204

4. בשלות הביעתו של הנושה כתנאי לזכאותו לבקש פתיחת הליך.....205

(א) הגישה המצמצמת – נושה ודאי שחובו אינו שנוי במחלוקת.....206

(ב) הגישה המוצעת – זכאות עניינית לפי העילה.....208

(1) חדלות פירעון מאזנית או תזרימית.....208

(2) שלושה נושים או יותר המבקשים יחד.....211

(ג) סיכום.....211

ה. יוזמת נושה לפתיחתו של הליך הבראה.....212

1. הבסיס החקיקתי.....212

(א) טרם החוק.....212

(ב) חוק חדלות פירעון.....213

2. דיון עיוני.....215

(א) רקע – **אי. די. בי פיתוח** כמקרה בוחן.....215

(ב) יכולת הנושים לפתוח הליך כזרו לטיפול בנושים.....217

(ג) נבואה שלילית המגשימה את עצמה.....218

219	(ד) החשש מפני השתלטות עוינת.....
220	3. סיכום והמלצות
221	4. חובת ייזום הליך על ידי נושים
221	(א) נאמני אג"ח – מינוי מומחה לבחינת הסדר חוב.....
224	(ב) ועדת אנדרון
224	(1) נקיטת הליך והחלפת השליטה בשל אי פירעון חוב.....
224	(2) ביקורת עיונית.....
229	פרק שמיני: ייזום הליכים על ידי החייב.....
229	א. כללי.....
231	ב. תנאי הפתיחה להליך הבראה – הבסיס החקיקתי.....
231	1. טרם תיקון מס' 19 לחוק החברות
234	2. תיקון מס' 19 לחוק החברות
235	3. חוק חדלות פירעון.....
235	(א) חייב בשר ודם.....
235	(ב) מסלול מלא להבראת חברות
235	(ג) מסלול קל להבראת חברות
236	ג. מגמות השוק: זליגה אל עבר מסלולי הבראה "ידידותיים" לחייב.....
238	ד. תנאי הסף הנדרשים לפתיחת הליך הבראה – דיון עיוני.....
239	1. החשש מפני פתיחה מוקדמת מדי של הליך קיבוצי.....
239	(א) תיאור החשש.....
240	(ב) אמצעים אפשריים להרגעת החשש.....
240	(1) חדלות פירעון כתנאי סף לבקשת הבראה.....
240	(2) תום לב בהגשתה של בקשת הבראה
241	(3) הטלת אחריות אישית על נושאי המשרה בחברה
242	(4) אמצעים חוזיים-תאגידיים לשליטת הנושה בפתיחת הליך חדלות הפירעון.....
244	(ג) שיכון מערכתי של החשש.....
245	2. החשש מפני דחייה ממושכת מדי של ההליך הקיבוצי.....
245	(א) תיאור החשש.....
247	(ב) אמצעים אפשריים להרגעת החשש.....
247	(1) הותרת הנהלת החברה בתפקידה במשך הליך ההבראה.....
248	(2) אחריות משפטית בגין דחיית פתיחתו של הליך חדלות הפירעון.....
248	(3) נטילת השליטה מבעל השליטה אם לא ייפתח הליך הבראה
249	ה. אחריות נושאי משרה בעת חדלות פירעון
249	1. כללי.....
250	2. הטלת אחריות על נושאי משרה – ביקורת עיונית.....
251	3. אנגליה.....
254	4. ארצות-הברית.....
259	5. ישראל.....
259	(א) טרם חוק חדלות פירעון – ניהול עסק במרמה.....
260	(ב) חוק חדלות פירעון.....
260	(1) ניהול עסק במרמה

261	(2) החידוש: אי צמצום חדלות הפירעון
262	(3) ניתוח העילה החדשה
262	(אא) ביקורת פרשנית
262	(בב) היקף ההתפרשות של האחריות
265	ו. פתיחת הליך הבראה בישראל – סיכום והמלצות
265	1. נקודות המוצא
265	(א) זהות השולט בחברה בעת הליך ההבראה
266	(ב) הסתמכות על הנושים כיוזמי הליך של חדלות פירעון
267	2. ההמלצות
267	(א) הסרת הדרישה של חדלות פירעון כתנאי סף לבקשת הבראה
268	(ב) הגמשתן של דרישות הגילוי בפתיחת ההליך
269	(ג) הסרת הדרישה להציג תכנית הבראה כתנאי סף לבקשת הבראה
270	(ד) אחריות של נושאי משרה בעת חדלות הפירעון של חברה
270	(ה) ביטול ההפרדה בין מסלולי ההבראה השונים

פרק תשיעי: השליטה בהליך של חדלות פירעון

273	א. כללי
274	ב. מקבלי ההחלטות בחברה לפי הדין בישראל
274	1. החקיקה
274	(א) מינוי בעל תפקיד: חובה או רשות
276	(ב) המיומנות המקצועית של בעל התפקיד
278	(ג) היעדר תלות של בעל התפקיד בצדדים
280	2. פסיקת בתי המשפט
280	(א) כריכת מינויו של בעל תפקיד בהבראה עם עיכוב הליכים
281	(ב) ביקורת הפסיקה
283	ג. Chapter 11 – שליטת ההנהלה בעת הבראה
285	ד. הדפוס הרצוי לשליטה בחברה בהבראה – דיון עיוני
286	1. ייחוס חדלות הפירעון לכשלי ההנהלה
287	2. השפעת השליטה על נטיית ההנהלה ליטול סיכונים עסקיים
289	3. רמת המיומנות המקצועית של השולט והזמן הנדרש לרכישתה
290	4. השפעת השליטה על הכניסה להליך של חדלות פירעון
293	5. ריכוזיות הבעלות במניות החברה או ביזורה
297	6. ריכוזיות החובות הכספיים או ביזורם
299	ה. השליטה הרצויה בהליך הבראה בישראל
299	1. נקודות המוצא
299	(א) מבנה הבעלות במניות החברה
300	(ב) הסתברות הכניסה הרצונית להליך חדלות פירעון
300	(ג) המתווה המוצע להבראת החברה
301	2. ההמלצה – שיקול דעת שיפוטי
306	ו. השליטה בהליכים – בראיית ועדת אנדרון
306	ז. השליטה בהליכים – בראיית חוק חדלות פירעון

306.....	1. משא ומתן מוגן.....
306.....	(א) הוראות החקיקה.....
308.....	(ב) ביקורת עיונית.....
310.....	2. החובה למנות בעל תפקיד בהבראה.....
313.....	פרק עשירי: בקרת השליטה בהליך של חדלות פירעון
313.....	א. כללי.....
314.....	ב. בקרה של הנושים.....
315.....	1. אסיפות נושים.....
317.....	2. ועדת נושים.....
319.....	ג. בקרה מוסדית: הממונה על הליכי חדלות פירעון.....
319.....	1. פיקוח על בעלי התפקיד.....
319.....	(א) השפעה על מינוי בעלי תפקיד.....
320.....	(ב) דיווח לממונה.....
321.....	(ג) פסיקת שכרו של בעל התפקיד.....
321.....	2. אכיפה מינהלית.....
322.....	ד. בקרה מוסדית: בתי המשפט.....
322.....	1. ההליך השיפוטי בחדלות פירעון.....
322.....	(א) אדני הבקרה השיפוטית.....
322.....	(ב) ניהול שיפוטי של ההליך אל מול הליך לעומתי.....
323.....	2. בקרה לעומתית: אחריות אישית של בעל תפקיד.....
325.....	(א) עניין מיאב – בקרה שיפוטית קפידה.....
326.....	(ב) השגה וביקורת – רציונה של בקרה שיפוטית קפידה.....
329.....	פרק אחד-עשר: חלופות מוצעות לבית המשפט: חדלות פירעון בניצוחם של נושים
329.....	א. כללי.....
330.....	ב. תכניות הבראה מחוץ לבית המשפט.....
332.....	1. יתרונות הבראה ההסכמית.....
332.....	2. חסרונות הבראה ההסכמית.....
332.....	(א) נקיטה עצמאית של הליכים בידי נושה.....
334.....	(ב) היעדר האמצעים המשפטיים להבראה.....
334.....	(ג) הצורך בהסכמה פה אחד.....
335.....	(ד) חוסר איזון בכוח המיקוח.....
335.....	3. חוק חדלות פירעון: תמרוץ להבראה מחוץ לבית המשפט.....
335.....	(א) אמצעי התמרוץ.....
337.....	(ב) ביקורת עיונית.....
338.....	ג. פיצול תאגידים.....
340.....	ד. הסכמת נושה כתנאי לפתיחת הליך של חדלות פירעון.....
340.....	1. התניה חוזית מעיקרא על נקיטתו של הליך חדלות פירעון.....
341.....	2. הוראת דין המחייבת הסכמת נושה לפתיחת הליך.....

3. ביקורת עיונית..... 344

ה. רציות החלופות הנדונות – סיכום..... 346

ו. מימון החייב כאמצעי שליטה של נושים בהליך חדלות הפירעון..... 349

שער שלישי – שימור הנכסים והפעלתם

פרק שנים-עשר: עיכוב הליכים והגנה הולמת..... 355

א. כללי..... 355

ב. תחולת עיכוב ההליכים על חובות מובטחים..... 356

1. בעידן החקיקה המנדטורית..... 357

(א) ההבדל שבין פשיטת רגל ופירוק לבין הבראת חברה..... 357

(ב) בעיית הנציג במימוש בטוחות על ידי נושה מובטח..... 360

(ג) מיתון בעיית הנציג: הלכת ששון לוי..... 361

2. חוק חדלות פירעון..... 364

3. משפט משווה..... 365

(א) ארצות-הברית..... 365

(ב) אנגליה..... 365

4. בין ישראל לעמים..... 366

ג. הגנת נושים מובטחים – סעד ההגנה ההולמת..... 367

1. המקור לסעד ההגנה ההולמת..... 367

2. ההקשרים שבהם נדרשת הגנה הולמת..... 370

(א) עיכוב הליכים ושימוש בבטוחה..... 370

(ב) מימון חדש המגובה בבטוחה..... 371

3. אמצעים כלכליים לסיפוק הגנה הולמת..... 372

(א) תשלום במזומן, ביטוח או ערבות..... 372

(ב) יתרת שווי בבטוחה..... 373

4. השפעה על פתיחת ההליך כתחליף להגנה הולמת..... 376

5. ייחוד ההגנה ההולמת לנושים מובטחים..... 378

ד. עיכוב ההליכים וסעדים חוץ-שיפוטיים..... 380

1. הכרסום השיפוטי בעיכוב ההליכים טרם תיקון מס' 19..... 381

(א) קיזוז חיובים..... 382

(ב) ביטול חוזה שכירות והשבת המושכר..... 383

(ג) עיכבון..... 383

(ד) תניית שיור הבעלות..... 384

2. הרחבת תחולתו של עיכוב ההליכים בתיקון מס' 19..... 385

(א) ביטול חוזה שכירות והשבת המושכר..... 386

(ב) תניית שיור הבעלות..... 386

3. חוק חדלות פירעון..... 386

ה. עיכוב הליכים במשא ומתן מוגן..... 387

ו. עיכוב הליכים כלפי צדדים שלישיים..... 389

1. ערבות של בעל מניות עיקרי או מנהל בחברה 390.
- (א) האיזון בין הגבלת אחריות, ערבות אישית ושמירת חובות 390.
- (ב) הפרת האיזון – הרתיעה מפני הליכים של חדלות פירעון 394.
- (ג) השבת האיזון – הרחבת עיכוב ההליכים והחלתו על בעל מניה חדל פירעון 396.
2. ערבות בנקאית עצמאית לטובת נושה של החברה 399.
3. עובדים חיוניים – רופאי "הדסה" 404.

405 **פרק שלושה-עשר: ביטול פעולות שהתקיימו ערב ההליך**

- א. כללי 405.
- ב. העברת רכוש לידי נושה בעת חדלות פירעון 407.
 1. החקיקה המנדטורית – בחינה עיונית 408.
 - (א) יסודות העילה 408.
 - (1) חדלות פירעון של החייב 409.
 - (2) מבחן שלושת החודשים 410.
 - (3) כוונת העדפה או אילוץ העברה 413.
 - (ב) יסודותיה של עילת הביטול – מצטברים או חלופיים? 415.
 - (ג) העברת רכוש לנושה מידי צד שלישי 416.
 - (ד) העברת רכוש לנושה לטובת צד שלישי 417.
 2. חוק חדלות פירעון 419.
 - (א) חדלות פירעון תזרימית ומאזנית כאחד 419.
 - (ב) המרת מבחן הכוונה במבחן תוצאתי 420.
 - (1) המבחן התוצאתי 420.
 - (2) הגנת מהלך העסקים הרגיל 421.
 - (ג) הרחבתה של תקופת הייחוס לאחור כלפי נושה קרוב 422.
 - (ד) ביטול העברות רכוש לנושה מידי צד שלישי 422.
- ג. העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך 423.
 1. החקיקה המנדטורית – בחינה עיונית 423.
 - (א) "הענקה" לפי סעיף 96 לפקודת פשיטת הרגל 423.
 - (ב) פרשנות יסודותיו של סעיף 96 425.
 - (1) תקופת הייחוס לאחור 425.
 - (2) הוכחתה של חדלות פירעון או הסקתה ממילא 426.
 - (ג) ביטול העברה על ידי חברה בלא תמורה שוות ערך 427.
 - (1) חלוקה אסורה 429.
 - (2) הרמת מסך 429.
 - (3) ניהול עסקי החברה בתרמית 430.
 - (4) הפרת חובה של נושאי המשרה כלפי החברה 431.
 - (5) מגבלותיהן של עילות התביעה החלופיות 431.
 2. חוק חדלות פירעון 433.
 - (א) החלת העילה על כל אישיות משפטית 433.
 - (ב) קיצור משך תקופת הייחוס לאחור 433.
 - (ג) חדלות הפירעון הנדרשת 434.
 - (ד) העברת רכוש בכוונת מרמה 435.
 - (1) עילת ביטול נפרדת 435.

435.....	(2) אחריות אישית של נושאי המשרה.....
436.....	(3) דחיית שמיטת החובות.....
436.....	ד. דחיית חובות.....
437.....	1. חוב לבעל מניות או לשותף.....
437.....	(א) סעיף 6(ג) לחוק החברות.....
440.....	(ב) סעיף 152ד1 לחוק ניירות ערך.....
442.....	(ג) סעיפים 21, 51 לפקודת השותפויות.....
442.....	2. חובות לנושים שאינם בעלי מניות.....
445.....	פרק ארבעה-עשר: חוזים נמשכים.....
445.....	א. מבוא.....
446.....	ב. המשך קיומו של החוזה לאחר הפרתו.....
446.....	1. זכות הנפגע מהפרה לביטול החוזה וטעמיה.....
447.....	(א) הגנה מפני הפרה נוספת.....
447.....	(ב) הרתעה מלכתחילה מפני הפרה.....
448.....	2. חשיבותו של חוזה נמשך להבראת החברה.....
450.....	3. סיוג זכות הביטול בהפרה מחמת חדלות פירעון.....
450.....	(א) חשש מופחת מפני הפרה נוספת.....
451.....	(ב) הפרה מאונס אינה בת הרתעה.....
453.....	(ג) הסמכת בית המשפט לסייג את זכות הביטול.....
455.....	4. תיקון ההפרה כתנאי להמשך החוזה.....
457.....	(א) גישה ראשונה – אי תיקון ההפרה.....
457.....	(ב) גישה שנייה – דרישה לתיקון ההפרה.....
459.....	(ג) הגישה המוצעת – תיקון ההפרה בשלב פירעון החובות.....
461.....	5. ההסדרה החקיקתית – תיקון מס' 19 וחוק חדלות פירעון.....
461.....	(א) זכות החייב להמשיך את קיום החוזה.....
462.....	(ב) היעדר הצורך בתיקון הפרות העבר.....
463.....	(ג) המחאת זכויות שבחוזה.....
463.....	(ד) קיום חיובים שאינם ניתנים להפרדה מעשית.....
464.....	ג. המשך קיום החוזה חרף תנאי מפסיק.....
464.....	1. פתיחתו של הליך חדלות פירעון כתנאי מפסיק.....
466.....	2. התכליות שביסוד התנאי המפסיק.....
466.....	(א) מניעת פגיעה צפויה בצד שכנגד.....
466.....	(ב) הרתעה מפני כניסה נמהרת להליך של חדלות פירעון.....
467.....	(ג) הרתעה מפני ניהול בלתי יעיל עובר למצב חדלות הפירעון.....
467.....	3. חוסר תקפות של התנאי המפסיק.....
467.....	(א) ההצדקה העיונית לבטלות התנאי המפסיק.....
469.....	(ב) ההסדרה החקיקתית – תיקון מס' 19 וחוק חדלות פירעון.....
470.....	4. תוקפו של התנאי המפסיק לפי חוק הסכמים בנכסים פיננסיים.....
472.....	ד. השתחררות מן החוזה מצד בעל התפקיד.....
472.....	1. קיום חיובים חוזיים כערך יסוד.....
473.....	2. ויתור על חוזה בלא רווח בהליך של חדלות פירעון.....
476.....	3. חסינותן של זכויות קנייניות.....

שער רביעי – סדר הפירעון

481.....	פרק חמישה-עשר: עיקרי יסוד בפירעון חובות
481.....	א. כללי
484.....	ב. עקרון השוויון
485.....	1. טעמו של השוויון
485.....	(א) השוויון כמנגנון תועלתני
488.....	(ב) השוויון כמנגנון נוחיות שירי
489.....	(ג) השוויון כמנגנון חלוקה צודק
492.....	2. אופן יישומו של עקרון השוויון
492.....	(א) השיטה הנוהגת – שוויון בנתח הפירעון
493.....	(ב) שיטת פרופ' אומן – פירעון תואם "שניים אוחזין"
496.....	3. מגרעות השוויון
496.....	(א) קיטוב התחרות בין הנושים לבין עצמם
498.....	(ב) החלשת הפיקוח על התנהגות החייב עובר לחדלות הפירעון
500.....	(ג) סבילות בפתחת הליכים של חדלות פירעון ובמהלך ניהולם
502.....	ג. עקרון העדיפות המוחלטת
502.....	1. יתרונויה של העדיפות המוחלטת
504.....	(א) הוזלתן של עלויות הפיקוח הכוללות עקב יתרונות פיקוח של חלק מן הנושים
505.....	(ב) הוזלתן של עלויות פיקוח עקב ריכוז האשראי
506.....	(ג) עיצוב ההלוואה לחייב כהלוואה ריכוזית
507.....	(ד) חלוקתה של משימת הפיקוח והצבת מפקחים נפרדים לנכסים שונים
508.....	(ה) ריסון עצמי של החייב מפני מימון יתר
508.....	(ו) תגמול הנושה-המפקח בעד שירותיו
509.....	(ז) יציבות המערכת הבנקאית
510.....	2. חסרונות העדיפות המוחלטת
510.....	(א) כבילת ידי ההנהלה יתר על המידה
511.....	(ב) "הרדמת" המפקח היעיל
511.....	(ג) החצנת סיכוני חדלות הפירעון אל עבר נושים אחרים
512.....	(ד) דחייה יתרה של פתיחת הליך חדלות פירעון
513.....	(ה) חסרונות יישומיים
514.....	(1) הנהנים מן העדיפות הם דווקא הנושים מגווני הסיכונים
515.....	(2) ריכוזיות בנקאית מייתרת את חשיבות העדיפות
516.....	ד. שוויון מול עדיפות – סיכום ומסקנות
519.....	פרק שישה-עשר: שעבוד נכסים
519.....	א. כללי
522.....	ב. השעבוד הצף לפני חוק חדלות פירעון
522.....	1. שעבוד צף כייבוא מן המשפט האנגלי
525.....	2. השעבוד הצף המשופר
527.....	ג. התנאים לרכישתה של עדיפות באמצעות שעבוד

528.....	1. מרשם השעבודים – מקסם שווא
533.....	2. זהות הנושה – עדיפות למוסדות כספיים בלבד
535.....	3. קדימה בזמן כבסיס לעדיפות
537.....	ד. עיצובו מחדש של שעבוד רחב היקף
539.....	1. חסרונותיו של שעבוד רחב היקף בלתי מוגבל
539.....	(א) חסרונות יעילות
541.....	(ב) חסרונות חלוקתיים
542.....	(ג) עיוות עקב ההבחנה בין שעבוד צף לבין שעבוד קבוע
543.....	2. הצעה לעיצוב מחדש של שעבוד רחב היקף
544.....	(א) אימוץ גישה עקיבה כלפי שעבוד רחב היקף
545.....	(ב) מתן עדיפות למממן מאוחר בנסיבות מסוימות
545.....	(1) מימון רכישתו של נכס לחייב
547.....	(2) מימון הליך הבראה
548.....	(ג) שחרור נכסים הנרכשים בהליך של חדלות פירעון מן השעבוד
550.....	(ד) המרת העדיפות המלאה בעדיפות חלקית
556.....	ה. צבירת ריבית על חוב מובטח
556.....	1. הפרשנות לפני חוק חדלות פירעון
558.....	2. עניין מרדכי בנימין
560.....	ו. חוק חדלות פירעון
560.....	1. שעבוד קבוע – עדיפות מוחלטת
561.....	2. שעבוד צף – עדיפות חלקית
563.....	3. צבירת ריבית הסכמית על חוב מובטח
565.....	פרק שבעה-עשר: עדיפות התלויה בנכס מוחשי
565.....	א. כללי
567.....	ב. אשראי ספקים
568.....	1. פסיקת בתי המשפט לאורך השנים
568.....	(א) הלכת קולומבו
570.....	(ב) הלכת קידוחי הצפון
571.....	(ג) ביקורת על הלכת קידוחי הצפון
572.....	(1) רישום תניית שיור הבעלות
573.....	(2) חופש ההתניה החוזית
574.....	(אא) פרשנותה של תניית שיור הבעלות
576.....	(בב) התנגשות חופש החוזים כדיני חדלות פירעון
579.....	(3) סיכול הבראת חברות
580.....	(ד) הלכת ויטה פרי גליל
581.....	2. תניות שיור הבעלות במשפט המשווה
585.....	3. מעמד הפירעון של ספק – הצעה של שתי חלופות
587.....	(א) מתן עדיפות לספק בנוגע לתמורת הסחורה הנמכרת באשראי
588.....	(ב) מניעת עדיפות מן הספק והגדלת הפירעון לנושים לא-מובטחים
589.....	4. החקיקה

- 589..... (א) הסיווג הקנייני – חוק המכר לעומת חוק המשכון.....
- 590..... (ב) כפיפות לעיכוב ההליכים – תיקון מס' 19 לחוק החברות.....
- 591..... (ג) חוק חדלות פירעון וביקורתו.....
- 592..... ג. עיכבון.....
- 592..... 1. עדיפות העיכבון במשפט הישראלי.....
- 594..... (א) טעמי העדיפות.....
- 595..... (1) השבחת ערך הנכס.....
- 596..... (2) תקנת השוק.....
- 596..... (ב) עיכבון באין השבחה של ערך הנכס.....
- 601..... 2. עיון מחדש – זניחת עדיפותה של זכות העיכבון.....
- 601..... (א) חוסר הענייניות שבהחזקה בנכס.....
- 602..... (ב) תקנת השוק – שיקול שנופח מעבר למידותיו.....
- 604..... (ג) מניעת עדיפות מבעל העיכבון והגדלת הפירעון לנושים לא-מובטחים.....
- 605..... 3. חוק חדלות פירעון וביקורתו.....
- 607..... **פרק שמונה-עשר: קיזוז חובות**.....
- 607..... א. כללי.....
- 608..... ב. הקיזוז טרם חוק חדלות פירעון.....
- 609..... 1. קיזוז לפי חוק החוזים.....
- 610..... 2. קיזוז לפי פקודת פשיטת הרגל.....
- 612..... ג. ההצדקות לקיזוז.....
- 612..... 1. צדק והגינות.....
- 613..... 2. שיקוף החשבון הכספי האמיתי בין הצדדים.....
- 613..... 3. ייעול ההליכים לגביית החובות, פישוטם וקיצורם.....
- 613..... 4. קיזוז כתחליף לשעבוד.....
- 614..... ד. ביקורת על זכות הקיזוז.....
- 614..... 1. הגינות והדדיות בעת חדלות פירעון.....
- 617..... 2. הקיזוז משקף את החשבון הכספי האמיתי בין הצדדים.....
- 618..... 3. הקיזוז כתחליף לשעבוד.....
- 619..... ה. קיזוז לפי חוק הסכמים בנכסים פיננסיים, התשס"ו-2006.....
- 621..... ו. חוק חדלות פירעון.....
- 622..... 1. הגבלת דין הקיזוז לחובות הדדיים הנובעים ממהלך העסקים הרגיל.....
- 623..... 2. היתר לקיזוז חוב מותנה.....
- 623..... 3. שילוב המגבלה על יצירת זכות הקיזוז בדין ביטול העסקאות הכללי.....
- 625..... **פרק תשעה-עשר: נושים בעל כורחם**.....
- 625..... א. מבוא.....
- 626..... ב. הפירעון לפי הדין שקדם לחוק חדלות פירעון.....
- 626..... 1. נושים נזיקיים.....
- 626..... 2. רשויות השלטון.....

- 626..... (א) שעבוד מכוח הדין
- 627..... (ב) דין קדימה
- 628..... 3. חובות שכר לעובדים
- 629..... (א) דין קדימה
- 629..... (ב) זכאות לגמלה מן המוסד לביטוח לאומי
- 631..... 4. חוב מזונות
- 632..... 5. חובות בדין קדימה ושעבודים צפים
- 634..... ג. דיון עיוני
- 634..... 1. רשויות השלטון – מעדיפות לשוויון
- 635..... (א) היעדר יעילות במתן עדיפות
- 636..... (ב) היעדר צדק במתן עדיפות
- 638..... (ג) ביטול העדיפות באנגליה ובארצות נוספות
- 640..... 2. נושים נזיקיים – עדיפות, נחיתות או שוויון?
- 640..... (א) טענות נגד השוויון
- 640..... (1) החצנות שליליות
- 642..... (2) הגינות וצדק
- 643..... (ב) הצעות לשיפור מעמד הנושים
- 643..... (1) חבות אישית יחסית של בעלי המניות
- 643..... (2) עדיפות פירעון על פני נושים רצוניים
- 645..... (ג) הצעתי – מניעת עדיפות מנושים נזיקיים והגדלת הפירעון לנושים לא-מובטחים
- 646..... 3. שכר העובדים – מעדיפות לזכאות כלפי הביטוח הלאומי
- 646..... (א) ייחוד גמלת הביטוח הלאומי וביטול דין הקדימה לעובד
- 648..... (ב) זכאות העובד לגמלה בהבראת חברה – עניין קלאבמורקט
- 651..... (ג) ביטול דין הקדימה לטובת המוסד לביטוח לאומי
- 652..... ד. חוק חדלות פירעון
- 653..... 1. רשויות השלטון
- 653..... (א) צמצום דין קדימה למדינה ולשלטון המקומי – האמנם?
- 653..... (ב) ניכויים במקור של מס הכנסה ודמי ביטוח לאומי
- 654..... (ג) חוב מס ערך מוסף
- 654..... (ד) חובות מס שנפרסו לפני פתיחת ההליך
- 655..... 2. חובות שכר לעובדים
- 655..... (א) כללי
- 656..... (ב) זכאות לגמלת הביטוח הלאומי בהבראת חברה
- 656..... (ג) דין קדימה לשכר העבודה ולפיצויי פיטורים
- 657..... (ד) ביטול דין קדימה לתביעת השיכור של הביטוח הלאומי
- 657..... 3. חוב מזונות

שער חמישי – שמיטת חובות לבני אדם

פרק עשרים: פירעון טרם שמיטה..... 661

א. כללי..... 661

ב. דגמים אפשריים לפירעון לנושים..... 661

1. ארצות הברית – פירעון חלופי..... 662

(א) מימוש נכסים קיימים..... 662

(ב) תשלומים מהכנסות עתידיות..... 662

2. ישראל – פירעון מצטבר..... 663

ג. מימוש נכסים קיימים..... 664

1. בית המגורים..... 664

(א) הדין טרם חוק חדלות פירעון..... 664

(1) מימוש בית המגורים..... 664

(2) זכויות בן הזוג: עניין **כובשי**..... 666

(ב) חוק חדלות פירעון..... 667

2. נכסי מיטלטלין..... 670

ד. תשלומים מהכנסות עתידיות..... 670

1. טרם ועדת חריס..... 670

2. ועדת חריס..... 671

(א) הבטחת מחיה הולמת בכבוד לחייב ולבני ביתו..... 672

(ב) בחינת כושר ההשתכרות של החייב..... 673

(ג) הכנסה רעיונית מדירה בבעלות עצמית..... 673

(ד) הקצאת סל הוצאות מחיה חודשיות – מדד ה-FES..... 674

(ה) השפעת המסגרת המשפחתית על חישוב התשלום..... 675

פרק עשרים-ואחד: שיקול הדעת השיפוטי בשמיטת חובות..... 677

א. כללי..... 677

ב. שמיטת הכספים המקראית..... 679

ג. משך ההליך עד לשמיטת החובות..... 680

1. קציבת הזמן עד לשמיטה..... 680

(א) השיקול הערכי..... 680

(ב) משפט השוואתי..... 681

2. מתווה הכונס הרשמי..... 682

(א) אופק חיובי לחייב..... 682

(ב) אבני דרך מובנות עד לשמיטה..... 683

(1) בחינה כלכלית של החייב..... 683

(2) בחינתן של תביעות הנושים..... 684

(3) עמידה בתכנית הפירעון..... 685

3. חוק חדלות פירעון..... 685

ד. התנהגות החותרת תחת הזכאות לשמיטה..... 687

1. התנהגות פלילית..... 687

- 687..... (א) קנס פלילי.....
688..... (ב) פיצויים כלפי קרבן העבירה.....
690..... 2. התנהגות בלתי מוסרית.....
691..... 3. אי גילוי מידע על ידי החייב.....
692..... 4. אופן יצירת החובות: חוסר תום לב (?).....

שער שישי – תכניות הבראה לחברות

פרק עשרים-ושניים: מתכונתה של הבראת חברות..... 697

- 697..... א. דגמים נוהגים להבראת חברה.....
699..... 1. הבראה פנימית.....
699..... (א) הערכות שווי מוטות.....
701..... (ב) מיתון ההטיה: הערכת שווי מטעם בית המשפט באין הסכמה.....
702..... 2. הבראה חיצונית.....
702..... (א) סוד הקסם של הבראה חיצונית.....
705..... (ב) ביקורת על ההבראה החיצונית.....
705..... (1) ניכור לערכים חברתיים.....
706..... (2) נוקשות יתר.....
707..... (3) החשש מפני מכירות חפוזות.....
708..... (4) מגבלת מימון.....
708..... (אא) חסרון מזומנים.....
710..... (בב) החרפת המצוקה – ריכוזיות בנקאית.....
711..... ב. דגמים חלופיים להבראת חברה.....
712..... 1. הצגת ההצעות.....
712..... (א) הצעת Bebuchuk.....
713..... (ב) הצעת AHM.....
713..... (ג) הצעת Adler.....
714..... 2. ביקורת ההצעות.....
714..... (א) קשיי מימון.....
715..... (ב) חוסר המעשיות שבהצעת Adler.....
715..... 3. ההצעות בגרסאותיהן המשופרות וביקורתן.....
717..... ג. סיכום והמלצות.....

פרק עשרים-ושלושה: הצבעה על תכניות הבראה..... 719

- 719..... א. כללי.....
720..... ב. זהות הגורם המאשר – בעלי התביעות או בית המשפט?.....
721..... 1. קביעת שווי החברה בידי בית המשפט.....
723..... 2. השתתפות מלאה של כל נושי החברה ובעלי מניותיה.....
725..... ג. מספר תכניות הבראה שיועלו להצבעה.....
725..... 1. ארצות-הברית: בלעדיות להצעת החברה.....

- 726..... פסיקת בתי המשפט בישראל 2
- 727..... מתן בלעדיות להצעת החברה: דיון עיוני 3
- 727..... (א) יתרונות הבלעדיות
- 727..... (1) סדר ויעילות בקידום הבראה החברה
- 728..... (2) תמריץ לפתיחה עתית בהליך הבראה
- 728..... (ב) חסרונות הבלעדיות
- 728..... (1) מניעת תחרות
- 729..... (2) פערי מידע: הפחתת יכולת הבקרה של הנושים
- 729..... חוק חדלות פירעון 4
- 730..... הגישה המוצעת: בלעדיות מוגבלת 5
- 730..... (א) הבחנה בין הבראה פנימית להבראה חיצונית
- 730..... (1) הבראה פנימית ביוזמת החייב
- 733..... (2) הבראה חיצונית
- 733..... (ב) ביטול ההבחנה שבין שני חלקי החוק
- 734..... ד. הרוב הדרוש באסיפה מצביעה
- 735..... 1. דרישת רוב מניין
- 736..... 2. דרישת רוב בניין
- 738..... 3. הישוב הצבעת מחזיקי אג"ח
- 740..... 4. בעלי זכויות שאינם נפגעים מבחינה משפטית
- 741..... ה. סיווג נושים ובעלי מניות לצורך הצבעה
- 741..... 1. אסיפות סוג: ההצדקה העיונית
- 743..... 2. היחס ההפוך בין סיווג נפרד לסחטנות
- 744..... 3. אמצעי האיזון
- 744..... (א) סיווג מכליל
- 745..... (ב) כפייה על סוג מתנגד
- 748..... ז. טרם תיקון מס' 19: סיווג אסיפות בהיעדר כפייה
- 748..... 1. חובות מובטחים
- 750..... 2. חובות לא-מובטחים
- 750..... (א) כללי
- 752..... (ב) סדרות אג"ח
- 752..... (1) הבדלי משך חיים ממוצע (מח"מ): עניין אפריקה ישראל
- 756..... (2) אסיפות מקדימות: מדלק נדל"ן ועד אלביט הדמיה
- 760..... ז. תיקון מס' 19 וחוק חדלות פירעון: סיווג אסיפות בהתקיים כפייה
- 760..... 1. חובות מובטחים
- 761..... 2. חובות לא-מובטחים
- 761..... (א) כללי
- 762..... (ב) נושה מובטח בחסר
- 763..... (ג) סדרות אג"ח
- 763..... ח. פסילת מצביעים
- 763..... 1. נושים המחזיקים גם במניות החברה
- 765..... 2. חוסר תום לב
- 766..... (א) עניין קווי אשראי: רכישת אג"חים לשם תמיכה בבעל השליטה
- 767..... (ב) עניין גילאון: רכישת אג"חים לשם שלילת הסדר

769.....	פרק עשרים-וארבעה: שיקול הדעת השיפוטי באישור תכניות הבראה
769.....	א. כללי
770.....	ב. אישור תכנית הבראה: הגנת המתנגדים
771.....	1. הגנת המיעוט בתוך סוג
771.....	2. הגנת סוג מתנגד
773.....	(א) תמיכת רוב בניין מקרב כלל המצביעים באסיפות
773.....	(ב) תכנית הוגנת וצודקת
773.....	(1) המשפט האמריקני
774.....	(2) תיקון מס' 19 לחוק החברות
776.....	(3) חוק חדלות פירעון
776.....	(ג) חריג הערך החדש
779.....	ג. אישור הצעת רכישה שאינה הגבוהה ביותר
780.....	1. מיומנותו של המציע ויכולתו להגשים את תכנית הבראה
781.....	2. החשש מפני הגבל עסקי
784.....	3. העסקת עובדי החברה על פי תכנית הבראה
787.....	4. זכות סירוב ראשון של בעלי המניות הוותיקים
791.....	ד. מעמדן של רשויות המינהל באישור תכניות הבראה
791.....	1. כללי
793.....	2. הרשות המינהלית כנושה
793.....	3. הרשות המסדירה: הלכת רשם הקבלנים
797.....	4. חוק חדלות פירעון
797.....	5. הגישה המוצעת: התערבות בית המשפט במקרים חריגים
800.....	ה. פטור מאחריות לצדדים שלישיים בתכניות הבראה
800.....	1. כללי
802.....	2. שחרור ערבים מחבותם
805.....	3. פטור לנושאי משרה ולבעלי שליטה
805.....	(א) פטור בהבראה פנימית
807.....	(ב) פטור בהבראה חיצונית
811.....	במקום סיכום - הנחיה ערכית

מפתחות

815.....	מפתח חקיקה
815.....	חקיקה ישראלית
815.....	חוקי-יסוד
815.....	חקיקה ראשית
832.....	חקיקת משנה
833.....	הצעות חוק

834.....	תזכירי הצעות חוק.....
834.....	חקיקה ארצישראלית.....
835	חקיקה זרה
835.....	אוסטרליה.....
835.....	אנגליה
836.....	ארצות-הברית
839.....	גרמניה
840.....	ניו זילנד
840.....	קנדה
841.....	חוק לדוגמה.....
841.....	ניירות עמדה.....
843	מפתח פסיקה
843	פסיקה ישראלית.....
843.....	פסקי דין של בית המשפט העליון
852.....	פסקי דין והחלטות של בתי המשפט המחוזיים.....
863.....	פסקי דין של בתי משפט השלום.....
863.....	פסקי דין של בתי הדין לעבודה.....
863.....	החלטות הממונה על ההגבלים העסקיים.....
864	פסיקה זרה.....
864.....	ארצות-הברית
866.....	אנגליה
867.....	האיחוד האירופי.....
869	מפתח ספרות.....
869	ספרות ישראלית.....
869.....	ספרים
871.....	מאמרים.....
877	ספרות זרה.....
877.....	ספרים
880.....	מאמרים.....

909.....	מפתח שונות
909.....	מקורות המשפט העברי
910.....	עבודות לקבלת תואר דוקטור
910.....	ניירות עבודה
910.....	פרסומי רשויות השלטון והמינהל
910.....	הרשות המחוקקת
910.....	כנסת
910.....	מרכז המחקר של הכנסת
911.....	הרשות המבצעת – הממשלה ומשרדיה
911.....	הממשלה
911.....	משרד האוצר
911.....	משרד המשפטים
911.....	יחידות שלטוניות
911.....	בנק ישראל
911.....	הכונס הרשמי
911.....	הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה
912.....	הרשות לעסקים קטנים ובינוניים בישראל
912.....	רשות ההגבלים העסקיים
912.....	רשות ניירות ערך
912.....	ועדות ממשלתיות
913.....	פרסומים ציבוריים
913.....	דיווחים של חברות מדווחות
913.....	הבורסה לניירות ערך
913.....	פרסומים חשבונאיים
914.....	עיתונות
914.....	דו"חות
914.....	ניירות עבודה
917.....	מפתח עניינים

הקדמה למהדורה השנייה

כללי

מאז צאת המהדורה הראשונה של הספר חלף כמעט עשור שנים. דברי ההקדמה למהדורה הראשונה הבהירו כי הספר נכתב במקורו כמענה להיעדר ההכרה בישראל בתחום חדלות הפירעון ובמקומו המרכזי במשפט. עוד הבהירה ההקדמה שם כי הבסיס המשפטי שעליו נשען התחום הוא חקיקה נושנה ולצידה פסיקה שאינה עשירה דיה.

דברים אלה נדמים היום כעבר רחוק. דיני חדלות הפירעון קנו לעצמם שביטה כתחום עיקרי וחשוב במשפט המסחרי. בעשור שחלף התחוללו תמורות רבות וכבודות משקל במשק הכלכלי בישראל בכלל, ובתחום הקשיים הכספיים וחדלות הפירעון – בפרט. תמורות אלה הן תולדה של גורמים אחדים. גורם ראשון במעלה שהשפיע על שווקים רבים בעולם הוא **המשבר הפיננסי העולמי** שפרץ במחצית השנייה של שנת 2008. עקבותיו של משבר זה נתנו את אותותיהם גם בישראל במשך שנים אחדות. חברות גדולות במשק הישראלי, המנהלות עסקים ברחבי תבל, נאלצו להתמודד עם חובות פיננסיים בסכומים נכבדים והתקשו לפורעם או למחזרם באמצעות מימון חדש. כך נולד בישראל "גל הסדרי החוב" אשר כלל חברות דוגמת **אפריקה ישראל, דלק נדל"ן ואלביט הדמיה**. עליית קרנם של **שחקנים חדשים** בזירת החובות העסקיים חוללה אף היא תמורה בתחום חדלות הפירעון. בעשור שחלף הפציעו מחזיקי אגרות החוב כנושים נכבדים בחברות. נושים אלה נבדלים בהעדפותיהם ובדרכי התנהלותם מן הבנקים. הם אף מורכבים מתתי-קבוצות, דוגמת המשקיעים המוסדיים מזה, ומחזיקי אגרות חוב פרטיים מזה. גיוון זה הוסיף נופך לאתגר של גיבוש פתרון קיבוצי לנושיהן של חברות בקשיים. גם קרנות זרות המתמחות בהשקעה בחברות בקשיים החלו פועלות בשוק ההון הישראלי. קרנות אלה חשפו את השוק ליוזמות השתלטות על חברות בזירת חדלות הפירעון, כפי שלמדו הכול בפרשת **אי.די.בי**. ההשקעות של המשקיעים המוסדיים באגרות חוב וחשיפתם לסיכונים אי פירעון לכדו את **תשומת הלב הציבורית**. הציבור הרחב, הרשות המבצעת והרשות המחוקקת זיהו השקעות אלה כהשקעות של החסכוניות ארוכי הטווח של הציבור, ולו בעקיפין. כך קושר תחום חדלות הפירעון עם עתיד החסכוניות לגמלאות של הציבור. על כל אלה נוספו לאורך העשור קשיים כלכליים וקריסות של חברות נכבדות בשוק המקומי דוגמת **אגרוסקו, עיתון מעריב, המרכז הרפואי הדסה, דואר ישראל, רשת הקמעונאות מגה**, ועוד.

תחום הקשיים הכספיים של חייבים בשר ודם תפס אף הוא תאוצה בעשור החולף. פירות התמורה הגדולה שנזרעה בשנת התשנ"ו-1996, אשר סללה את הדרך ל**שמיטת חובות של חייב חדל פירעון**, נקטפו בעשור האחרון. עליית המודעות לזכותו של החייב לבקש את שמיטת חובותיו הצטלבה בשנת התשע"ג-2013 עם עדכון המדיניות בדבר ניהול הליכי פשיטת רגל אצל הכונס הרשמי (מדיניות זו זכתה לכינוי "**הרפורמה בפשיטת רגל**"). המדיניות המעודכנת של הכונס הרשמי, בתיאום עם בתי המשפט, החלה ליישם בפועל את הרעיון בדבר שמיטת החובות שנחקק קרוב לעשרים שנה קודם לכן. מדיניות זו הובילה חייבים רבים אל הליכי פשיטת הרגל כשהם צופים לשמיטת חובותיהם בתום ההליך. הרפורמה השפיעה כמובן גם על חייבים רבים ששהו שנים רבות בהליכי הוצאה לפועל ללא מוצא מהם. בד בבד, נדרש עדכון במדיניות האכיפה כלפי חייבים

לז

המבקשים לנצל את ההליכים שלא כהוגן, למען לא יקופחו זכויות הפירעון של הנושים של חייבים אלה.

רבות נכתב עוד במהדורה הראשונה על היותה של החקיקה בישראל בתחום חדלות הפירעון מיושנת וארכאית. חקיקה זו אתגרה את בתי המשפט ואילצה אותם לייצר פתרונות חדשניים בפסיקותיהם. המהדורה הראשונה המליצה המלצות לא-מעטות בדבר דיני חדלות הפירעון הרצויים. כל הגורמים שנמנו לעיל ואחרים חברו להם יחדיו והובילו למקבץ נוסף של פסיקות חדשניות שנתנו בתי המשפט בתחום חדלות הפירעון וליוזמות חקיקה מקיפות בתחום. חלק מן החקיקה היה מתוכנן ויזום, ונבט באופן מדוד ומחושב. כך נחקק בשנת התשע"ב-2012 **תיקון מס' 19 לחוק החברות**. תיקון זה עיבה את דיני הבראת החברות בישראל והשלים את מהלך החקיקה שהחל עוד בשנת התשנ"ה-1995, עת הוסמכו בתי המשפט לראשונה לצוות על הקפאת הליכים להגנתה של חברה המבקשת להבריא מקשייה. לצד זאת, צצו גם תגובות מינהליות וחקיקתיות למשבר הפיננסי ולגל הסדרי החוב. תגובות אלה כללו, בין השאר, את **הסדרת פעילותן של נציגויות האג"חים בידי רשות ניירות ערך**, את **תיקון מס' 18 לחוק החברות בשנת התשע"ב-2012** – אשר חייב מינוי מומחה לבחינת הסדרי חוב עם מחזיקי אג"ח – ואת **ועדת אנדרון** אשר הוקמה במשרד האוצר בעקבות פרשת אי.די.בי.

דומה כי גולת הכותרת של המפעל החקיקתי בתחום חדלות הפירעון בעשור האחרון היא חקיקתו של **חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018**. חוק ישראלי עדכני כאמור היה חזונה של המהדורה הראשונה של ספרי. אני שמח על שנפלה בחלקי הזכות להיות שותף בגיבוש החוק החדש בהתאם לתובנות שנתעצבו אצלי בשנותיי באקדמיה ולאחר מכן בשנות כהונתי ככונס הרשמי של מדינת ישראל. החוק מקיף את התחום באופן רחב ומסדירו באופן פרטני. יש לברך על מהלך חשוב זה. הוא כונס תחת קורת גג אחת את התמורות השונות, ההלכות מן הפסיקה ותיקוני החקיקה שנחקקו ברבות השנים. עם זה, לא בכל הנושאים ובכל הפרטים רואה אני עין בעין עם עמיתי ממחלקת ייעוץ וחקיקה במשרד המשפטים, שקידמו את חקיקת החוק. בעניינים שונים אנו חלוקים. במהדורה זו אתייחס בהרחבה גם לחוק החדש. החוק יידון בהתאם להקשרים ולנושאים השונים שבהם עוסק ספר זה ועל פי הסדר האנליטי של שערי ופרקיו. הדיונים יאירו את חידושי ואת תרומותיו של החוק החדש. מנגד, בנושאים שבהם אני חלוק על הוראות החוק, אשתדל לנמק את ביקורתי ולהבהיר את עמדותיי הבהר היטב.

בעשור החולף חווייתי גם **תמורה מהותית אישית**. בשנת התשע"א-2011 ארזתי בצקלוני את מטעני האקדמי, יצאתי את היכלה של האקדמיה, עטיתי את גלימת הפרקליט, עליתי ציון ובאתי בשערי הממשלה. התמנתי לכהן בתפקיד **האפוטרופוס הכללי והכונס הרשמי של מדינת ישראל**. תפקיד זה הפגישני פעם נוספת עם תחום חדלות הפירעון, אולם זאת הפעם – כמקבל החלטות וכאחראי, מבחינה מערכתית, על הגוף הממשלתי המלווה תחום זה. התנסות מעשית זו הוסיפה לי רבות ופקחה את עיניי לזוויות התבוננות נוספות על דיני חדלות הפירעון. כהונתי הממשלתית לימדתני שיעור חשוב. אינו דומה שונה פרקו מאה פעמים בתיאוריה המשפטית, למיישם משנתו מאה ואחת בחיי המעשה. אלה התנסויות שונות. כל אחת ואתגריה. התיאוריה האקדמית היא בבחינת לתור בחכמה ולחפש את האמת הצרופה. חיי המעשה עניינם בפילוס הדרכים האפשריות ובניסיונות להשכיך פתרונות צודקים, ישימים ומקובלים על הצדדים ככל הניתן. בחיי המעשה נשזרים

שיקולים רבים שרק שילובם יחד, בצירוף עם הצורך בהתפשרויות בין גישות שונות ובין העדפות שונות, מגבשים בסופו של דבר את המענה הענייני והחכם לזכויות הצדדים המתעמתים. בתום שש שנות כהונה הנני חש כי מתחולל בקרבי שקלא וטריא תמידי בין הטיעון המזוקק האקדמי לבין התבונה המעשית. אני מקווה כי תוצרי השקלא וטריא יבואו לידי ביטוי לאורכו של הספר במהדורה זו וייתנו את אותותיהם בטיעונים שיפותחו בו.

מבנה הספר

במהדורה זו, נחלק הספר לשישה שערים. השער הראשון הוא החלק הכללי ובו שישה פרקים. בשער זה יידונו יסודותיהם של דיני חדלות הפירעון ותכליותיהם. בחלק זה יוצגו השחקנים העיקריים המשתתפים בנסיבות חדלות הפירעון, העדפותיהם וכוחם היחסי. עוד יסקור חלק זה באופן כללי את הדין החל בישראל בתחום. כמו כן, יתוארו בקצרה המשק הכלכלי בישראל ושוק ההון, הן לפני המשבר הפיננסי העולמי והן בעקבותיו.

השער השני דן בשליטה וקבלת החלטות בעת ההידרדרות לחדלות פירעון של חייב. בשער זה חמישה פרקים. זירת חדלות הפירעון קוראת תיגר על מערך השליטה הנוהג אצל החייב בעתות שגרה מזה, ועל אפשרויות הפעולה של נושיו מזה. פרקי השער עוסקים באפשרויות של החייב לזיום את פתיחת ההליכים השונים של חדלות פירעון ובאפשרויות של נושיו לזיום כן. עוד יידונו זהותם של הגורמים המוסמכים לקבל החלטות בענייניו של החייב ולנהל את עסקיו ורכושו מעת שנפתח הליך של חדלות פירעון, וזהות הגורמים המפקחים על מקבלי החלטות האמורים. יוצגו חלופות ליישוב המתח שבין חייב לנושיו גם במהלכים מחוץ לבית המשפט.

השער השלישי עניינו שימור נכסי החייב והפעלתם בעת חדלות פירעונו, ושלושה הם פרקיו. פרקים אלה ידונו בעיכוב ההליכים המונע מנושים לפעול באורח עצמאי נגד החייב, בביטול פעולות שנקט החייב עובר לפתיחת ההליך ואשר עלולות לצמצם את הרכוש שייוותר לשם פירעון החובות לנושיו, ובגורל החוזים הנמשכים שקיומם תלוי ועומד בין החייב לבין צדדים שניים.

השער הרביעי, בן חמישה פרקים, עוסק בסדר פירעון החובות לנושים. ראשית, ייבחנו בחינה עיונית ההצדקות האפשריות לכלל פירעון שוויוני מול כלל פירעון טורי, לפי סדרי עדיפות. לאחר מכן ייבחנו זכויות הפירעון של נושים מובטחים, ספקים הסומכים על תניות שיור בעלות, בעלי זכות עיכובן ובעלי זכות קיזוז. לבסוף, יידונו חובות שזוכים למעמד פירעון עדיף, "חובות בדין קדימה", ובראשם חובות לרשויות השלטון.

השער החמישי הוא בן שני פרקים ועניינו שמיטת חובות לחייבים בשר ודם. שער זה יעמיק חקר במתח שבין זכויות הנושים לפירעון לבין התכלית להקל על החייבים ולזכותם בהתחלה כלכלית חדשה. פרקיו יעסקו באופני הפירעון האפשריים לנושים מתוך רכושו של החייב ומתוך הכנסותיו השוטפות ובאופן ההבניה האפשרית של קביעת התשלומים שיושתו על החייב. ליבתו היא הדין בשיקול הדעת המסור לבתי המשפט בהירשם להחליט אימתי יהיה החייב זכאי לשמיטת חובותיו, ואימתי לא.

השער השישי מתמקד בתכניות הבראה לחברות. פרקיו הם שלושה. שער זה יציג את האפשרויות השונות לגיבוש תכניות הבראה (או, בלשון העממית: הסדרי חוב) – החל מתכניות הבראה שמבוססות על מכירת הפעילות העסקית למשקיע חדש שזה מקרוב בא וכלה בתכניות הבראה שעיקרן הוא עיצוב מחודש של מבנה ההון של החברה. בשער זה יידונו שאלות נכבדות הכרוכות באופן אישור תכניות הבראה, ובכללן מיהם הזכאים להעלות להצבעה תכנית הבראה מוצעת, אופן סיווג אסיפות הנושים לצורך הצבעה על התכנית, הרוב הדרוש לאישורה, ושיקול הדעת השיפוטי באישור תכניות הבראה או בדחייתן.

תודות

מבקש אני להודות מעומקא דליבא לכבוד השופט פרופ' יורם דנציגר, חברי הטוב, על העצה הטובה לכל אורך הדרך ועל דברי ההקדמה והברכות שבהם זיכני בפתחה של מהדורה זו.

זכות נעימה לי להודות לחבריי ולעמיתיי במשרדי הכונס הרשמי שהחכימוני בשנותיי בתפקיד והעשירו בעצותיהם הטובות גם את תוכנה של מהדורה זו. בפרט יעמדו על הברכה והתודה עו"ד סיגל יעקבי, הכונסת הרשמית, עו"ד רוני הירשנזון, ד"ר איתי הס, עו"ד אורי ולרשטיין, עו"ד הדר נאות, עו"ד בנצי פיגלסון, עו"ד קרן פלפל ועו"ד אוריה שילוני.

תודה אישית לעוזרי המחקר המסורים שליווני בעבודה על מהדורה זו, גב' נעה כהן, גב' ירדן וזנבוש ומר שניאור שפירא.

מהדורה זו לא הייתה רואה אור אלמלא עבודתה המקצועית, הסבלנית והמסורה של העורכת הלשונית, עו"ד טובה אולשטיין, אשר השביחה את הכתוב לטב ולמיטב. תודתי מקרב לב נתונה לה.

תודה גדולה לעורכות הראשיות עו"ד גלית ענתר-לרון (הדפסה ראשונה) וגב' טלי פלד (מהדורה שנייה) ולמר רביב שלו על שיתוף פעולה מוצלח נוסף בהוצאה לאור של דיני חדלות פירעון. יעמדו כולם על הברכה.

המהדורה השנייה – הדפסה שנייה מעודכנת לערב כניסתו של חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי לתוקף.

דוד האן

אורנית, שבט התש"ף

מפתחות

מפתח חקיקה

(ההפניות הן למספרי הפסקאות ולהערות השוליים (בסוגריים))

חקיקה ישראלית

חוקי יסוד

(63)23.30	[חוק-יסוד: חופש העיסוק] 7
(63)23.30	[חוק-יסוד: ירושלים בירת ישראל] 7
(63)23.30	[חוק-יסוד: ה]כנסת ב42
(63)23.30	[חוק-יסוד: ה]ממשלה 44

חקיקה ראשית

(64)4.19	[פקודת ה]אגודות השיתופיות (4)39
(13)16.2	59
(11)2.10	[חוק ה]אחריות למוצרים פגומים, התש"ם-1980 1
(11)2.10	[חוק] איסור לשון הרע, התשכ"ה-1965 7
(45)7.22	[פקודת] בזיון בית משפט 6
19.9	[חוק ה]ביטוח הלאומי [נוסח משולב], התשנ"ה-1995 180
(135)19.44 , (27)19.9 , (25)19.9	182
(134)19.44 , (100)19.30 , 19.30 , (34)3.14	183-182
(27)19.9	183
(135)19.44 , (30)19.9	189
(135)19.44 , (30)19.9	192
(113)19.36 , (31)19.9	(1)192
(140)19.46 , (115)19.36 , (98)19.29 , (32)19.9	(2)234
(141)19.47	
(44)18.20 , (87)14.40	[חוק] בנק ישראל, התשי"ד-1954
(44)18.20 , (87)14.40	[חוק ה]בנקאות (רישוי), התשמ"א-1981

(181)4.55	[חוק] בתי המשפט [נוסח משולב], התשמ"ד-1984	42
(181)4.55		ה42
4.35		75
(37)10.19	[חוק ה] הגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988	2
(31)6.11		26
(29)14.15		29
(29)14.15		48
(50)8.24		פרק ז'1
(37)10.19	[חוק ל] הגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל (תיקוני חקיקה), התשע"ז-2017	
(42)5.27		19
(51)6.15		20
(50)6.15		
20.7	[חוק] הגנת הדייר [נוסח משולב], התשל"ב-1972	33
20.13 ,20.11 ,20.10 ,20.7		(א)33
(29)20.10 ,(17)20.7 ,20.7 ,(152)9.60 ,(153)8.62		(ג)33(2)
(25)20.9	[חוק] הגנת הפרטיות, התשמ"א-1981	4
(11)2.10	[חוק] הגנת השכר, התשי"ח-1958	1
19.8		19
(29)19.9 ,(27)19.9 ,(20)19.8		
(23)19.8		
1.17	[חוק ה] הוצאה לפועל, התשכ"ז-1967	(א)38
20.9 ,(19)20.7 ,20.7		(ג)38
(26)20.9		54
(96)4.24		(א)69
(44)4.16		369
(58)4.17		(א)74ט
(46)4.16		1א7
(59)4.17		2א7
(59)4.17		פרקים ב'-ה'
(28)1.13		פרק ז'1
(206)4.64 ,4.16		פרק ז'3
(46)4.16	[חוק ה] הוצאה לפועל (תיקון מס' 12), התשנ"א-1991	
(46)4.16	[חוק] המחאת חיובים, התשכ"ז-1967	1
(63)14.27		(ב)1
(6)16.2		4
1.31		
(204)4.64	[חוק ה] הסדרים במגזר החקלאי המשפחתי, התשנ"ב-1992 כללי	
(204)4.64	[חוק ה] הסדרים במשק המדינה (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב והמדיניות הכלכלית לשנת הכספים	
(29)19.9	2002), התשס"ב-2002	

6.19	[חוק ל]הסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ד-2014	
18.20 , (86)14.40 , 14.40	[חוק] הסכמים בנכסים פיננסיים, התשס"ו-2006	1
(44)18.20		1
(44)18.20 , (87)14.40	[חוק] השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994	1
(46)18.20		2
(46)18.20		2
	[חוק ה]התיישנות, התשי"ח-1958	5
(73)13.29		5
	[פקודת ה]חברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983	1
(97)4.25		1
19.12 , 19.11 , 16.9 , (25)16.7		(ב)169
16.40 , (10)15.5		(ד)169
(14)17.9 , (13)16.2		178
(115)3.48		(א)178
(13)16.2		(3)(א)178
(16)16.3		(1)(א)179
(17)16.3 , (14)16.2		(2)(א)179
(18)16.3		191
(106)4.27 , (98)4.25		194
(26)16.7 , (101)4.25		195
(33)10.17		199
(133)23.52 , (115)23.46 , 4.37 , (84)4.23		233
4.37		(1א)233
(132)4.35		(1)(1א)233
12.21		(2א)233
(65)23.31		(ב)233
(64)4.19		248
(36)7.15 , 7.14		(3)258
(86)7.43 , (73) , (72)7.37		(ב)260
(136)4.35		263
(12)13.5		265
(10)12.5		(א)265
(92)12.40 , (40)12.19 , (10)12.5 , 12.5 , (38)1.17		267
(10)12.5 , (38)1.17		269
(84)9.35		288
(33)10.17		292
(106)4.27		300
(12)9.6 , (4)9.4 , (7)7.3		(א)300
(114)4.28		(ד)300
(8)9.5		(א)307
(9)9.5		(ב)307
(33)10.17		313
(116)4.28		318
(17)10.9 , (7)9.5		348
(11)12.6 , (71)7.37		352
(10)18.5 , (170)16.56 , 12.6		353

(10)19.6 ,19.6 ,(5)19.4 ,(26)16.7 ,(7)15.4 ,(6)15.2 ,4.48	354
19.11 ,(17)19.6	(א)354
(22) ,(19)19.8 ,(12)19.6	(1)(א)354
(122)19.39 ,(66)19.21 ,(13)19.6	(2)(א)354
(18)19.6	(3)(א)354
(15)19.6	(א)(3)(א)354
(16)19.6	(ב)(3)(א)354
(12)19.6	(ג)(3)(א)354
19.12 ,19.11 ,(102)16.34 ,(8)15.4 ,(96)1.41	(ג)354
(39)19.11 ,(102)16.34	(ד)354
(14)19.6	(ה)354
(40)16.10 ,(12)13.5 ,13.5 ,(40) ,(39)1.18	355
(127)17.55	357
(10)12.5	(א)358
(41)16.10 ,(24)13.9 ,(40) ,(39)1.18	359
(105)14.44	(3)360
(106)14.44	(א)361
(107)14.44	(ב)361
(110) ,(108)14.44	365
(119)13.47 ,(100)13.38 ,(84)9.35 ,(117)8.43 ,8.43 ,(112)8.42 ,8.42	373
(99)13.38 ,8.42	(א)373
(104)13.39 ,4.51	374
4.46 ,4.25	פרק ח
(121)4.32	פרקים יא-יב
(68)4.20	פרק יג
(121)4.32	פרקים טו-יז
16.55 ,12.21 ,4.63 ,4.35	[חוק לתיקון פקודת ה]חברות (תיקון מס' 10) ,התשנ"ה-1995
(35)16.9	[חוק לתיקון פקודת ה]חברות (מס' 17) ,התשמ"א-1980
	[חוק ה]חברות, התשנ"ט-1999
(89)13.36 ,(5)13.2 ,(118)9.46 ,(6)7.3 ,(33)5.23 ,(27)5.19 ,(6)5.9 ,(22)4.6 ,(51)1.23	1
(146)13.55 ,(118)8.43 ,4.49	6
(76)21.36 ,(96)13.37 ,(165)4.49	(א)6
(94)13.37 ,(118)8.43 ,(166)4.49	(א)(1)(א)6
(167)4.49	(ב)(1)(א)6
13.37	(ב)6
(143)13.54 ,13.52	(ג)6
(66)15.24	11
(103)1.46 ,(88)1.35 ,(22)1.10	(א)11
9.65	36
(32)8.15	(ב)36
(46)7.22	48-46
(46)7.22	53
(1)9.1 ,(5)7.3 ,(48)1.23	57
(1)9.1 ,(5)7.3 ,(49) ,(48)1.23	59
(71)23.35	82
(75)23.36	85
(4)7.3	92

(150)8.61	(ב)106
(52)1.23	כ118 ,א118
(48)1.23	121
(4)7.3	(א)121
(53)1.23	(ג)121
(130)24.44	193
(149)8.61 ,(49)8.24	204
12.21	233
(113)9.42	239
(115)23.46 ,(76)23.36	(ב)239
(79)8.35	(ב)240
(130)24.44 ,(20)1.10	252
(101)13.39 ,(44)10.24	(א)252
(47)8.24	254–252
(130)24.44 ,(20)1.10	254
(101)13.39 ,(47)10.24	(א)254
(153)24.50	259
(121)8.44	(ב)259
(107)13.40	(2)261
(107)13.40	(3) ,(1)263
(52)1.23	267
(53)1.23	274
(186)23.76 ,23.76 ,(53)1.23	275
(197)23.83 ,(187)23.76 ,(115)23.46 ,(84)23.37 ,(76)23.36	(3)(א)275
(88)13.36 ,(83)13.32 ,(22)4.6	302
(22)4.6	(ב)302
(88)13.36 ,(22)4.6	303
(22)4.6	307
(122)13.48 ,(93)13.36 ,13.36	310
(91)13.36	(א)310
(91)13.36	(ב)310
(122)13.48 ,(93)13.36 ,(61)13.21	311
(63)4.18	327–314
(78)23.36	(א)320
(50)1.23	(1א)320
(115)23.46 ,(76)23.36	(ג)320
(119)23.48	321
(119)23.48	(ב)321
(79)9.34 ,(128)8.50	(א)330
(21)24.6 ,(60)23.29 ,(59)23.29	338
(84)24.30	ז'345
(84)24.30	אכ345
,8.8 ,8.6–8.4 ,7.71 ,7.54 ,7.48 ,4.50 ,4.37 ,4.23 ,(21)3.9 ,(45)2.31	350
,23.51 ,(115)23.46 ,23.37 ,12.41 ,9.6 ,8.59 ,8.16 ,8.13 ,8.10	
24.47 ,(168) ,(167)23.64 ,(133)23.52 ,23.52	
23.37 ,8.59 ,8.8 ,8.4	(א)350
(103)23.43	(1א)350
(76)12.36 ,9.53 ,(147)8.59 ,8.59 ,8.9 ,(13)8.5 ,(94)7.48 ,(132)4.35 ,(86)4.23	(ב)350
12.41	(ז)–(ב)350

(68)12.32 ,12.21	(ו)350
12.41	(ח)350
,(32)23.16 ,(18)11.12 ,(15)10.8 ,(87)4.23 ,(80)4.22	(ט)350
(5)24.2 ,(1)24.1 ,(85) ,(81)23.37 ,23.37 ,(65)23.31 ,23.31	
(58)12.29 ,(52)12.27 ,12.23 ,(21)8.9	א350
(49)9.19 ,(88)4.23	א350–טז
(92)12.40 ,(40)12.19 ,12.7 ,(41)9.16 ,(144)8.59 ,(41)8.20 ,8.10 ,8.9 ,(94)7.48	ב350
(84)17.40 ,(116) ,(115)12.51	(א)ב350
12.5	(ב)ב350
8.9	(1)ב(ב)350
12.36 ,(49)12.24 ,12.21 ,12.7	ג350
(84)17.40	(ב)ג350
(26)10.15 ,9.6 ,(40)9.15 ,(8)7.3	ד350
(16)9.7 ,(57)8.26 ,(8)7.3	(א)ד350
(54)12.28 ,(50)12.24	ה350
(40)10.22	(ב)ה350
(83)14.39	(ב)ח350
(85)14.39 ,(51)14.24 ,(112)12.50	(ג)ח350
(58)12.29	(2)ח(ג)350
(53) ,(52)14.24 ,(114)12.50	(ד)ח350
(113)12.50	(ה)ח350
(55)14.25	(ז)ח350
(61)14.27	(א)ט350
19.31 ,(10)19.6 ,(171)16.56 ,8.8 ,(179)4.51 ,4.51	ז350
(10)18.5	(א)ז350
(15)18.6 ,(59)14.26	(1)יא(ב)350
(65)14.29	(2)יא(ב)350
(121)16.42 ,(57)12.29 ,(51)12.24	(ו)יב(ד)-(ו)350
(59)12.29	(ו)יב350
(166)24.52 ,24.52 ,24.11 ,24.5 ,(15)24.4 ,(6)24.3 ,(201)23.85 ,(119)23.48 ,(15)10.8	יג350
(17)24.5	(1)יג(א)350
(24)24.7 ,24.7	(2)יג(א)350
(23)24.7	(א)(2)יג(א)350
(29)24.10	(ב)(2)יג(א)350
(164)24.52 ,(25)24.7	(ג)(2)יג(א)350
(26)24.8 ,(11)24.3	יד(ג)יג350
(134)8.56 ,7.74 ,(128)7.71 ,(44)6.14 ,(151)4.40	יח350
(137)7.75	(ב)יח350
(46)6.14	יט350
(129)7.71	(2)יט350
(129)7.71	כ350
(45)6.14	כא350
(40)10.22	כב350
(139)4.36	367
(139)4.36	(1)367
	פרק ג'
8.16	סימן א'
8.16	סימן ב'

	חלק שמיני פרק ראשון חלק תשיעי פרק שלישי סימן ב'
(63)4.18	
8.8	
(88)4.23	
(50)1.23	[חוק ה]חברות (תיקון מס' 3), התשס"ה-2005
(187)23.76	[חוק ה]חברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011
12.29	[חוק ה]חברות (תיקון מס' 17) (הבראת חברות), התשע"א-2011
, (152), (150)4.40 , 4.40 , 4.27	[חוק ה]חברות (תיקון מס' 18), התשע"ב-2012
10.10 , (18)8.8 , 7.74 , 7.72 , 7.71 , 6.14	
, 4.51 , 4.40 , (149)4.39 , 4.39 , 4.27 , 4.23	[חוק ה]חברות (תיקון מס' 19), התשע"ב-2012
, 9.65 , 9.7 , 9.6 , (144)8.59 , 8.16 , 8.15 , 8.13 , 8.10 , 8.9 , 8.8 , 8.4 , 7.71 , (94)7.48	
, 14.15 , 14.3 , 12.52–12.48 , 12.45 , 12.40 , (56)12.29 , 12.29 , 12.25 , 12.23	
, 23.48 , (115)23.46 , 23.46 , 19.31 , (15)18.6 , 16.42 , 16.36 , 14.39 , 14.27 , 14.23	
17.43–17.40 , 17.26 , (50)17.23 , 24.7 , 23.74 , 23.72 , (174)23.68 , 23.65 , 23.61 , 23.51	
(50)17.23 , 16.63 , 9.56 , (77)4.22	[חוק] חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018
(3)20.1 , (30)4.12	1
(2)21.1	(3) , (1)1
(116)13.46 , (53)13.19 , (123)8.46 , (57)7.30 , (36)7.15 , (30)7.14 , 7.14 , 4.10	2
, (54)13.19 , (60)12.29 , (52)12.27 , 12.23 , (71)7.37 , (69)7.37 , (77)4.22	4
(117)24.38 , (23)19.8 , (189)16.67 , (1)16.1 , (110)14.44 , (66)13.23	
(100)7.50 , (34)4.13	6
(29)4.11	7
(129)12.56 , (22)11.14 , (44)8.22 , (23)8.12 , (36)7.15	(1)(א)7
(42)11.24	(א)8
(22)11.14	9
(37)18.17 , (72)7.37 , (36)7.15 , (19)7.12	(א)9
(131)19.42 , (90)7.46 , (73) , (72)7.37	(ג)9
(28)4.11	10–9
(89)7.45	(א)10
(21) , (20)7.12	(1)(א)10
(68)7.36	15
(102)7.50	(א)23
(131)9.53	(ב)23
(102)7.50	24
(41)8.20	25
(76)12.36	(3)(א)25
(92)12.40 , (40)12.19 , (41)9.16 , (38)1.17	29
(76)12.36	(1)29
(115)12.51	(3)(2)29
(127)17.55	(4)29
(41)8.20	31–29
(41)14.18 , (185)12.76 , (164)12.68	30
24.42 , (41)14.18	31
(117)24.38	(א)31

(25)11.15 ,(40)9.15 ,(7)7.3	33
9.65 ,(6)9.4 ,(57)8.26 ,(106)4.27 ,(8)7.3	(א)33
(31)10.16	(ג)33
(32)9.12 ,(30)9.11	(ד)33
(40)9.15	36
(8)7.3	(ב)36
(33)9.12	37
(11)9.5	44–41
(33)10.17	(א)52
(40)10.22	59
(50)12.24	(א)61
(54)12.28	(ב)(3)(א)61
(40)10.22	(א)62
(64)21.32	(1)(ב)63
(50)12.24	64
(51)12.24 ,(40)10.22	65
(121)16.42 ,(57)12.29	(ד)65
(121)16.42 ,(57)12.29	(ה)65
(106)14.44	67
(51) ,(52)14.24	68
(83)14.39	(ב)68
(112)12.50	(ד) ,(1)(ב)70
(107)14.44	(ה)70
(113)12.50	71
(51)14.24	(ב)71
(52)14.24	(א)72–71
(114)12.50	72
(85)14.39 ,(53) ,(51)14.24 ,(19)14.12	(א)72
(55)14.25	(ב)72
18.6 ,(108)14.44	(א)74
(65)14.29 ,(59)14.26	(ב)74
(61)14.27	75
(48)23.21	(א)81
(15)10.8	83
(103)23.43	(א)84
(193)23.79	(ד)84
(82)23.37 ,(66)23.31 ,23.31 ,(18)11.12	85
(5)24.2	(א)85
(1)24.1 ,(80)4.22	86
(26)24.8 ,24.4 ,(6)24.3 ,(201)23.85 ,(120)23.48 ,(15)10.8	87
(24) ,(23)24.7	(1)87
(25)24.7 ,(164)24.52	(2)87
(22)24.6 ,(32)24.11 ,(29)24.10	(3)87
(12)24.3	88
(80)4.22	89
(75)4.22	91
(67)4.20 ,(48)1.23	92
(34)4.13	102
(22)7.12	103

(61)4.17	(א)103
(60)4.17	(ב)103
(113)1.48	104
(22)8.11	(1)(א)104
(61)4.17	(2)(א)104
(102)7.50	105
(72)7.37 ,(19)7.12	(א)109
(90)7.46 ,(73) ,(72)7.37	(ב)109
(89)7.45	(א)110
(74)7.38	(א)(1)(א)110
(102)7.50	116
(38)1.17	121
(115)12.51	(3)121
(106)4.27	(5)121
(115)4.28 ,(113)1.48	122
(41)10.22	125
(6)9.4	(א)125
(154)12.65	(2)142
(155)12.65	(3)142
(156)12.65	(4)142
(40)21.22	144
(39)21.22	153–144
(42)21.23 ,(40)21.22 ,(28)21.13 ,(27)21.12	(א)153
(42)21.23 ,(40)21.22 ,(28)21.13 ,(27)21.12 ,(61)4.17	(א)154
(61)4.17 ,(113)1.48	161
(27)21.12	163
(28)21.13	(א)163
(43) ,(42)21.23	(ב)163
(43)21.23	(ג)163
(70)21.35	(ב)(2)(ג)163
(124)13.49 ,(59)13.21	(3)(ג)163
(44)21.23	167
(125)24.43 ,(2)20.1	174
(39)4.14	176–174
(48)21.26	(1)(א)175
(62)21.31	(1)(א)176
(114)1.48	187 ,186
(193)23.79	(ב)195
(154)12.65	(12)204
(108)1.48	215–209
(34)21.18	(א)210
(68)21.33	(1)216
(38)20.14	217
(59)18.27 ,(58)18.27 ,13.19 ,(39)1.18	219
13.18	(א)219
(57)13.20	(1)(א)219
(65)13.23	(א)(1)(א)219
(54)13.19	(ב)(1)(א)219
(55)13.19	(ג)(1)(א)219

(63)13.22 ,(57)13.20 ,(54)13.19	(2)(א)219
(61)18.27 ,(69)13.25	(ג)219
(109)1.48	223–219
13.42 ,(8)13.3	220
(111)13.44	(2)(א)220
(114)13.45	(3)(א)220
(118)13.47	221
(31)4.12	229–227
20.12	229
(36)20.13	(1)(ג)229
(35)20.13	(2)(ג)229
(37)20.13	(3)(ג)229
(34)20.13	(ו)229
(102)16.34	(3) ,(2)231
(156)23.60	(6) ,(5)231
(116)12.51	(ב)231
(107)1.48	237–231
(134)23.53 ,15.2	232
(140)4.37	233
(102)16.34	(ג)233
(6)15.2	234
(121)19.38	(א)234
(122)19.39	(1)(א)234
(126)19.40	(3)(א)234
(129)19.41	(4)(א)234
(137)19.45	(5)(א)234
(138)19.45	(א)(5)(א)234
(139)19.45	(ב)(5)(א)234
(138)19.45	(ג)(5)(א)234
(181)16.60 ,(26)16.7 ,(8)15.4	(ב)234
(156)23.60	(ב)235
(192)16.67	236
(156)23.60	(1)(א)236
(190)16.67	(ג)243
(192)16.67	(ה)243
(155)4.42 ,(154)4.42 ,(46)16.10	244
(31)24.11 ,(88)17.43 ,16.63 ,(8)15.4	(2)(א)244
(168)16.55 ,(92)12.40 ,(49)12.24 ,(40)12.19 ,(32)12.14 ,12.13	245
12.21	(ב)245
(87)17.42	251
(87)17.42 ,17.42	252
(134)17.59 ,(98)17.46 ,17.46	253
(118)12.52	(2)(א)254
18.22 ,18.21	255
(54)18.25	(2)255
(49)18.21	256
(14)10.8	(ב)260
(22)10.11	(א)263
(23)10.11	(ב)263

(7)9.5	265–263
(112)1.48	278–266
(27)10.15	(א)270
(34)10.17	273
24.38	(א)279
(146)24.48 ,(172)12.70 ,(167)12.68 ,(156)4.43	280
(66)21.33 ,(30)21.16	(ד)281
(154)12.65	284
(61)13.21 ,8.46 ,8.44	288
8.45	(ב)288
(38)9.14	(1)(ב)288
(129)8.50	(2)(ב)288
(118)8.43 ,8.43	290
(121)13.48	(1)290
(123)13.48	(2)290
(66)15.24	313–301
(24)8.13 ,(32)4.12	345–318
(18)11.12	324
(113)4.27	336–328
(134)8.56 ,7.74 ,(128)7.71	329
(129)7.71	331 ,(2)330
(120)12.53 ,(152)8.62 ,(30)8.14 ,(141)7.77	345–337
(144)9.57 ,(140)9.56	(א)338
(14)11.11	339
(49)23.21 ,(151)9.60	(א)339
(155)8.62	(1)(א)339
(122)12.53 ,(145)9.58	(2)(א)339
(121)12.53 ,(147)9.58	(ב)339
(125)12.55	(4)(ב)339
(24)11.15	341
(142)9.56 ,(152)8.62	(א)341
8.9	טז350–א350
(59)4.17	(3)361
(30)19.9	(5)366
(134)19.44	(3)369
(135)19.44	(6)369
(140)19.46	(8)369
(136)19.44	377
(135)19.44	(ג)(2)377
(135)19.44	(1)(ג)(2)377
23.29 ,(47)23.21 ,23.21 ,9.56 ,(111)1.48	חלק ב'
(89)4.23	פרק ז'
(66)4.20	פרק ח'
(110)1.48	חלק ג'
	חלק ד'
13.43	פרק ב'
18.21	פרק ו', סימן ג'
(157)4.44	חלק ט'
23.29 ,23.21 ,12.53 ,(21)11.14 ,(14)11.11 ,9.56 ,(141)7.77 ,(90)4.23	חלק י'
9.56 ,(141)7.77 ,6.17	פרק ד'
(38)20.14	התוספת השנייה

17.53 , (109)17.51 , 17.51 , 17.48 , 17.44	[חוק] חוזה קבלנות, התשל"ד-1974	5
1.11	[חוק ה] חוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973	18
(177)16.58		19
(41)14.18		24
(4)18.4		25
17.17		(א)25
(28)17.17		(א)27
(68)14.30		53
18.9 , 18.5 , (9) , (7)18.4 , 18.4 , (97)12.43		(א)53
18.4 , (96)12.43		פרק ב'
(41)14.18		פרק ה'
1.11		
14.16 , 12.45 , 1.11	[חוק ה] חוזים (תרופות בשל הפרת חוזה), התשל"א-1970	3
(56)14.25		(א)7
(107)17.51 , (4)14.4		(ב)7
(107)17.51 , (178)12.74		8
(5)14.4 , (102)12.45		9
(108)17.51 , (101)12.45		17
(73)14.34 , (1)2.2		19
17.53 , (113)17.52 , 17.52 , (109)17.51 , 17.51 , 17.44		פרקים א'–ב', ג'
1.11		
(178)16.58	[חוק ה] חוזים האחידים, התשמ"ג-1982	3
20.27	[חוק] יחסי ממון בין בני זוג, התשל"ג-1973	4
20.28		
(203)4.64	[חוק] יסודות התקציב, התשמ"ה-1985	פרק ד'
(203)4.64	[חוק] יסודות התקציב (תיקון מס' 31 והוראת שעה), התשס"ד-2004	
(37)18.17	[חוק] כרטיסי חיוב, התשמ"ו-1986	10 , 9 , 8
(101)1.45	[חוק ה] כשרות המשפטית והאפוטרופסות, התשכ"ב-1962	1
17.44	[חוק] לשכת עורכי הדין, התשכ"א-1961	88
17.44	[חוק ה] מיטלטלין, התשל"א-1971	11
(92)17.45 , (105)12.46		(א)11
(107)12.46		(ד)11
(93) , (92)17.45		(ה)11
(94)17.45	[פקודת ה] מכס [נוסח חדש]	145

מפתח חקיקה | 827

17.8	[חוק ה]מכר, התשכ"ח-1968
17.44 ,(82)17.39 ,17.38 ,17.15 ,17.9 ,17.8	33
(29)18.14 ,(132)17.57 ,(38)17.18 ,(7)17.7 ,1.31	34
12.72	[חוק ה]מכר (דירות) (הבטחת השקעות של רוכשי דירות), התשל"ה-1974
(175)12.72	2
(116)3.48	(1)2
	[חוק ל]מניעת הטרדה מינית, התשנ"ח-1998
(11)2.10	6
	[פקודת] מס הכנסה [נוסח חדש], התשכ"א-1961
(30)2.22	(4)17
(40)8.20	219 ,166 ,164 ,117
(37)10.19	221
(40)8.20	א224
	[פקודת ה]מסים (גביה)
(54)19.18	8 ,5
(21)16.5	11
(4)19.4	א11
19.5	(1)א11
(9)19.5	(2)א11
(55)19.18 ,(94)17.45	12
(8)19.5 ,(4)19.4 ,(21)16.5	א12
	[חוק ה]מקרקעין, התשכ"ט-1969
(8)16.2	7
(11)17.8	(א)7
(6)16.2	(ב)7
(74)1.31 ,1.31	9
(29)18.14 ,(132)17.57 ,1.31	10
(15)20.7	(א)א40
(72)23.35	ב71
4.46	91-85
(30)10.16	(ב)126
(14)16.2 ,14.47 ,(115)3.48	(ב)127
(14)16.2 ,(115)3.48	(1ב)127
(115)3.48	[חוק ה]מקרקעין (תיקון מס' 16), התשנ"ד-1994
	[חוק ה]משכון, התשכ"ז-1967
4.47	(א)1
(51)16.13	(ב)1
(93)17.45 ,(82)17.39 ,17.38 ,17.29 ,17.15 ,(13)17.9 ,17.9	(ב)2
(93)17.45 ,(2)16.1	(א)3
(10)15.5	4
(8)16.2	(1)4
(5)16.2	(2)4
(7)16.2	(3)4
(29)18.14 ,(132)17.57	5
(15)16.3 ,(10)15.5	6

(78)16.23	(ב)6
(173)16.56	(א)7
(87)24.31	13
(116),(114)19.36	14
(13)17.9	17
(24)12.10 ,4.24	(2)17
	[חוק ה]נאמנות, התשל"ט-1979
(69)19.21	(ב)3
17.44	(ג)8
	[פקודת ה]נזיקין [נוסח חדש]
(11)2.10	63
	[חוק] ניירות ערך, התשכ"ח-1968
(118)9.46	1
(11)10.7 ,(133)7.72 ,(36)6.13	ב35
(39)6.13	1ג35 (ה), (ד)
(92)23.40	135 (א)3
(11)10.7 ,(38)6.13	ח35
(139)7.77	ח35 (ב2)
(90)23.40	ח35 (ב)
(91)23.40	ט35 (א)
(92),(90)23.40	1ט35 (א)
(38)6.13	י35
(86)23.38	יב35
(40)6.13	יב35
(89)23.40 ,(73)23.35	יב35
(75)23.36	יב35
(44)18.20 ,(87)14.40	46
(71)23.35	ב46
(29)6.10	א52-52ח
(50)8.24	יא52 (ב)
13.56 ,13.55	יד52
(150)13.56	יד52 (ב)2
(62)16.16	יא53 (א)4
(8)2.8	סימנים ב', ג'
(70)23.34 ,(69)23.33 ,(133)7.72	פרק ה'1
(37)10.19	פרקים ח'3, ח'4
(37)6.13	[חוק] ניירות ערך (תיקון מס' 50), התשע"ב-2012
(37)6.13	[חוק] ניירות ערך (תיקון מס' 51), התשע"ב-2012
	[חוק ה]ספנות (כלי שיט), התש"ך-1960
(11)16.2	60
(37)10.19	[חוק ה]עבירות המינהליות, התשמ"ו-1985

	[חוק ה] עונשין, התשל"ז-1977	
(46)21.25	ג40, ב40	
(49)21.28	77	
(62)16.16	424(א)(ג)	
	[חוק ל] עידוד מחקר ופיתוח בתעשייה, התשמ"ד-1984	
(97)24.34	21	
(97)24.34	47(ב)	
	[פקודת ה] עיריות [נוסח חדש]	
(57)19.18, (94)17.45	324(א)	
	[חוק ה] עמותות, התש"ם-1980	
(65)4.19	49	
(84)24.30, (65)4.19	58	
	[חוק ה] ערבות, התשכ"ז-1967	
(173)12.71	7	
(114)19.36, (134)13.52, (48)13.16, (177)12.73, (70)7.37, (47)2.31	9	
(116)19.36	12	
(177)12.73, (173)12.71	16	
	[חוק] עשיית עושר ולא במשפט, התשל"ט-1979	
(114)19.36	4	
	[חוק ה] פטנטים, התשכ"ז-1967	
(16)16.3, (9)16.2	90	
	[חוק] פינוי ובינוי (פיצויים), התשס"ו-2006	
(63)23.30	2	
19.8	[חוק] פיצויי פיטורים, התשכ"ג-1963	
(24), (23)19.8	27	
(44)18.20, (87)14.40	[חוק ה] פיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981	
(44)18.20, (87)14.40	[חוק ה] פיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005	
	[חוק] פסיקת ריבית והצמדה, התשכ"א-1961	
16.54	4	
(122)4.32, (49)4.16	[פקודת] פשיטת רגל [נוסח חדש], התש"ם-1980	
17.52, (98)17.46, (1)16.1, (12)12.6	1	
(54)19.18	2	
(12)18.6, (72)13.27	5	
(8)8.4	17(ב)	
(49), (48)4.16, 4.16	18	
(68)21.33, (64)21.32	18ה(א)(2)	
(56)4.16, (1)3.1	18ה(א)(3)	
(205)4.64	19א	
(114)4.28, (40)12.19, 12.5, (38)1.17	20	
(92)12.40, 12.5	20(א)	
(168)16.55, 12.6, (21)3.9	20(ב)	

(62)21.31	(2) ,(1)(א)22
(26)10.15 ,(116)4.28	23
(205)4.64	41–39
(37)21.20	42
(155)12.65	(א)א42
(156)12.65	(ב)א42
(114)4.28	44
(106)4.27	45
(26)10.15	(ג)45
(110)19.34	52
(143)4.38 ,(56) ,(48)4.16 ,4.16	(ב)55
(66)21.33 ,(30)21.16	(ב)56
(123)4.32	(ג)56
(154)12.65	א57
(66)21.33 ,(30)21.16	60
(2)20.1	61
(39)4.14	62–61
(142)4.38	70–61
(125)24.43	63
(62)21.31	(4)(א)63
(68)21.33 ,(64)21.32	(1)(ב)63
(60)13.21	(9)(ב)63
(48)21.26	(1)(א)69
(11)12.6 ,(71)7.37	71
(34)21.18	(ב)71
(34)19.10	(1)72
18.27 ,18.22 ,(10)18.5 ,18.5	74
(15)18.6	(ב)74
15.2	76
(17)19.6 ,19.6 ,(5)19.4 ,(7)15.4	78
(22) ,(19)19.8 ,(12)19.6	(1)78
(66)19.21 ,(13)19.6	(2)78
(18) ,(14)19.6	(3)78
(15)19.6	(א)(3)78
(16)19.6	(ב)(3)78
(12)19.6	(ג)(3)78
(33)19.10 ,(12)19.6	(ד)(3)78
(156)23.60 ,16.59 ,16.56 ,16.54 ,(72)13.27	84
(38)20.14	86
20.7	א86
(20)20.7	(א)א86
(21)20.7	(ב)א86
13.34 ,13.31 ,13.28 ,13.27	96
(8)13.3	(ב) ,(א)96
(40)16.10 ,13.16 ,13.15 ,13.10 ,13.6 ,(12)13.5 ,13.5 ,(8)13.3 ,(40) ,(39)1.18	98
13.5	(א)98
20.15 ,(205)4.64	111
(105)14.44	(3)(א)115
(106)14.44	(ב)115

(107)14.44	116
(110), (108)14.44	122
(35), (33)19.10	(א)128
16.59–16.57, (170)16.56	134
16.68, 16.59–16.56, 16.54	(א)134
(27)10.15	(ה)139
(114)4.28	141
(33)10.17	א148
(34)10.17	(ב)151
, 4.17, (55)4.16, (1)3.1 21.4, (4)21.2, (141)4.38	[חוק לתיקון פקודת] פשיטת הרגל (מס' 3), התשנ"ו-1996
(136)7.73	[חוק ל] קידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013
(50)21.28	[פקודת ה] ראיות [נוסח חדש], התשל"א-1971 א42
17.54, (94)17.45	[חוק] רשות שדות התעופה, התשל"ז-1977 33
17.53, 17.44	[חוק ה] שומרים, התשכ"ז-1967 9
(54)13.19	[פקודת ה] שותפויות [נוסח חדש], התשל"ה-1975 1
(152)13.57	(א)20
(151)13.57	21
(151)13.57	(א), (ב)2)51
(54)13.19	א165
(30), (29)18.14	[פקודת ה] שטרות [נוסח חדש], התשי"ז-1957 28
1.31	(1)37
(30)18.14, (132)17.57	(2)37
(31)18.14	(א)44
(31)18.14	(א)55(1)
(17)2.17	[חוק ה] שידור הציבורי, התשע"ד-2014
(62)4.18	פרק ט"ז
(155)12.65	[חוק] שיקים ללא כיסוי, התשמ"א-1981
17.51, 17.44	[חוק ה] שליחות, התשכ"ה-1965 12
(68)19.21	(ב)14
(57)19.18	[חוק ה] תכנון והבניה, התשכ"ה-1965 תוספת שלישית (א)10

חקיקת משנה

	[תקנות ה]בזק (הפסקה, עיכוב או הגבלה של פעולות בזק ושירותי בזק), התשמ"ה-1985	
(28)14.15		(ב)6
6.19	[תקנות] הסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ה-2014	
	[תקנות ה]חברות (בקשה לפשרה או הסדר), התשס"ב-2002	
(17)8.7, (10)8.4		1
(10)8.4		7
(16)8.7		(א)7
(11)8.4, 7.48		10
(30)9.11, 9.6, (5)9.4, (57)8.26, (55)7.27, (106)4.27		14
(14)9.6		(א)14
(10)9.5		(2), (1)(א)14
(15)22.6		(ג)14
(11)12.6		24–15
(13)10.8		(ד)24
(147)8.59		(ב)25
(16)8.7		38
8.59, (13)8.5		(3)38
(16)8.7		(ב)41
(143)8.59		42
(13)8.5		(א), (ב)42
(11)8.4		44
	[תקנות ה]חברות (דיווח, פרטי רישום וטפסים), התש"ס-1999	
(66)16.18		(א)12
(5)17.4		(ב)12
(66)16.18		טופס 10
	[תקנות ה]חברות (כללים בדבר מינוי כונסי נכסים ומפרקים ושכרם), התשמ"א-1981	
(17)8.7		1
(26)10.15		2
(20)9.8		(1)(א)2
(21)9.8		(2)(א)2
(20)9.8		(ב)2
(15)22.6, (30)9.11		3
(105)4.25		11–8
(35)10.18		א8–7
(105)4.25		13
	[תקנות ה]חברות (מיזוג), התש"ס-2000	
(17)8.7		1
	[תקנות ה]חברות (פירוק), התשמ"ז-1987	
(88)7.43		(א)10
(34)10.17		(ב)44
(33)10.17		47
(13), (11)12.6		53

(10)16.2	[תקנות ה]טיס (רישום כלי טיס וסימונם), התשל"ד-1973	4
(65)16.18 , (7)16.2	[תקנות ה]משכון (סדרי רישום ועיון), התשנ"ד-1994	5
(65)16.18		(ב)5
(5)17.4		(ד)5
(13)16.2		16
		תוספת ראשונה
(65)16.18		טפסים 1, 6
(64)7.34	[תקנות] ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התשל"ל-1970	
(93)4.24	[תקנות] סדר הדין האזרחי, התשמ"ד-1984	ב387
(62)21.31	[תקנות] פשיטת הרגל, התשמ"ה-1985	48
(11)12.6		79-75
(34)21.18		(א)76
(13)12.6		85
(36)21.18		(א)93
(102)24.36	[תקנות] רישום קבלנים לעבודות הנדסה בנאיות (סיווג קבלנים רשומים), התשמ"ח-1988	
	[הודעה בדבר] שינויים בסך כל השכר או גמול תעסוקה שיש לו דין קדימה לפי פקודת החברות ופקודת פשיטת הרגל, התשע"ז-2017	
(22)19.8	[תקנות ה]תעבורה, התשכ"א-1961	ב172
(56)19.18		
הצעות חוק		
(56)17.29	[הצעת חוק] דיני מישכון, התשכ"ה-1965	34
(120)17.54	[הצעת חוק] דיני ממונות, התשע"א-2011	555
(47)18.20	[הצעת חוק] הסכמים בנכסים פיננסיים, התשס"ו-2005	דברי ההסבר
(115)16.40	[הצעת חוק לתיקון פקודת ה]חברות (מס' 3), התשמ"ח-1988	1
	[הצעת חוק לתיקון פקודת ה]חברות (מס' 12) (הקפאת הליכים במסגרת הליכי הסדר ופשרה), התשנ"ה-	1995
(83)12.38	דברי ההסבר	
(42)6.14	[הצעת חוק ה]חברות (תיקון מס' 19) (מינוי מומחה לבחינת הסדר חוב בחברת אגרות חוב), התשע"ב-2012	
(43)6.14	[הצעת חוק ה]חברות (תיקון – הסדר נושים בפיקוח בית משפט), התשע"ב-2011	

(43)6.14	[הצעת חוק ה]חברות (תיקון – פיקוח על הסדרי חוב), התשע"ה-2015	
6.17	[הצעת חוק] חדלות פירעון ושיקום חברות, התשע"ו-2016	
(119)19.38	מבוא	
4.7	2	
(132)19.43 , (130)19.41 , (127)19.40 , (120)19.38	(א)234	
(194)16.69	243	
(186)16.65	244	
(51)18.23	255	
(24)10.11	263	
(22)10.11	(א)263	
(23)11.14	321	
(154)9.61	חלק ב', פרק ו'	
(163)4.48 , (159)4.47	[הצעת חוק ה]משכון, התשע"ה-2015	
(112)16.37	דברי ההסבר	
(13)17.9	(א)3	
(114)16.40	21	
(68)16.18	(ב)45	
	[הצעת חוק לתיקון פקודת] פשיטת הרגל, התשמ"א-1981	
(19)13.7	28	
	[הצעת חוק לתיקון פקודת] פשיטת הרגל (מס' 3) (פושט רגל זמני ותיקונים שונים), התשנ"ד-1994	
(142)4.38	דברי ההסבר	
	[הצעת חוק ל]קידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ב-2012	
(49) , (48)6.15	דברי ההסבר	

תזכירי הצעות חוק

(96)17.45	[תזכיר חוק] דיני ממונות, התשס"ו-2006	
16.61	224	
(14)8.6	א243	
(160)4.47	553	
(96)17.45	555	
16.61	[תזכיר חוק] חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ה-2015	
	[תזכיר חוק לתיקון פקודת ה]חברות (שיקום חברות), התשנ"ה-1995	
(43)8.22 , (14)8.6	ב243	

חקיקה ארצישראלית

Bankruptcy Act, 1914	4.32
Companies Act, 1929	4.32

חקיקה זרה

אוסטרליה

Corporations Law	
95A	7.13(25)
Corporations Act 2001	
588FA(1)	13.12(38)
588FA(1)(b)	13.11(31)
588FE(2)(b)(i)	13.7(19)
588G	8.37(89)

אנגליה

An Acte againste suche persones as doo make Bankrupte, 34&35 Hen. VIII, c. 4 (1542)	4.56(184)
An Acte touching Orders for Bankruptes, 13 Eliz. C. 7 (1571)	4.56(184)
Companies Act 2006	
26–27	11.35(65)
381–383	9.24(62)
996	8.37(90)
1282, Ch. 46	19.11(39)
Companies Winding-Up Act, 1844	4.57(186)
Enterprise Act, 2002	3.29(79), 4.58, 19.21(70), 9.39(104), 11.27, 16.10(45), 19.19
248	11.27(47)
248(1), (2)	17.31(67)
251	19.19(62)
252	16.50(147)
Sch. 16	4.24(92)
Insolvency Act 2000	
1	9.24(62)
Sch. 1	9.24(62)
Sch. 1 ¶ 3	9.24(62)
Joint Stock Companies Act, 1856	4.57(186)
Insolvency Act 1986 (Prescribed Part) Order 2003 §3(2), SI 2003/2097	4.57(186), 4.58, 11.27, 16.10(45), 16.50(148), 17.31, 19.19
1A	9.24(62)
8	11.27(47), 17.31(67)
9(2)(a)	11.27
9(3)	11.27
10(2)(b)	11.27(45)
40	16.7(26)
122(1)(f)	7.12(18), 7.13(25), 7.15(37)
123	13.6(15), 13.46(117)
123(1)(a), (e)	7.12(18), 7.13(25)

123(2)	7.15(37)
130	12.17(38)
175	19.6(11)
175(2)	16.7(26)
176A	16.50(147)
176ZA	19.11(39)
213	8.37(90), 8.43(117)
214	8.37, 8.38(98)
238	13.32(85), 13.34
238(2)	13.30(78), 13.32(84)
239	13.4(10)
239(2)	13.6(15), 13.7(19)
239(7)	13.12(38)
240(1)(a)	13.9(26), 13.30(78)
240(1)(b)	13.7(19)
240(2)	13.32(84), (85)
240(2)(a)	13.6(15)
245(3)(a)	13.9(26)
245(3)(b)	13.9(24)
245(4)(a)	13.6(15)
251	16.7(26)
279	12.65(153)
386	19.6(11)
Sch.6	19.6(11)
Sch.6, ¶ 9	19.8(21)
Sch.A1	9.24(62)
Sch.B1	11.27(47)
Sch.B1 ¶ 1	7.49(98)
Sch.B1 ¶¶ 43(3), 111(1)	17.31(67)
Sch.B1 ¶12(1)	11.27(48)
Sch.B1 ¶14(1)	4.24(92)
Sch.B1 ¶43	12.17(39)
Sch.B1 ¶76	21.10(21)
Sch.B1, ¶¶ 16, 35(2)(a)	8.26(60)
ארצות-הברית	
11 U.S Code	
101	4.62(198), (197)
1102	6.10(28)
28 U.S.C.	
151	4.65(207)
158	4.65(208)
Bankruptcy Act of 1898	4.61
ch. 541, 30 Stat. 544	4.61(194)

Bankruptcy Reform Act of 1978, Pub. L. No. 95-598, 92 Stat. 2549	4.62, 4.62(197)
Frazier-Lemke Act	12.38(89)
The Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005, PL-109-8, 119 Stat. 23	4.62, 4.62(198), 8.2(4), 8.40, 12.54, 13.47, 14.44(109), 20.3, 20.4
101(31)(B)	13.9(25)
101(32)	13.6(15), 13.46(117)
101(32)(A)	7.15(33)
105	4.55(182)
109(h)(1)	21.9(20)
111	21.9(20)
301	13.7(20)
302	12.68(167)
303(b)	13.7(20)
303(b)(1)	7.32(62), 7.38(75)
303(b)(2)	7.32(62)
303(h)(1)	7.13(24), (27)
362	12.19
362(a)	3.9(21), 12.16, 12.36(75), 12.54(123), 13.7(20), 18.20(48)
362(a)(3)	12.45(104)
362(a)(4), (5)	12.16(35)
362(a)(7)	12.44(100)
362(b)(4)	24.38(117)
362(b)(6)	12.44(100)
362(b)(6), (7)	18.20(48)
362(b)(10)	12.45(104)
362(c)(1), (2)(C)	4.22(75)
362(d)(1)	12.16(36)
362(d)(2)	12.16(37)
363	22.8(25)
363(b)(2)	24.20(54)
364(c)	16.42(119)
364(d)	16.42(120)
365(a)	14.44(106), 14.15(31)
365(b)	14.12(19), 14.15(32), 14.19(42)
365(b)(2)	14.17(38)
365(e)(1)	14.32(72), 14.39(84)
365(f)	14.27(62)
365(g)	14.44(110)
365(h)(1)(A)(ii)	14.46(120)
365(h)(1)(B)	14.46(120)
365(h)(2)(A)(ii)	14.46(121)
365(n)(1)(B)	14.46(121)
366	14.15(30)
502(g)	14.45(113)
506(a)	18.3(3)
507	19.6(11)
507(a)(1)	19.10(36)

507(a)(3)	19.8(21)
510(c)	13.58(158)
522	20.3(4)
524(e)	12.68(165), 24.44(129)
525(a)	24.34(98)
541(b)(2)	12.45(104)
544(b) (1)	13.30(76)
546(c)	17.29(59)
547(4)(A)	13.7(20)
547(b)	13.17(49)
547(b)(3)	13.6(15), 13.7(20)
547(b)(4)(B)	13.9(25)
547(b)(5)	13.11(30), 13.19(56)
547(c)(2)	13.11(33)
547(f)	13.7(21)
548	13.46(117)
548(a)(1)	13.30(75)
552(b)	12.28(54)
553	18.20(48), 18.21(50)
553(a)(2)(B)	13.15(46)
555, 556, 559, 560	14.40(89)
726(a)(2), (b)	15.16(42)
727	20.3(5), 24.43(125)
727(a)(11)	21.9(20)
1101(1)	9.22(54)
1102	9.21(52)
1104	9.22(53)
1107(a)	9.22(55)
1111(b)	23.73(184)
1113	14.25(58)
1121(b)	9.22(56), 24.14(37), 23.13(17)
1121(c)(1)	23.13(19)
1121(c)(2)	23.13(17), 24.14(37)
1121(c)(3)	23.13(18), 24.14(37)
1121(d)	24.14(37)
1122	23.70(178)
1122(a)	23.43(105)
1122(b)	23.54(136)
1124	23.41(95)
1125	8.58(142), 23.20(44)
1126(c), (d)	23.35(74), 23.37(80)
1129(a)(11)	24.18(42)
1129(a)(7)(A)	24.3(8)
1129(b)	11.34(61), 23.47(116)
1129(b)(1), (2)	24.6(19)
1141(b), (d)(1)(A)	4.22(75)
1322(d)(1)	20.4(8), 21.11(26)
1322(d)(2)	20.4(7), 21.11(25)
1328	24.43(125), (126)

1328(g)(1)	21.9(20)
Chapter 3	4.64, 12.16(34)
Chapter 5	4.64
Chapter 7	3.64, 4.64, 7.10(16), 8.31(73), 20.3, 20.4, 21.11
Chapter 9	4.64
Chapter 10	4.61, 9.23
Chapter 11	3.2, 3.3, 3.3(6), 3.9(24), 3.19, 3.20, 3.22, 3.23, 3.23(65), 3.35, 3.64, 4.61, 4.64, 6.2, 6.8, 6.10(28), 7.49, 7.64(125), 7.82, 8.2(2), 8.27, 8.31, 8.64(161), 9.2(2), 9.22, 9.23, 9.32(75), 9.34(80), 9.35(83), 9.37(89) 9.39, 9.39(98), 9.46(119), 9.53, 9.59, 10.12, 11.15, 11.19, 11.30(55), 11.34(61), 11.35, 11.35(64), 11.40, 11.40(71), (73), 14.12(17), 22.6, 22.8, 22.8(25), (27), 22.10, 22.13, 22.13(38), 23.11, 23.13, 23.20(44), 23.23(52), 23.41(95), 23.48(119), 23.73(184), 24.19(48), 24.4, 24.5
Chapter 12	4.64
Chapter 13	3.64, 4.64, 4.69, 7.49, 20.4, 20.4(8), 21.11, 21.11(26), 24.43(126)
Chapter 15	4.64
Part 1, 2, 3	4.64
The Chandler Act of 1938, ch. 575, 52 Stat. 840	4.61(195), 4.61, 9.23
Uniform Commercial Code (UCC)	17.29
1-201(35)	17.14(23), 17.29(58)
2-702(2)	17.29(59)
9-102	17.29(57)
9-102(1)(a)	17.29(57)
9-109(a)(1)	17.29(57)
9-203	16.1(3)
9-204	16.13(51)
9-302 – 9-305	16.1(4)
9-324	16.40(116)
Article 9	3.15(36), 16.16(60), 16.18(67), 16.28(88), 16.37(111)
Uniform Fraudulent Transfer Act (1984)	13.30, 13.47(120)
9	13.30(77)
4, 5	13.47(120)
U.S. Constitution	
Article I, Section 8	4.59(193)
גרמניה	
Aktiengesetz 1965	
92(2)	8.37(89)
Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung 1892 [Limited Liability Company Act]	
49(3), 64(1)	8.37(89)
Insolvenzordnung, Gesetz vom 5.10.1994 (BGBl. I S.2866) (InsO)	
General	4.69, 4.70, 9.24, 16.50(152)
1	4.70

4a	4.69(219)
10	4.69(219)
11(1)	4.69(218)
13	4.71(222), 7.51(104)
21(2)	4.71(223)
27(1)	4.71(224)
29(1)	4.71(226)
67	4.71(225)
156(1)	4.72(227)
157	4.72(228), 7.51(106)
270	9.24(60), 9.24(61)

ניו זילנד

Companies Act 1993	
292(2)(a)	13.6(15)
292(2)(b)	13.11(31)
292(5)	13.7(19)
297	13.30(79), 13.32(85)
298	13.30(80), 13.32(84)
Insolvency Act 2006	
194	13.7(19)
195(1)(a)	13.6(15)
195(1)(b)	13.11(31)
Personal Property Security Act	
17(3)	17.30(61)

קנדה

Bankruptcy and Insolvency Act (BIA)	
43(1)	4.66
49(1)	4.66(211)
50(1)	4.66(211)
66.11	4.66(212), 7.49(99)
96	4.66(210)
168.1	13.9(25)
	12.65(153)
Companies Creditors Arrangement Act (CCAA)	
11.02	4.67, 9.24, 14.19(42), 24.41
11.2	4.67(214)
11.2(4)	4.67(216)
11.7(1)	24.41(123)
11.8	9.7(18)
34(1), (2)	9.24(64)
	14.39(84)

R.S.C, 1985	
c. B-3	4.66(209)
c. C-36	4.67(213)
2006 Model Netting Act	
4(d)	14.40(88)

חוק לדוגמה

Model Inter-American Law on Secured Transactions (2002)	
Article 2	
12, 51	17.30(63)

ניירות עמדה

European Bank for Reconstruction and Development's Model Law on Secured Transactions	
9.1	17.30(62)
9.3-9.4	17.30(62)
European Commission, <i>Bankruptcy and A Fresh Start: Stigma on Failure and Legal Consequences of Bankruptcy</i> (a Phillipe & Partners Study) (July 2002)	
4.2.3	12.65(160)
FTC & DOJ, HORIZONTAL MERGER GUIDELINES	
5.1	24.20(54)
INSOLVENCY – A SECOND CHANCE (Presented to Parliament by the Secretary of State for Trade and Industry by Command of Her Majesty, July 2001)	9.39(104)
Insolvency – A Second Chance ¶ 2.3, CM 5234 (The Insolvency Service, Department of Trade and Industry, July 2001)	4.25(100)
LAW COMMISSION OF ENGLAND AND WALES, REGISTRATION OF SECURITY INTERESTS: COMPANY CHARGES AND PROPERTY OTHER THAN LAND, A SUMMARY OF THE CONSULTATION PAPER §37 (July 2002)	16.25(84)
The Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of The Association of the Bar of the City of New York, <i>Structured Financing Techniques</i> , 50 BUS. LAW. 527 (1995)	8.25(52)
United Nations Commission on International Trade Law, Working Group VI (Security Interests), Second Session (Vienna, Dec. 2002)	
¶¶ 45–46, 53–54	17.30(65)
United States Courts, <i>Discharge in Bankruptcy – Bankruptcy Basics</i>	20.3(6)
WORLD BANK, WORKING GROUP FOR THE TREATMENT OF THE INSOLVENCY OF NATURAL PERSONS (2014)	
¶¶ 220–222, 262, 316	20.5(9), 20.5(12)
¶264	21.8(19)
A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems 12–20, 50–54 (December 2010)	15.36(103)
International Accounting Standards Board, IAS 1	4.6(19)

מפתח פסיקה

(ההפניות הן למספרי הפסקאות ולהערות השוליים (בסוגריים))

פסיקה ישראלית

פסקי דין של בית המשפט העליון

א

- ע"א 1776/97 אורליה ליבוביץ – בית מלאכה לתפירה נ' גדעון אוברזון – תעשיות אופנה (1976) בע"מ, פ"ד נד(3) 49 (התש"ס-2000) (99)17.46
- רע"א 1096/97 אבו ג'ובה נ' פיימן בע"מ, פ"ד נג(1) 481 (התשנ"ט-1999) (16)16.3
- ע"א 2825/97 אבו זייד נ' מקל, פ"ד נג(1) 402 (התשנ"ט-1999) (26)14.14
- ע"א 2629/92 אבו שדיד נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד מז(1) 388 (התשנ"ג-1993) (49)4.16
- ע"א 995/90 אדורם מהנדסים בע"מ נ' גת (מיום כ"ח אב התשנ"ב, 27.8.1992) (86)1.34
- רע"א 2077/92 אדלסון נ' רייף, פ"ד מז(3) 485 (התשנ"ג-1993) (107)4.27
- רע"א 9123/05 אדמוב פרוייקטים (89) בע"מ נ' סיטי סטייט מקבוצת אלפו בע"מ (מיום י"ג חשון התשס"ח, 25.10.2008) (173)12.71
- ד"נ 20/82 אדרס חומרי בנין בע"מ נ' הרלו אנד ג'ונס ג.מ.ב.ה, פ"ד מב(1) 221 (התשמ"ח-1988) (9)14.7, (100)14.43, (99)14.43
- רע"א 4468/13 אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ נ' הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ (מיום כ"ה תמוז התשע"ג, 3.7.2013) (115)7.57
- בר"מ 7856/06 איגוד ערים איילון נ' מועצה אזורית חבל מודיעין (מיום ט' אדר ב' התשס"ח, 16.3.2008) (92)17.45
- ע"א 2097/02 איטונג בע"מ נ' חדיד, פ"ד נז(4) 211 (התשס"ג-2003) (45)4.16
- ע"א 558/88 איטונג בע"מ נ' לוי דוד ובניו בע"מ (בפירוק), פ"ד מח(2) 102 (התשנ"ד-1994) (115)3.48, (14)16.2, (129)14.47, (123)14.47
- ע"א 2734/92 איסכור שרותי פלדות בע"מ נ' מפרק אלקול בע"מ (בפירוק), פ"ד מו(4) 289 (התשנ"ב-1992) (59)16.15, (18)16.3
- ע"א 826/88 אל-על אגודה שיתופית חקלאית ברמות השבים בע"מ נ' קרן החקלאות השיתופית בע"מ, פ"ד מה(2) 247 (התשנ"א-1991) (16)18.6, (15)18.6, (11)18.5
- בג"ץ 721/94 אל על נתיבי אויר לישראל בע"מ נ' דנילוביץ, פ"ד מח(5) 749 (התשנ"ה-1994) (34)15.15
- ע"א 4409/08 אלישיוב נ' כונס הנכסים הרשמי (בעניין קבוצת חברות חפציבה) (מיום ז' כסלו התשע"א, 14.11.2010) (145)23.56, (142)23.55
- ע"א 6528/15 אלקטיס 2007 1 בע"מ נ' רו"ח שרון ועוה"ד מזור (מיום כ"ה שבט התשע"ו, 4.2.2016) (162)24.52
- ע"א 323/80 אלחית בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ, פ"ד לז(2) 673 (התשמ"ג-1983) (6)18.4
- ע"א 765/82 אלתר נ' אלעני, פ"ד לח(2) 701 (התשמ"ד-1984) (29)17.17
- ע"א 7954/03 אמדאוס דוולופמנט אינק. נ' הבנק למסחר בע"מ (בפירוק) (מיום י"ח אלול התשס"ה, 22.9.2005) (15)18.6, (11)18.5
- רע"א 4024/14 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כהן (מיום ז' ניסן התשע"ה, 26.4.2015) (156)24.50–(152)24.50, (79)21.36
- ע"א 9244/06 אקרשטיין תעשיות בע"מ נ' איגלו חברה קבלנית לעבודות צנרת בנין ופיתוח בע"מ (מיום י"ז אייר התשס"ח, 22.5.2008) (146)24.48
- ע"א 1632/98 ארבוס נ' אברהם רובינשטיין ושות' בע"מ, פ"ד נה(3) 913 (התשס"א-2001) (43)14.19, (70)1.30

רע"א 6649/04 ארגון הקניות של מושבי הדרום והמרכז בע"מ נ' עו"ד אליאב (מיום כ"ג שבט התשס"ז, 11.2.2007) 15.7 (12)
 ע"א 3016/90 ארנרין נ' המנהל המיוחד והכונס של כוכב השומרון בע"מ (בכינוס ובפירוק) (מיום ל' תשרי התשנ"ה, 5.10.1994) 8.42, (113)8.42, (114)8.42, (108)13.40
 ע"א 4892/91 אשכנזי נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד מח(1) 45 (התשנ"ד-1993) 4.16, (50)4.38, (143)4.38
 ע"א 554/83 "אתא" חברה לטכסטיל בע"מ נ' עיבון המנוח זולוטולוב יצחק ז"ל, פ"ד מא(1) 282 (התשמ"ז-1987) 17.18 (37)

ב

ע"א 610/94 בוכבינדר נ' מפרק בנק צפון אמריקה, פ"ד נז(4) 289 (התשס"ג-2003) 1.33 (83),
 (103)13.39, (1)13.1, (54)10.27, (44)10.24
 ע"א 315/89 ביאלוסטוצקי בע"מ נ' נייר גרף תעשיות בע"מ (בפירוק), פ"ד מה(1) 698 (התשנ"א-1991) 16.3 (16)
 ע"א 1267/16 בלו סקאי לסינג תפעולי בע"מ נ' מיטבית סיבל באר שבע 1995 בע"מ (בכינוס נכסים) (מיום כ"ו תמוז התשע"ו, 1.8.2016) 23.16 (35), (36)
 רע"א 10215/01 [עו"ד] בלש, בתפקידו כמנהל מיוחד נ' המפרק-כונס הנכסים הרשמי מחוז באר-שבע (בעניין לבידי אשקלון בע"מ) (מיום ט"ז סיון התשס"ה, 23.6.2005) 16.7, (26)16.7, (39)19.11, (39)19.11
 ע"א 3224/07 בן דוד נ' כונס הנכסים הרשמי (מיום ט' אייר התשס"ט, 3.5.2009) 23.84 (198)
 ע"א 1759/04 [עו"ד] בן-טל נ' כונסת הנכסים של מיאב, חברה קבלנית לבניין בע"מ (מיום י"ז סיון התשס"ו, 13.6.2006) 10.26 (51)
 בג"ץ בן ישראל נ' המפקח הכללי של המשטרה, פ"ד לו(4) 349 (התשמ"ג-1982) 17.45 (95)
 ע"א 307/89 בן עזרא נ' אברהם גינדי בע"מ (בפירוק), פ"ד מד(3) 177 (התש"ן-1990) 14.5 (7)
 בג"ץ בן צבי נ' ראש הממשלה, פ"ד לו(4) 191 (התשמ"ב-1982) 4.4 (11)
 ע"א 6416/01 בנבנישתי נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד נז(4) 197 (התשס"ג-2003) 21.28, (1)3.1, (51)21.28,
 (128)24.44, (63)21.31, 21.31, (59)21.30, (55)21.29
 ע"א 189/95 בנק אוצר החייל בע"מ נ' אהרונוב, פ"ד נג(4) 199 (התשנ"ט-1999) 1.31 (74)
 ע"א 577/74 בנק ארץ-ישראל בריטניה נ' היועץ המשפטי לממשלה, פ"ד כט(2) 6 (התשל"ה-1975) 7.14 (32)
 ע"א 6821/93 בנק המזרחי המאוחד בע"מ נ' מגדל – כפר שיתופי, פ"ד מט(4) 221 (התשנ"ו-1995) 12.38, (88)12.38 (89)
 רע"א 9025/03 בנק המזרחי המאוחד בע"מ נ' עו"ד בן פורת, פ"ד נט(3) 919 (התשס"ה-2004) 24.31, (14)20.6, (25)12.10 (87)
 ע"א 5779/92 בנק הפועלים בע"מ נ' אירון, חברה לניהול ואחזקות בע"מ (מיום ח' חשון התשנ"ה, 13.10.1994) 13.31 (82)
 ע"א 7602/09 בנק הפועלים בע"מ נ' Cibel Financiere (מיום ו' אדר א' התשע"א, 10.2.2011) 10.7 (12)
 ע"א 9060/11 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' ארנברג (מיום כ"ז אלול התשע"ד, 22.9.2014) 19.5 (7)
 ע"א 6916/04 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' היועץ המשפטי לממשלה (מיום ד' אדר התש"ע, 18.2.2010) 18.4 (6)
 ע"א 1226/90 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' הסדרות הרבנים דאמריקה, פ"ד מט(1) 177 (התשנ"ה-1995) 18.16, (28), (26)18.13, (23)18.11, (90)15.32, (56)15.22 (35)
 דנ"א 8447/15 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' טל טריידינג קורפ (מיום כ' אלול התשע"ז, 11.9.2017) 18.14 (32)
 ע"א 332/88 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' כונס הנכסים של כוכב השומרון בע"מ, פ"ד מד(1) 254 (התש"ן-1990) 23.61, (133)24.44, 23.55, 23.52, (109)23.44, (103)23.43 (160)
 ע"א 10568/02 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' מפרק חברת ברג יעקב רהיטים בע"מ, פ"ד נח(5) 673 (התשס"ד-2004) 1.34 (86)
 ע"א 4303/15 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' נאמני מרדכי בנימין ובניו עבודות עפר (1993) בע"מ (מיום כ"ז חשון התשע"ח, 16.11.2017) 16.59 (180)

רע"א 6422, 6418/93 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' עו"ד גפני, כונס הנכסים של תשלובת שטיחי כרמל, פ"ד מט(2) 685 (התשנ"ה-1995) 12.38(87)
 ע"א 1339/12 בנק מזרחי טפחות בע"מ נ' אי.סי.אם יצרני מיווג אויר בע"מ (בפירוק) (מיום כ"ז ניסן התשע"ד, 27.4.2014) 18.4(6)
 ע"א 175/68 בנק קרדיט לישראל בע"מ נ' שמאי קטן בע"מ, פ"ד כב(2) 442 (התשכ"ח-1968) 7.38(74)
 ע"א 3668/98 בסט ביי רשתות שיווק בע"מ נ' פידיאס אחזקות בע"מ, פ"ד נג(3) 180 (התשנ"ט-1999) 14.43(99), 101(101)
 ע"א 725/78 בריטיש קנדיאן בילדרס בע"מ נ' אורן, פ"ד לה(4) 253 (התשמ"א-1981) 19.26(89)
 ע"א 3379/06 ברנוביץ' נ' עו"ד נתנון (מיום כ"ז אדר א' התשס"ח, 4.3.2008) 13.39(104)
 ע"א 2146/06 ברק נ' מפרק ברק תיעול והנדסה בע"מ (מיום י"א כסלו התשע"א, 18.11.2010) 13.52(133)

ג

ע"א 7192/02 גבאי נ' המכון הארצי לתחבורה (מיום י"א סיון התשס"ג, 11.6.2003) 12.2(75), 4.22(6)
 ע"א 7994/08 גוטמן נ' כונס הנכסים הרשמי (מיום כ"ז שבט התשע"א, 1.2.2011) 21.28(52)
 ע"א 333/61 גויסקי נ' מאיר, פ"ד טז 565 (התשכ"ב-1962) 18.14(32)
 ע"א 409/78 גולן נ' פרקש, פ"ד לד(1) 813 (התשל"ט-1979) 14.14(26), 12.74(178)
 רע"א 4905/98 גמזו נ' ישעיהו, פ"ד נה(3) 360 (התשס"א-2001) 4.15(43)
 ע"א 655/82 גרובר נ' פרבשטיין, פ"ד מו(1) 738 (התשמ"ו-1986) 17.18(37)
 ע"א 6819/11 גרין מרקט ישיר בע"מ נ' נאמני קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ (מיום כ"ד כסלו התשע"ד, 27.11.2013) 14.45(113)
 ע"א 2390/92 גרינשפון נ' שכטר, פ"ד מט(1) 843 (התשנ"ה-1995) 12.43(97), 1.16(37)

ד

ע"א 9584/06 ד.ג.ש. שירותי דלק בע"מ נ' מוניות און ליינ בע"מ (מיום ד' אדר א' התשס"ח, 10.2.2008) 13.37(94)
 ע"א 2954/17 דוידוביץ' נ' כונסי נכסים (בעניין מניות מוניטין) (מיום י"ט אייר התשע"ז, 15.5.2017) 24.30(85), 24.29(79), 24.23(65), 24.18(41), 24.1(2)
 ע"א 814/88 דוידוביץ' נ' מפרק חיים שכטר חברה לבניין בע"מ, פ"ד מג(3) 180 (התשמ"ט-1989) 14.47(127)
 ע"א 4747/93 דומת טקסטיל בע"מ (בפירוק) נ' ביטי, פ"ד נ(2) 27 (התשנ"ו-1996) 1.4(8), 8.42(115)
 ע"א 1367/93 דסקו מוצרי עץ (1987) בע"מ נ' המפרק הזמני של חברת D.P. Koning Varazdin S.P.O., פ"ד מט(4) 215 (התשנ"ו-1996) 17.7(6)

ה

ע"פ 146/64 היועץ המשפטי לממשלה נ' סלאמה, פ"ד יח(4) 501 (התשכ"ה-1964) 4.4(11)
 המ' 554/64 הלוואה וחסכון חיפה בע"מ נ' גלר, פ"ד יט(1) 319 (התשכ"ה-1965) 4.4(11)
 בג"ץ 109/70 המוטראן הקופטי האורתודוכסי של הכסא הקדוש נ' שר המשטרה, פ"ד כה(1) 225 (התשל"א-1971) 17.45(95)
 ע"א 10961/04 המוסד לביטוח לאומי נ' גוטר (מיום י"א אלול התשס"ו, 9.4.2006) 19.9(27)
 ע"א 110/08 המוסד לביטוח לאומי נ' הנאמנים של קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ (מיום כ"ז שבט התשע"ד, 28.1.2014) 4.51(174), 4.51(176), 4.51(179), 19.9(26), 19.30(102)–(105)
 ע"א 6010/99 המנהל המיוחד של תבור, תעשיות שיש בע"מ (בפירוק) נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד נו(1) 385 (התשס"ב-2001) 4.23(80), 4.23(85), 8.4(9)
 ע"א 5789/04 המשביר הישן בע"מ נ' לוגיסטיק בע"מ (מיום כ"ד סיון התשס"ז, 10.6.2007) 17.53(12), 15.7(90), 12.6(116), 17.53(116)
 ע"א 4619/15 הנאמן על נכסי החייב שמואל ינקוביץ' נ' ינקוביץ' (מיום כ"ה אב התשע"ז, 14.8.2017) 20.6(14)
 רע"א 7945/99 הנאמן על נכסי פושט הרגל אלון לוינ' לוינ', פ"ד נד(2) 524 (התש"ס-2000) 12.1(2)

בג"ץ 243/60 הנאמנים בפשיטת הרגל של בולימובסקי נ' ראש העיר, חברי המועצה ובני העיר רמת-גן, פ"ד יד 265 (התש"ך-1960) 17.45 (94)
 ע"א 4316/90 הספקה חברה מרכזית לחקלאים בע"מ (בפירוק) נ' אגרא – אבן יהודה אגודה שיתופית בע"מ, פ"ד מט(2) 133 (התשנ"ה-1995) 2.31 (48), 7.37 (70), 7.37 (71),
 18.5 (10), (11), 18.6 (15)–(17) (התשנ"ז-1997)
 בג"ץ 7029/95 הסדרות העובדים הכללית החדשה נ' בית-הדין הארצי לעבודה, פ"ד נא(2) 63 (התשנ"ז-1997) 17.54 (118)
 ע"א 691/69 השותפות בש-רבסקי נ' בנק לסחר חוץ בע"מ, פ"ד כה(1) 465 (התשל"א-1971) 23.41 (95), 23.73 (180)

ו

ע"א 46/11 ויטה פרי גליל (החדשה) בע"מ נ' עו"ד נוב, כונסת נכסים (מיום י" כסלו התשע"ד, 13.11.2013) 4.54 (180), 17.24 (51), 17.25, 17.26, 17.26 (53), 17.41 (86)
 רע"א 4891/04 וינקלר נ' בנק הפועלים בע"מ, פ"ד נח(6) 721 (התשס"ד-2004) 12.11 (28), 12.11 (28)
 ע"א 7735/14 ורדיקוב נ' אלוביץ' (מיום כ"ח כסלו התשע"ז, 28.12.2016) 8.50 (128), 21.36 (79), 10.24 (45), 13.58 (156), 23.47 (118), 24.48 (149)
 ד"נ 21/80 ורטהיימר נ' הררי, פ"ד לה(3) 253 (התשמ"א-1981) 1.32 (77)
 ע"א 456/84 ורשבסקי, פרליך פרסומאים בע"מ נ' נופים מפעלים כלכליים, פ"ד לח(3) 471 (התשמ"ד-1984) 11.28 (49)

ז

ע"א 9555/02 זיראן נ' ברית פיקוח לקואופרציה החקלאית העובדת בע"מ, פ"ד נט(1) 538 (התשס"ד-2004) 14.13 (20), 3.66 (107), 3.66 (150), 3.66 (151), 4.25 (104), 23.44 (109), 23.51 (130), 23.73 (181), 24.3 (10)

ח

רע"א 4077/16 ת.א.א אקסטרה אחזקות בע"מ נ' הנאמנים בהקפאת הליכים של מגה קמעונאות בע"מ (מיום ט"ז אייר התשע"ו, 24.5.2016) 24.23 (64), 23.16 (34)
 ע"א 5821/92 חירי נ' עו"ד פישלר, פ"ד מט(5) 833 (התשנ"ו-1996) 12.6 (14), 3.9 (21), 1.39 (94)
 ע"א 5752/91 חרזאן נ' כונס הנכסים הרשמי (מיום כ"ח סיון התשנ"ג, 17.6.1993) 4.16 (49)

ט

ע"א 6365/03 טיזאבי נ' טיזאבי, פ"ד נט(2) 391 (התשס"ד-2004) 17.45 (92)
 רע"א 769/98 טל, הנחת כבלים בע"מ נ' קטלנה, מימון בע"מ (מיום ה' ניסן התשנ"ח, 1.4.1998) 7.38 (74)
 רע"א 8301/13 טל טריידינג קורפ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ (מיום י"ב כסלו התשע"ו, 24.11.2015) 18.14 (32)
 ע"א 6529/96 טקסטיל ריינס בע"מ נ' רייך, פ"ד נג(2) 218 (התשנ"ט-1999) 16.2 (6)
 ע"א 4648/92 טריומף אינטרנשיונל בע"מ נ' הכונס הרשמי (מיום כ"ג אלול התשנ"ה, 18.9.1995) 17.17 (6), 17.17 (32)

י

רע"א 1765/00 י. מושקוביץ חברה קבלנית לבנין (1988) בע"מ נ' תשורה ייזום ובנין בע"מ (בניהול מיוחד), פ"ד נה(2) 447 (התשס"א-2001) 4.27 (111)
 רע"א 10/89 יוסף פקר נ' פ.י.ט. חברה פיננסית לתעשייה ולמסחר בע"מ (בפירוק), פ"ד מב(4) 573 (התשמ"ט-1989) 4.27 (107)
 ע"א 9586/09 יורשי המנוח איזו ליזור נ' איזו ליזור זיווד אלקטרוני (1992) בע"מ (בפירוק) (מיום כ"ב טבת התשע"ב, 17.1.2012) 13.52 (133)
 ע"א 1915/91 יעקובי נ' יעקובי, פ"ד מט(3) 529 (התשס"ה-1995) 20.28 (63)
 ע"א 7575/12 יפת נ' זלצמן (מיום ח' אב התשע"ד, 4.8.2014) 21.18 (35)

רע"א 8122/08 ישראלי נ' המנהל המיוחד לנכסי ריקי ורפאל ישראלי (מיום י"ח תשרי התשס"ט, 17.10.2008)
(27)12.10

כ

רע"א 8233/08 כובשי נ' שוורץ (מיום ב' חשון התשע"א, 10.10.2010) 20.10, (28)20.10
 ע"א 2328/97 כוכבי נ' ארנפלד, פ"ד נגד (2) 353 (התשנ"ט-1999) 16.2, (6)17.9, (13)17.9
 ע"א 501/67 כונס הנכסים הרשמי נ' ולנסי, פ"ד כב (1) 23 (התשכ"ח-1968) 3.74, (164)3.74
 רע"א 7125/00 כונס הנכסים של קבוצת אספלט בע"מ נ' רוטטום שלבאנה, פ"ד נו (3) 507 (התשס"ב-2002) 4.23, (85)4.23, (133)4.23
 ע"א 1728/01 כונס נכסים זמני לשלמי עד בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ (מיום כ"ג סיון התשס"ג, 23.6.2003) 4.23, (85)4.23
 רע"א 3001/12 כונס נכסים נ' משרד התמ"ת – לשכת המדען הראשי (בעניין Expand Networks (בפירוק)) (מיום ד' חשון התשע"ד, 8.10.2013) 24.35, (99)24.35
 רע"א 2911/95 כונסי הנכסים של קול אטום מפעלי מתכת וחשמל בע"מ נ' עירית רמת-גן, פ"ד נגד (1) 218 (התשנ"ט-1999) 19.18, (54)19.18
 רע"א 9983/06 כלל חברה לביטוח בע"מ נ' ד"ר נס (בעניין פויכטונגר) (מיום י"ח אב התשס"ח, 19.8.2008) 4.51, (172)4.51, (175)4.51
 רע"א 9983/06 כלל חברה לביטוח בע"מ נ' הנאמן להסדר נושים של פויכטונגר השקעות (1984) בע"מ (מיום י"ח אב התשס"ח, 19.8.2008) 8.3, (7)8.3
 ע"א 70/92 כלל תעשיות בע"מ נ' לאומי-פיא חברה לניהול קרנות נאמנות בע"מ, פ"ד מז (2) 329 (התשנ"ג-1993) 23.52, (133)23.52, (140)4.37, (103)23.43, (115)23.46, (140)4.37
 ע"א 3911/01 כספי נ' נס, רואה-חשבון (הנאמן לנכסי דיור לעולה בע"מ), פ"ד נו (6) 752 (התשס"ג-2002) 1.18, (40)1.18, (171)4.51, (175)4.51, (11)13.5, (11)13.5
 ע"א 736/82 כפר חסידיים, מושב עובדים דתי בע"מ נ' אברהם, פ"ד לט (2) 490 (התשמ"ה-1985) 17.17, (29)17.17
 ע"א 1689/03 כרטיסי אשראי לישראל בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד נח (6) 126 (התשס"ד-2004) 18.17, (36)18.17, (173)4.51, (176)4.51, (86)13.34, (15)18.6, (15)18.6, (173)4.51

ל

רע"א 285/73 לגיל טרמפולין וציוד ספורט ישראל בע"מ נ' נחמיאס, פ"ד כט (1) 63 (התשל"ד-1974) 17.8, (12)17.8
 ע"א 509/00 לוי נ' הנאמן בפשיטת רגל על נכסי יצחק בילו, פ"ד נה (4) 410 (התשס"א-2001) 23.16, (35)23.16

מ

רע"א 1690/00 מ.ש. קידוחי הצפון בע"מ נ' מפרקת זמנית ומנהלת מיוחדת לחברת א. אבגל טכנולוגיה בע"מ (בפירוק זמני), פ"ד נו (4) 385 (התשס"ג-2003) 12.51, (108)12.47, 12.47, (180)4.54
 ע"א 1938/11 מגדל הזוהר לבנין בע"מ נ' גוב גיא בע"מ (מיום ה' כסלו התשע"ב, 1.12.2011) 7.33, (63)7.33, (2)12.1
 ע"א 4857/02 מגה טי. וי. ישראל בע"מ נ' אפריקה ישראל להשקעות בע"מ, פ"ד נו (6) 951 (התשס"ב-2002) 24.26, (73)24.26
 רע"פ 9008/01 מדינת ישראל נ' א.מ. תורג'מן בע"מ, פ"ד נו (5) 799 (התשס"ג-2003) 21.26, (48)21.26, (105)24.36
 ע"א 4628/93 מדינת ישראל נ' אפרופים שיכון ויזום (1991) בע"מ, פ"ד מט (2) 265 (התשנ"ה-1995) 17.18, (35)17.18, (36)17.18
 רע"א 4311/00 מדינת ישראל נ' בן שמחון, פ"ד נח (1) 827 (התשס"ג-2003) 17.45, (95)17.45

- ע"פ 173/75 מדינת ישראל נ' בן-ציון, פ"ד ל(1) 119 (התשל"ו-1975) 4.6(18), 7.14, (31)7.14,
7.31, (32)7.15, (36)7.14
ע"א 522/72 מדינת ישראל נ' כונס נכסים של החברה וולטקס צמרון בע"מ (בפירוק ובכינוס נכסים), פ"ד
כז(2) 393 (התשל"ג-1973)
ע"פ 845/02 מדינת ישראל נ' תנוכה מרכז שיתופי לשיווק תוצרת חקלאית, פ"ד סב(3) 307 (התשס"ח-
2007) 6.11(31)
ע"פ 3027/90 מודיעים בינוי ופיתוח בע"מ נ' מדינת ישראל, פ"ד מה(4) 364 (התשנ"א-1991) 1.47(105),
8.24(50), 7.22(46)
ע"א 563/90 מועצת פועלי פתח-תקוה נ' שמשון חברה לצמיגים ולגומי בע"מ (בפירוק), פ"ד מה(5) 589
(התשנ"ב-1991) 12.1(2)
ע"א 703/88 מורגן תעשיות בע"מ נ' בתי גן להשכרה בע"מ, פ"ד מד(1) 288 (התש"ן-1990) 17.18(37)
ע"א 3666/90 מלון צוקים בע"מ נ' עיריית נתניה, פ"ד מו(4) 45 (התשנ"ב-1992) 14.43(99)
ע"א 633/91 מנהל מס רכוש ומס-שבח תל-אביב נ' שמש, פ"ד מח(1) 841 (התשנ"ד-1994) 19.5(7)
ע"א 4227/92 מנהל מס רכוש נ' ארטיק תחיה בע"מ, פ"ד נב(1) 433 (התשנ"ח-1998) 19.5(6)
ד"נ 28/76 מעוז נ' מדינת ישראל, פ"ד לא(2) 821 (התשל"ז-1977) 4.4(11)
ע"א 65/78 מעליות טל נ' מנהל אגף המכס והבלו, פ"ד לד(4) 397 (התש"ם-1980) 17.17(29)
ע"א 464/81 מפעלי ברוך שמיר, חברה לבנין ולהשקעות בע"מ נ' הוך, פ"ד לז(3) 393 (התשמ"ג-1983)
14.30(68)
דנ"א 5286/04 מפרק ברג יעקב ובניו בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ (מיום כ"ד טבת התשס"ו,
24.1.2006) 15.24(66)
ע"א 4351/01 מפרק ח.א. מזון בע"מ נ' אגף המכס והמע"מ, פ"ד ס(1) 467 (התשס"ו-2005) 19.21(67),
19.21(69), 19.40(128)
ע"א 471/73 מקבלי נכסים זמניים של אלקטרוניקס בע"מ נ' אלסינט בע"מ, פ"ד כט(1) 121 (התשל"ה-
1974) 16.13(50), 16.7(25), 16.9(34), 16.13(35)
ע"א 4752/92 מקט בע"מ נ' החברה לביטוח סיכוני סחר חוץ בע"מ, פ"ד נא(2) 214 (התשנ"ז-1997)
18.4(5)
ע"א 323/78 מקסל בע"מ (בפירוק) נ' בלק אנד דקר, פ"ד לג(2) 57 (התשל"ט-1979) 17.7(6),
17.18(12), 17.18(39)
ע"א 4548/91 משקי עמק הירדן אגודה מרכזית חקלאית שיתופית בע"מ נ' הספקה חברה מרכזית לחקלאים
בע"מ, פ"ד נג(4) 8 (התשנ"ט-1999) 13.15(45), 13.12(38), 4.54(180), 1.16(37)
60)18.27, 18.26, (11)18.5, 13.24
ע"א 3069/17 משרד החינוך נ' עמותת גני חב"ד צפת (בפירוק) (מיום ט' חשוון התשע"ח, 29.10.2017)
121)24.40, (120)24.39, (111)24.37, (109)24.36, 24.36, (93)24.33

נ

- רע"א 7700/95 נגולה נ' חזן, פ"ד נ(1) 338 (התשנ"ו-2004) 20.11(32)
רע"א 4644/92 נובל נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד מז(4) 866 (התשנ"ד-1993) 16.54(166)
ע"א 406/82 נחמני נ' גלאור, פ"ד מא(1) 494 (התשמ"ז-1987) 17.17(29)
רע"א 1821/98 ניקו בדים בע"מ נ' בנק דיסקונט לישראל בע"מ, פ"ד נד(1) 773 (התש"ס-2000) 12.71(173)
רע"א 8417/11 נמי נאמנויות בע"מ נ' עו"ד ברגרזון, כונס הכנסים לחברת נ.י.ל.י נדל"ן בע"מ (מיום כ"ז
אייר התשע"ג, 7.5.2013) 23.15(30)
ע"א 5598/94 נניקשווילי נ' נניקשווילי, פ"ד מט(5) 163 (התשנ"ו-1996) 20.9(25)
ע"א 842/79 נס נ' גולדה, פ"ד לו(1) 204 (התשמ"ב-1981) 16.2(6)
ע"א 2773/04 נצבא – חברה להתנחלות בע"מ נ' עטר (מיום כ"ג כסלו התשס"ז, 14.12.2006) 23.43(106)

ס

- ע"א 673/87 סאלח נ' מפרק פרץ את איסר חברה לבנין והשקעות בע"מ (בפירוק), פ"ד מג(3) 57 (התשמ"ט-
1989) 3.66(151)
ע"א 324/63 סגל נ' חברת גורג'ני מג"י בע"מ, פ"ד יח(4) 371 (התשכ"ה-1964) 17.18(37)

ע"א 139/87 סולימני נ' מ. כץ ושות' חברה קבלנית לבנין בע"מ, פ"ד מג(4) 705 (התש"ן-1989) 14.18 (41)
 ע"א 359/88 סולל בונה בע"מ נ' כונס ומפרק של כוכב השומרון עמנואל בע"מ, פ"ד מה(3) 862 (התשנ"א-
 1991) 23.43, (103), (106), 23.54, 23.54, (138), (141), 24.9, (28)
 ע"א 79/89 סולל בונה בע"מ נ' אחים גולדשטיין חברה לשיכון ופיתוח בע"מ (בפירוק), פ"ד מו(3) 58
 (התשנ"ב-1992) 17.48, (104) 18.8 (20)
 ע"א 400/88 סוקול נ' כלנית ניהול והחזקה בע"מ (בפירוק), פ"ד מה(2) 866 (התשנ"א-1991) 12.1 (2)
 ע"א 11550/04 סיטבון נ' סיטבון (מיום כ"ד אדר התשס"ז, 14.3.2007) 20.9 (25)
 ע"א 2758/12 סמבל נ' כונס הנכסים הרשמי (מיום כ"ג תשרי התשע"ג, 9.10.2012) 21.29 (56)
 דנג"ץ 4601/95 סרוסי נ' בית-הדין הארצי לעבודה, פ"ד נב(4) 817 (התשנ"ט-1998) 17.54 (118)

ע

ע"א 8343/01 עובדיה נ' סיבל נהריה בע"מ (בכינוס נכסים), פ"ד נח(6) 400 (התשס"ד-2004) 3.48 (116)
 ע"א 1899/12 עופר נ' המנהל המיוחד לנכסי החייבת אסתר עופר (מיום ז' אב התשע"ב, 26.7.2012) 20.8 (24)
 ד"נ 32/84 עיזבון וויליאמס נ' Israel British Bank, פ"ד מד(2) 265 (התש"ן-1990) 17.18, (37) 18.4 (6)
 בג"ץ 7009/04 עיריית הרצליה נ' היועץ המשפטי לממשלה (ה' אדר א' התשע"ד, 5.2.2014) 17.45 (94)
 ע"א 5735/09 עיריית טבריה נ' סינאוני (מיום כ"ה ניסן התשע"ב, 17.4.2012) 21.26 (47)
 ע"א 10233/04 עיריית יהוד נ' י.ר.א.ב. שירותי נוי 1985 בע"מ (מיום ג' שבט התשס"ו, 1.2.2006) 4.64 (203)
 בג"ץ 366/03 עמותת מחויבות לשלום וצדק חברתי נ' שר האוצר, פ"ד ס(3) 464 (התשס"ו-2005) 20.19 (50)
 ע"א 7442/97 עמית נ' עמית, פ"ד נד(4) 625 (התש"ס-2000) 20.9 (25)
 ע"א 3760/03 עמרן נ' הנאמן על נכסי יוסף אייפרמן, פ"ד נט(5) 735 (התשס"ה-2005) 7.25, (51)
 (73) 15.26, (42) 15.16, (12) 15.7
 ע"א 10406/06 עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (מיום י"א טבת התש"ע, 28.12.2009) 22.5 (7)
 ע"א 312/07 ערבות פיתוח הנגב והשפלה (1995) בע"מ נ' מנור (מיום ח' שבט התשס"ט, 2.2.2009) 7.38 (74)
 ע"פ 3891/04 ערד השקעות ופיתוח נ' מדינת ישראל, פ"ד ס(1) 294 (התשס"ה-2005) 9.12 (34)

פ

ע"א 7516/02 פישר נ' מפרק ס. דנהיל תעשיות כלליות בישראל בע"מ (בפירוק), פ"ד ס(1) 69 (התשס"ה-
 2005) 8.49 (127)
 ע"מ 4420/13 פלוני נ' פלונית (מיום כ"ב טבת התשע"ה, 13.1.2015) 9.12, (35) 10.15, (29) 23.66, (170)
 בע"מ 919/15 פלוני נ' פלונית (מיום כ"ה תמוז התשע"ז, 19.7.2017) 20.28 (64)
 ע"א 3083/13 פלונית נ' שיכמן (מיום כ' טבת התשע"ה, 1.1.2015) 21.32, 21.32 (65)
 ע"א 141/74 פפרבוים נ' שירזלי, פ"ד ל(1) 20 (התשל"ו-1975) 13.58 (159)
 ע"א 648/82 פקיד השומה לגביה מיוחדת נ' כונס הנכסים של יבנה תעשיות בניינים בע"מ (בפירוק), פ"ד
 לח(3) 813 (התשמ"ד-1984) 19.11 (38)
 ע"א 438/90 פקיד שומה חיפה נ' הד הקריות בע"מ, פ"ד נא(5) 668 (התשנ"ח-1997) 19.21 (67)
 בג"ץ 5304/92 פר"ח 1992 סיוע לנפגעי חוקים ותקנות למען ישראל אחרת נ' שר המשפטים, פ"ד מז(4)
 715 (התשנ"ג-1993) 4.16, 4.16, (42) 4.15 (50)
 ע"פ 37/07 פרג נ' מדינת ישראל (מיום ג' אדר ב' התשס"ח, 10.3.2008) 16.16 (62)
 ע"א 8357/09 פרדו נ' המנהל המיוחד בפשיטת הרגל של אברהם ורוזה פרדו (מיום כ"א טבת התש"ע,
 7.1.2010) 21.35, (52) 21.28 (71)
 ע"א 524/88 "פרי העמק" – אגודה חקלאית שיתופית נ' שדה יעקב, פ"ד מה(4) 529 (התשנ"א-1991) 12.60, (41) 12.60 (133)
 רע"א 86/89 [עו"ד] פריצקי נ' מפרקי גני אביב הנדסה ובנין בע"מ, פ"ד מג(1) 424 (התשמ"ט-1989) 13.40, (106)
 (106) 13.40, (86) 13.34, (2) 13.1

ע"א 3295/94 פרמינגר, הנאמן על נכסי חוה ויוסף מור פושטי-רגל נ' מור, פ"ד נ(5) 111 (התשנ"ז-1997) (18), (16)20.7

צ

ע"א 407/89 צוק אור בע"מ נ' קאר סקוירטי בע"מ, פ"ד מח(5) 661 (התשנ"ה-1994) (109)13.40, (112)15.42, (89)19.26
 ע"א 1560/90 ציטיאט נ' הבנק הבינלאומי הראשון בע"מ, פ"ד מח(4) 498 (התשנ"ה-1994) (32)18.14
 דנ"א 258/98 צמח נ' שלשבסקי, פ"ד נה(4) 193 (התשנ"ט-1998) (32)18.14

ק

ע"א 680/83 קדוש נ' עמור, פ"ד לח(2) 547 (התשמ"ד-1984) (178)12.74
 בג"ץ 199/88 קהילת ציון אמריקאית (בפירוק) נ' יו"ר הוועדה המקומית לתכנון ולבנייה קרית אתא, פ"ד מג(1) 89 (התשמ"ט-1989) (94)17.45
 רע"א 102/00 קודצי נ' בנק עצמאות למשכנתאות בע"מ, פ"ד נד(4) 761 (התשס"א-2000) (87)12.38
 ע"א 455/89 קולומבו מאכל ומשקה בע"מ נ' בנק למסחר בע"מ, פ"ד מה(5) 490 (התשנ"א-1991) (81)17.38, 17.25, 17.14, 17.13, 17.12, 17.10, 17.9, (6)17.7, (49)16.12
 ע"א 817/79 קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח(3) 257 (התשמ"ד-1984) (1)13.1
 ד"נ 29/84 קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח(4) 565 (התשמ"ד-1984) (83)1.33, (82)1.33
 ע"א 41/68 קופלמן נ' הנאמן בפשיטת-רגל של מאיר גרבר, פ"ד כב(2) 19 (התשכ"ח-1968) (18)18.8, 18.8
 ע"א 189/89 קופת חולים מכבי נ' קופת החולים של ההסתדרות, פ"ד מח(4) 817 (התשנ"א-1991) (26)14.14
 ע"א 4263/04 קיבוץ משמר העמק נ' מפרק אפרוחי הצפון בע"מ, פ"ד סג(1) 548 (התשס"ט-2009) (59)16.15, (55)16.15, (141), (138), (136)13.53, 13.53, 13.52, (129)13.51, (94)13.37
 רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממז (מיום י' אלול התשע"ב, 28.8.2012) (21)24.6, (7)22.5
 ע"א 5503/92 קירצמן נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד מט(1) 749 (התשנ"ד-1994) (143)4.38
 ע"א 149/90 קלאר נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד מה(3) 61 (התשנ"א-1991) (68)21.33
 ע"א 2223/99 קריספי נ' ח. אלקטרוניקה בע"מ, פ"ד נ(5) 116 (התשס"ג-2003) (48)2.31, (8)1.4
 (35)21.18, (132)13.52, 13.52, (123)3.51

ר

ע"א 187/89 רובין נ' זהר, פ"ד מה(5) 824 (התשנ"ב-1991) (6)14.4
 ע"פ 4675/97 מדינת ישראל, פ"ד נג(4) 337 (התשנ"ט-1999) (29)6.10
 ע"א 3376/11 רוזנברג נ' כונס הנכסים הרשמי (מיום ב' חשון התשע"ד, 6.10.2013) (58)21.30, (56)21.29 – (53)21.28
 ע"א 520/80 רוזנברג נ' רובינשטיין, פ"ד לח(1) 85 (התשמ"ד-1984) (11)4.4
 ע"א 1091/15 רוזנפלד נ' Dolphin Fund Limited (מיום ד' תמוז התשע"ו, 13.7.2016) (92)24.33
 ע"א 756/80 רוזנשטיין נ' סולומון, פ"ד לח(2) 113 (התשמ"ד-1984) (95)17.45
 ע"א 447/92 רוט נ' אינטרקונטיננטל קרדיט קורפוריישן, פ"ד מט(2) 102 (התשנ"ה-1995) (159)13.58
 ע"א 1034/92 רמות זכרון בע"מ נ' כונס הנכסים של מלון מנדרין בע"מ (מיום כ"ז טבת התשנ"ג, 20.1.1993) (107)4.27
 ע"א 790/85 רשות שדות התעופה נ' עו"ד גרוס, כונס נכסים, פ"ד מד(3) 185 (התש"ן-1990) (57)16.15, (119)17.54, 17.52, (109)17.51, (103)17.48, 17.48, (101)17.46, (94)17.45, (91)17.44
 ע"א 10547/05 רשם הקבלנים נ' ש.י.א. רפאל פרויקטים בע"מ (מיום כ"ב אלול התשע"ב, 9.9.2012) (24.37, (108), (107), (105), (104), (101)24.36, 24.36
 24.41, 24.40, (122)24.40, 24.38, (112), (110)24.37

ש

- ע"א 184/77 שגיב נ' כונסי נכסים, מפרקים ומנהלים של צוות ר.ל. לבניה והשקעות בע"מ, פ"ד לב (1) 265 (התשל"ז-1977)
- ע"א 3130/99 שובל הנדס ובניין (1988) נ' י.ש.מ.פ. חברה קבלנית לבנין בע"מ, פ"ד נח (3) 118 (התשס"ד-2004)
- ע"א 196/87 שוויגר נ' לוי, פ"ד מו (3) 2 (התשנ"ב-1992)
- ע"א 505/62 שותפות אחים מאיר נ' מפרק חברת אשראי לעם בע"מ (בפירוק), פ"ד יז 833 (התשכ"ג-1963)
- ע"א 181/73 שטוקמן נ' ספיטאני, פ"ד כח (2) 182 (התשל"ד-1974)
- ע"א 55/62 שטיינבאום נ' "צבע" תעשייה מזרחית לצבעים, פ"ד טז 574 (התשכ"ב-1962)
- ע"א 635/71 שיווק מוצרי אוטוקרס בע"מ נ' כונסי הנכסים של אוטוקרס בע"מ, פ"ד כו (1) 682 (התשל"ב-1972)
- ע"א 3225/99 שיכון עובדים בע"מ נ' טש"ת חברה קבלנית לבניין בע"מ, פ"ד נג (5) 97 (התש"ס-1999)
- ע"א 59/80 שירותי תחבורה ציבוריים באר שבע בע"מ נ' בית הדין הארצי לעבודה, פ"ד לה (1) 828 (התש"ם-1980)
- ע"א 6492/00 שלדות מפעלי מתכת בע"מ נ' שחיבר, פ"ד נו (5) 925 (התשס"ב-2002)
- רע"א 8791/00 שלם נ' טווינקו בע"מ, פ"ד סב (2) 165 (התשס"ז-2006)
- רע"א 8552/10 שני נ' בנק מזרחי-טפחות בע"מ (מיום ט"ז טבת התשע"א, 23.12.2010)
- ע"א 5877/92 שפיר נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד מז (4) 710 (התשנ"ג-1993)
- בש"א 1209/03 שקולניק נ' קניאל אריות משקה בע"מ (מיום כ' אייר התשס"ז, 7.5.2007)
- ע"א 11386/05 שרבט מלכיאל ובניו בנין לעם בע"מ נ' אלמוג (מיום ט' אב התשס"ז, 24.7.2007)
- ע"א 264/83 שרביט נ' צדיק, פ"ד לז (4) 746 (התשמ"ד-1983)
- ע"א 8044/13 ששון לוי בע"מ נ' שיכון ובניו נדל"ן השקעות בע"מ (מיום י"ג אדר א' התשע"ד, 13.2.2014)
- 12.19, 12.15, (30), (29), 12.12, 12.12

ת

- רע"א 5990/08 ת.ג.י. בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ (מיום ז' תמוז התשס"ח, 10.7.2008)
- ע"א 8937/05 תבין נ' כונס הנכסים הרשמי (מיום ג' שבט התשס"ז, 22.1.2007)
- ע"א 138/79 תומר מוצרי עור בע"מ נ' לוינסקי, פ"ד לה (1) 409 (התשמ"א-1980)
- ע"פ 94/65 תורג'מן נ' היועץ המשפטי לממשלה, פ"ד יט (3) 57 (התשכ"ה-1965)
- ע"א 2070/06 תשתית ציוד ובניו בע"מ נ' כונס הנכסים של מיטב השדה בע"מ (מיום ט' אלול התשס"ח, 9.9.2008)
- (20)16.4

שמות זרים

- רע"א 73/00 AMS Technical Systems Inc. נ' בזק, החברה הישראלית לתקשורת בע"מ, פ"ד נד (2) 394 (התש"ס-2000)
- ע"א 4226/91 בש"א 888/93 Froeip Renggli & Partners נ' בנק דיסקונט (מיום ט"ז אדר התשנ"ד, 27.2.1994)
- בר"ע 6422, 6418/93 MAT Investment Corp. נ' כונס הנכסים של תשלובת שטיחי כרמל, פ"ד מט (2) (התשנ"ה-1995)
- (65)23.31, (128)16.44

פסקי דין והחלטות של בתי המשפט המחוזיים

א

- בר"ע (מחוזי ת"א) 1695/04 א.י.ג.ס. נכסים בע"מ נ' כונס הנכסים של אברהם בן-לוי (מיום כ"א סיון התשס"ד, 10.6.2004) (28)12.11
- פר"ק (מחוזי ת"א) 1828/02 א.פ. השקעות (70) בע"מ נ' הבנק לפיתוח התעשייה בע"מ (מיום כ"ו אלול התשס"ב, 3.9.2002) 7.43, 7.42, (78), (77)7.39, 7.39, (44)7.22
- פר"ק (מחוזי ת"א) 28505-05-16 [בעניין] א.ר. לוגיסטיק נדל"ן בע"מ – אדמה (22)2.18
- פר"ק (מחוזי נצ"ר) 314-08 אברגיל נ' כונס הנכסים הרשמי (מיום כ"ו סיון התשע"ז, 8.6.2010) (41)20.16, (78)21.36
- פר"ק (מחוזי חי') 230/01 אגא עלי נ' הכונס הרשמי (מיום י"ז שבט התשס"ב, 30.1.2002) (40)20.15
- פר"ק (מחוזי ת"א) 53253-06-11 אגרסקו חברה לייצוא חקלאי בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי – מחוז תל אביב (מיום ז' סיון התשע"ה, 25.5.2015) (148)24.48
- תנ"ג (מחוזי מרכז) 12-10466-09 אוסטרובסקי נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ (מיום כ"ד אב התשע"ה, 9.8.2015) (79)21.36
- פר"ק (מחוזי ת"א) 1716/09 [בעניין] אופק אינטרנשיונל נדל"ן בע"מ (מיום כ"ב תמוז התשע"א, 24.7.2011) (100)24.36
- פר"ק (מחוזי חי') 8900-02-17 [בעניין] אור בטיחות וסחר ע"מ (מיום י"ג שבט התשע"ז, 9.2.2017) (50)11.28
- פר"ק (מחוזי ת"א) 59196-02-16 [בעניין] אור סיטי נדל"ן מקבוצת ענבל אור בע"מ (מיום כ"ו סיון התשע"ו, 1.8.2016) (9)4.3, (22)2.18
- פר"ק (מחוזי ת"א) 59196-02-16, פש"ר 29644-03-16 [בעניין] אור סיטי נדל"ן מקבוצת ענבל אור בע"מ (מיום כ"ו תמוז התשע"ו, 1.8.2016) (91)7.46, (63)7.33
- פר"ק (מחוזי ת"א) 37456-06-14 [בעניין] אורכית תקשורת בע"מ (בפירוק זמני) (מיום ו' אב התשע"ה, 22.7.2015) (192)23.78
- פר"ק (מחוזי ת"א) 11478-06-13 [בעניין] אי. די. בי חברה לאחזקות בע"מ (מיום י"ג חשוון התשע"ד, 17.10.2013) (28)23.15
- פר"ק (מחוזי ת"א) 11478-06-13 [בעניין] אי. די. בי חברה לאחזקות בע"מ (מיום י"ד טבת התשע"ד, 17.12.2013) (116)9.45, (35)8.16, 8.16, (117)7.57, (24)6.8, (71)4.21, (12)2.12
- פר"ק (מחוזי ת"א) 11478-06-13 [בעניין] אי. די. בי חברה לאחזקות בע"מ (מיום י"ח כסלו התשע"ד, 21.11.2013) (158)24.51, (41)24.18, (41)23.19, (38)2.27, (2)22.2
- פר"ק (מחוזי ת"א) 36681-04-13 [בעניין] אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ (מיום כ' אייר התשע"ג, 30.4.2013) (51)23.23, (35)8.16, 8.16, (27)4.9, 4.9, (4)1.2
- פר"ק (מחוזי ת"א) 36681-04-13 [בעניין] אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ (מיום כ"ד אייר התשע"ג, 4.5.2013) (18) (17)22.6, (9)22.5, (124)9.50
- פר"ק (מחוזי ת"א) 36681-04-13 [בעניין] אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ (מיום כ"ד סיון התשע"ג, 1.6.2013) (173)23.67, (137)12.61, (135)7.73, (115)7.57, (114)7.56, (112)7.55, (111)7.54
- פר"ק (מחוזי ת"א) 2203/04 איזנברג נ' דיאקום בתקשורת (2000) בע"מ (מיום כ"ט טבת התשס"ה, 10.1.2005) (74)7.38
- ה"פ (מחוזי ת"א) 44660-12-11 איי אל ישראל אקוויטי בע"מ נ' תדביק בע"מ (מיום ט"ו טבת התשע"ב, 10.1.2012) (197)23.83
- ת"א (מחוזי מרכז) 5427/03 איי בי מייק אפ פרופסיונל בע"מ נ' מיקיילה ביוטי בע"מ (מיום כ"ד אלול התשס"ה, 28.9.2005) (6)4.3
- פר"ק (מחוזי מרכז) 34468-01-12 [בעניין] אייס אוטו דיפו בע"מ (מיום כ"ג טבת התשע"ב, 18.1.2012) (67)9.29, (44)9.17
- פר"ק (מחוזי מרכז) 49258-07-12 [בעניין] אייס רשתות שיווק – מוצרי צריכה בע"מ (25)23.15, 23.15

- פר"ק (מחוזי ת"א) 42576-02-13 [בעניין] אלביט הדמיה בע"מ (מיום י"ג אלול התשע"ג, 19.8.2013), 6.4, 9.19, (45)9.17, 6.8
- פר"ק (מחוזי ת"א) 42576-02-13 [בעניין] אלביט הדמיה (מיום י"ג אלול התשע"ג, 19.8.2013), 7.64, (175)23.68, 23.68, (126)7.64
- פר"ק (מחוזי ת"א) 42576-02-13 [בעניין] אלביט הדמיה (מיום כ"ט טבת התשע"ד, 1.1.2014), (43)23.20, (2)24.1
- ת"א (מחוזי ת"א) 23408-06-13 אלביט הדמיה בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ (מיום י"ב תמוז התשע"ג, 20.6.2013), (48)9.19, (39)8.17
- פר"ק (מחוזי ת"א) 42576-02-13 [בעניין] אלביט הדמיה בע"מ, בקשת הנושים להסדר (מיום י' תמוז התשע"ג, 18.6.2013), (35)8.16, 8.16
- פש"ר (מחוזי י-ם) 4302/07, בש"א 3510/08 [בעניין] אלומות מ.ג. הנדסה בע"מ (בהקפאת הליכים) (מיום י"ג אב התשס"ח, 14.8.2008), (42)24.18
- פש"ר (מחוזי י-ם) 4304/07, בש"א 7689/07 [בעניין] אלומות מ.ג. הנדסה בע"מ (מיום י"ח טבת התשס"ח, 27.12.2007), (68)12.32, (50)11.28
- פר"ק (מחוזי מרכז) 18975-01-16 [בעניין] אלון רבוע כחול ישראל בע"מ (מיום כ"א סיון התשע"ז, 27.6.2016), (191)23.77, (83)23.37, 23.15, (9)22.5, (4)22.3
- פר"ק (מחוזי ת"א) 70553-09-16 [בעניין] אליעזר פישמן (מיום א' אייר התשע"ז, 27.4.2017), (41)23.19
- המ' (מחוזי ת"א) 9701/84 [בעניין] אלסקה ספורטלייף, פ"מ תשמ"ו (2) 287 (1984), (112)17.52
- בש"א (מחוזי ת"א) 19229/01 אלרוד ייזום ונדל"ן בע"מ נ' הרשות לניירות ערך (מיום ט' כסלו התשס"ג, 14.11.2002), (141)8.58
- פר"ק (מחוזי ת"א) 24819-04-13 אמ.אמ.ג.י. עסקים בע"מ נ' גילאון השקעות (1979) בע"מ (מיום כ"ז טבת התשע"ה, 18.1.2015), (199)23.84
- פר"ק (מחוזי נצ') 21285-02-13 [בעניין] אמיר שחאדה לבניין ופיתוח בע"מ (מיום כ"ז חשון התשע"ד, 31.10.2013), (2)24.1
- פר"ק (מחוזי ת"א) 10344-11-09 [בעניין] אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (5)4.3, (15)1.7, 6.8, 7.6, (11)7.6, (45)9.17, (7)23.8, 9.19, (147)24.48, (132)23.52, (23)23.63, 24.50
- פר"ק (מחוזי ת"א) 10344-11-09 [בעניין] אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (הסדר הנושים מיום כ"ב חשון התש"ע, 9.11.2009), (54)23.26, (35)8.16, 8.16
- פר"ק (מחוזי ת"א) 10344-11-09 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' הרמטיק נאמנות (מיום ד' טבת התש"ע, 21.12.2009), (154)-(152)23.59, (21)23.15, 23.15, (123)7.62
- (159)23.61, 23.61, 23.60
- פר"ק (מחוזי ת"א) 40721-09-12 [עו"ד] ארבבל, נאמן נ' בנק לאומי לישראל בע"מ (בעניין קבוצת מעריב (בהקפאת הליכים)) (מיום ד' חשון התשע"ג, 23.10.2012), (64)24.23
- פש"ר (מחוזי ת"א) 2717/07 [עו"ד] ארוז בתפקידו כמנהל מיוחד נ' אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (בעניין אופטיקנית - רשת חנויות אופטיקה בע"מ) (מיום י"ט אב התשס"ח, 20.8.2008), (67)14.30, (66)
- פר"ק (מחוזי ת"א) 19933-09-10 [בעניין] ארוזים השקעות בע"מ (מיום כ' סיון התשע"א, 22.6.2011), (3)24.1, (54)23.26
- פש"ר (מחוזי ת"א) 1818/01 [בעניין] אתגרים – סוכנות לביטוח (1995) בע"מ (מיום ח' ניסן התשס"ב, 21.3.2002), (44)7.22
- פש"ר (מחוזי ת"א) 1692/05, בש"א 21448/05 אתי תעשיות דנטליות בע"מ נ' המפרק הזמני של חברת אריאל תאגיד לרפואה ואסתטיקה בע"מ (מיום א' אדר התשס"ו, 1.3.2006), (19)17.11

ב

- פר"ק (מחוזי ת"א) 38673-11-12 [בעניין] ב.ס.ר אירופה בע"מ (מיום י' טבת התשע"ג, 23.12.2012), (135)7.73
- פר"ק (מחוזי ת"א) 47218-07-16 בבאג'נוב נ' עו"ד שפלו, כונס נכסים (מיום כ"ג אב התשע"ז, 15.8.2017), (92)17.45

פ"ש"ר (מחוזי ת"א) 1361/02, בש"א 9258/01 בוק, החברה הישראלית לתקשורת בע"מ נ' תבל תשדורת בינלאומית לישראל בע"מ, פ"מ תשס"א (2) 699 (התשס"ב-2002) 1.15(35), 14.15(30), 14.16(34), 14.20(35), 14.16(34), 3.48(117), פר"ק (מחוזי מרכז) 48555-05-13 [בעניין] בטר פלייס ישראל (ח.ת.) 2009 בע"מ (7)4.3, (90)24.32, פר"ק (מחוזי י-ם) 14554-02-14 [בעניין] בית החולים הדסה (מיום כ"ג אדר ב' התשע"ד, 25.3.2014) 14.18(40) המ' (מחוזי ת"א) 1989/93 בליס אופנה בע"מ (בכינוס נכסים) נ' סריגי גחלת בע"מ, פ"מ תשנ"ו (3) 133 (1994) 16.9(38) בר"ע (מחוזי ת"א) 1129/06 בן צבי נ' בנק לאומי למשכנתאות בע"מ (מיום ט"ו סיון התשס"ו, 11.6.2006) 24.31(87) פ"ש"ר (מחוזי ת"א) 2402/08 בנק דיסקונט לישראל בע"מ נ' מגדל הזוהר לבנין בע"מ (מיום י' תבת התשס"ט, 6.1.2009) 7.39(79) ה"פ (מחוזי ת"א) 14/88 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' עו"ד בר, כונס הנכסים של לנדקו-רובינשטיין בע"מ (מיום כ"ה אדר התשמ"ח, 14.3.1988) 3.42(102) פ"ש"ר (מחוזי ת"א) 1398/02 בנק למסחר בע"מ (מחוזי ת"א) 10212/02 [בעניין] בנק למסחר בע"מ – בפירוק זמני, פ"מ תשס"א (2) 931 (התשס"א-2002) 9.9(25) ת"א (מחוזי י-ם) 1595/87 בנק צפון אמריקה בע"מ (מיום 10.9.18) 10.9(18) פ"ש"ר (מחוזי ת"א) 1034/02 בר און נ' אליהו (ג' ניסן התשס"ד, 25.3.2002) 13.54(143) פ"ש"ר (מחוזי ת"א) 1553/00 [בעניין] ברית פיקוח לקואופרציה החקלאית העובדת בע"מ (מיום כ"ח אלול התשס"ב, 5.9.2002) 23.43(104)

ג

פר"ק (מחוזי י-ם) 850/03 גוטורט נ' עו"ד כהן, המפרק הזמני של עמותת רמת איתרי (מיום ט' תמוז התשע"א, 11.7.2011) 4.19(65) פ"ש"ר (מחוזי ת"א) 1554/03, בש"א 8710/04 גוטר נ' המנהלת המיוחדת של קומגייטס בע"מ (מיום י' חשון התשס"ה, 25.10.2004) 7.2(3) ה"פ (מחוזי י-ם) 7236-05-11 גולדפון בע"מ נ' ב. יאיר חברה קבלנית לעבודות בניה 1988 בע"מ (מיום י"א אב התשע"א, 11.8.2011) 23.83(197) ת"א (מחוזי מרכז) 14281-05-10 גולדשמידט נ' טי.גי.אי השקעות נדל"ן בע"מ (מיום י"א אייר התשע"ה, 30.4.2015) 13.37(94) המ' (מחוזי ת"א) 1800/98 [בעניין] גיבור סברניה מפעלי טקסטיל בע"מ פרוטוקול דיון (מיום ל' ניסן התשנ"ח, 26.4.1998) 12.31(64) פר"ק (מחוזי מרכז) 1783-06-15 גיה בניה ופיתוח בע"מ נ' הבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ (מיום י"ח שבט התשע"ו, 28.1.2016) 23.48(119) פר"ק (מחוזי ת"א) 24819-04-13 [בעניין] גילאון השקעות (1979) בע"מ (מיום י"א כסלו התשע"ד, 14.11.2013) 23.85, 23.83(196), 23.84(199), 23.85 ת"א (מחוזי ת"א) 2629/86 גני אביב, הנדסה ובנין בע"מ (בפירוק) נ' פריצקי, פ"מ תש"ן (1) 177 (1989) 4.51(170), 4.35(135) פ"ש"ר (מחוזי ת"א) 466/93, בש"א 26205/00 [בעניין] [עו"ד] גרבש יחיאל (כפשיטת-רגל) (מיום כ"ז כסלו התשס"א, 24.12.2000) 12.10, 12.10(23), 25(25)

ד

פ"ש"ר (מחוזי נצ') 202/01, בש"א 1095/02 דחפור הגולן עבודות עפר ופיתוח בע"מ נ' פריצקר יזמות בע"מ (מיום י"ב אדר התשס"ב, 24.2.2002) 12.41(94) פ"ש"ר (מחוזי ת"א) 1423/03, בש"א 10394/03 די.אי.טי בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ (מיום כ"ח כסלו התשס"ד, 23.12.2003) 17.11(18) ת"א (מחוזי ת"א) 280/81 דיסקונט ליסינג (1979) בע"מ נ' שמואל בן ברק בע"מ (מיום י"ז אייר התשנ"ב, 20.5.1992) 17.9(13)

- פר"ק (מחוזי ת"א) 30869-11-09 [בעניין] דירקט קפיטל אינווסטמנטס בע"מ (4)24.1
 פר"ק (מחוזי ת"א) 12230-04-12 [בעניין] דלק נדל"ן בע"מ 9.19, (45)9.17, (12)7.6, 7.6, 6.8, 6.4
 פר"ק (מחוזי ת"א) 12230-04-12 [בעניין] דלק נדל"ן בע"מ, בקשת החברה להסדר נושים (מיום ז' שבט
 התשע"ב, 31.1.2012) 8.16, (35)8.16
 פר"ק (מחוזי ת"א) 62206-01-12 דלק נדל"ן בע"מ נ' רוניק פז נבו נאמנויות בע"מ (מיום י"ח אדר התשע"ב,
 12.3.2012) 23.39, (87)23.39, (163)23.62, (168), (171)23.67
 פר"ק (מחוזי ת"א) 62206-01-12 דלק נדל"ן בע"מ נ' רוניק פז נבו נאמנויות בע"מ (מיום י"א תשרי
 התשע"ג, 27.12.2012) 23.15, (22)23.15, (54)23.26, (164)23.62, (167)23.64, (169)23.66

ה

- פש"ר (מחוזי ת"א) 1361/02, בש"א 21590/02 הוטל. קום בע"מ נ' המנהל המיוחד לחברות תבל תשדורת
 בינלאומית לישראל בע"מ וגוונים טלויזיה בכבלים בע"מ (מיום ג' אדר א' התשס"ג, 5.2.2003) 12.1 (1)
 המ' (מחוזי ת"א) 6483/97 הום מארט בע"מ נ' הכנר (מיום כ"ט אייר התשנ"ז, 5.6.1997) 12.41
 פש"ר (מחוזי חי') 159/04, בש"א 2792/05 [בעניין] החייבת נורית דרייפוס (מיום כ"ד אב התשס"ז,
 8.8.2007) 13.26 (71)
 פש"ר (מחוזי חי') 395/05, בש"א 9050/05 הידרו טכנולוגיות לאיכות הסביבה בע"מ נ' בנק לאומי לישראל
 בע"מ (מיום י"א תמוז התשס"ה, 18.7.2005) 14.15 (30), 14.18 (40)
 ת"א (מחוזי ת"א) 2303/90, המ' 15055/91 הכונס הרשמי נ' רון, פ"מ תשנ"ב (2) 182 (1992) 4.16 (53)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1581/00, בש"א 12145/01 המנהל המיוחד לאחזקות אבוקדו (1999) בע"מ נ' הוד
 פיטנגו בע"מ (מיום כ"ו אב התשס"ה, 15.8.2001) 16.10 (41)
 ת"א (מחוזי ת"א) 2191/91, המ' 15677/91 המנהל המיוחד של חברת סאבי ליין בע"מ (בפירוק) נ' רחמי
 ושות' בע"מ (מיום י"ג כסלו התשנ"ג, 8.12.1992) 12.46 (107), 13.11 (30)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1277/02, בש"א 7457/03 המנהל המיוחד של פרו-לייזר בע"מ נ' Wecco Briot
 International Ltd. (מיום י"ג כסלו התשס"ד, 8.12.2003) 24.34 (96)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 11448/02 המנהל המיוחד של רונדופלס בע"מ (בהקפאת הליכים) נ' קרגו אמרפורד
 אינטרנשיונל (1980) בע"מ (מיום כ"ג תמוז התשס"ב, 3.7.2002) 17.45 (93)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1679/02, בש"א 23311/04 המנהלת המיוחדת של מתן נגב שרימפס בע"מ נ' אשלים,
 אגודה להתיישבות חקלאית בע"מ (מיום ח' טבת התשס"ה, 20.12.2004) 14.15 (29)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1439/05, בש"א 171193/05 המפרק הזמני של פיצה מטר בע"מ נ' סולומון חברה לבנין
 ופיתוח בע"מ (מיום כ"ו כסלו התשס"ו, 27.12.2005) 14.44 (108)
 פש"ר (מחוזי חי') 220/02 המפרקים הזמניים של מועדון הכדורגל הפועל חיפה בע"מ (בפירוק) נ'
 ההתאחדות לכדורגל בישראל (מיום י"א שבט התשס"ז, 30.1.2007) 22.7 (20), 18.9 (21)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1153/02, בש"א 19640/02 [בעניין] המשביר לצרכן ישראל בע"מ (מיום א' אייר
 התשס"ד, 22.4.2004) 12.42 (95)
 ת"א (מחוזי ת"א) 94/91, המ' 7215/91 הנאמן בפשיטת-רגל של ישראלה קושניר נ' קושניר (מיום כ"ב
 תמוז התשנ"ב, 23.7.1992) 13.12 (37)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1361/02, בש"א 22036/02 הנאמן והמנהל המיוחד של "תבל" תשדורת בינלאומית
 לישראל בע"מ נ' Warner Bros. International Television Distribution, פ"מ תשס"ב (2) 19
 (התשס"ג-2003) 1.15 (35)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1202/02, בש"א 21477/02 הנאמן להסדר הנושים של תדיר-גן מתכת בע"מ (מיום כ"ט
 אדר א' התשס"ג, 3.3.2003) 4.27 (110)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1149/02, בש"א 20041/03 הנאמן להסדר נושים של ריקמור בע"מ נ' טיבון ויל אחזקות
 בע"מ (מיום י' אדר התשס"ד, 3.3.2004) 13.3 (9), 13.7 (22), 13.11 (34)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1617/01, בש"א 12695/02 הנאמן על עזבון המנוח יהודה קליש ז"ל נ' קליש (מיום כ"ד
 אדר א' התשס"ג, 26.2.2003) 13.12 (39)

- פש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05, בש"א 24176/05 הנאמנים של קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ נ' המוסד לביטוח לאומי (מיום כ"ו חשון התשס"ח, 7.11.2007) 19.30, 19.31, (101)19.30, (3)23.3, (111)19.34
- פר"ק (מחוזי י-ם) 14554-02-14 [בעניין] הסתדרות מדיציניית הדסה (בהקפאת הליכים) 12.77, (186)12.77
פר"ק (מחוזי י-ם) 14554-02-14 הסתדרות מדיציניית הדסה נ' Hadassah Women's Organization of America Inc (מיום י"א אדר התשע"ד, 11.2.2014) 2.20, (24)2.21, (29)4.3, (8)4.3, (187)12.77, (43)9.17, (39)9.14, (17)9.7
- פר"ק (מחוזי י-ם) 14554-02-14 [בעניין] הסתדרות מדיציניית הדסה (בית החולים הדסה) (אישור הסדר ההבראה) (מיום כ"ב אייר התשע"ד, 22.5.2014) 23.3, (5)23.3, 23.48, (119)23.48
פר"ק (מחוזי ת"א) 12103-12-16 [בעניין] הראל אחזקות – מועדון כדורגל הפועל תל-אביב בע"מ (מיום י"ב כסלו התשע"ז, 12.12.2016) 24.39, (119)24.39
- פש"ר (מחוזי ב"ש) 9033/99 הרלט משאבות ועפר בע"מ נ' הכונס הרשמי (מיום ט' סיון התש"ס, 12.6.2000) 21.18, (35)21.18
- פר"ק (מחוזי י-ם) 26836-07914 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' חברת דואר ישראל בע"מ (מיום ט' אלול התשע"ד, 4.9.2014) 7.48, (97)7.48
- פר"ק (מחוזי ת"א) 4089-12-12 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' קמור (מיום כ"ג כסלו התשע"ג, 7.12.2012) 7.48, (97)7.48
- ת"א (מחוזי ת"א) 2091/03, בש"א 8549/04 הרשקוביץ נ' רמת אביבים בע"מ (מיום י"א תמוז התשס"ז, 27.6.2007) 24.6, (21)24.6
- פר"ק (מחוזי מרכז) 25351-01-12 [בעניין] התחנה המרכזית החדשה בתל-אביב בע"מ (בהסדר נושים) (עמדת הכנ"ר) (מיום י"ט כסלו התשע"ו, 1.12.2015) 23.20, (46)23.20
- פר"ק (מחוזי מרכז) 25351-01-12 [בעניין] התחנה המרכזית החדשה בתל-אביב בע"מ (בהסדר נושים) (מיום ג' שבט התשע"ו, 13.1.2016) 23.79, (193)23.79
- פר"ק (מחוזי מרכז) 25351-01-12 [בעניין] התחנה המרכזית החדשה בתל-אביב בע"מ (בהסדר נושים) (מיום ז' טבת התשע"ז, 5.1.2017) 23.19, (41)23.19
- פר"ק (מחוזי מרכז) 25351-01-12 [בעניין] התחנה המרכזית החדשה בתל-אביב בע"מ (בהסדר נושים) (מיום ל' אב התשע"ז, 22.8.2017) 13.50, (125)13.50, (127), (75)16.21, (46)23.20
- ו**
פש"ר (מחוזי ת"א) 1815/09 וינריב נ' עיריית תל אביב-יפו (מיום ד' תשרי התשע"ה, 28.9.2014) 21.26, (47)21.26
- ז**
פש"ר (מחוזי ת"א) 1397/02, בש"א 19407/02 [בעניין] זאבי תקשורת – מימון וניהול בע"מ (מיום ז' כסלו התשס"ג, 12.11.2002) 12.36, (77)12.36, (49)11.28, (95)4.24
- ח**
פש"ר (מחוזי ב"ש) 9173/03 חאיק נ' כונס הנכסים הרשמי (מיום ג' סיון התשס"ד, 23.5.2004) 4.3, (5)4.3
פר"ק (מחוזי ת"א) 1392/90 [עו"ד] חבר, המנהל המיוחד לצורך חקירה בענין החייב יוסף גיינו נ' גיינו (מיום ה' אייר התשע"א, 9.5.2011) 9.12, (36)9.12
- ת"א (מחוזי ת"א) 42061-01-12 חברת מגדל הזוהר לבנין בע"מ (בפירוק) נ' אביב ס.ה.ר נכסים מניבים בע"מ (מיום ב' בטבת התשע"ד, 5.12.2013) 4.51, (170)4.51
- בש"א (מחוזי ת"א) 104648/98 [בעניין] חברת תעשיות מפעלי חלב (י.ל) (כ"א כסלו התשנ"ט, 10.12.1998) 13.54, (143)13.54
- פר"ק (מחוזי י-ם) 26836-07-14 [בעניין] חברת דואר ישראל בע"מ 23.15, (112)4.27, (24)23.15
פר"ק (מחוזי י-ם) 26836-07-14 [בעניין] חברת דואר ישראל (מיום ט' אלול התשע"ד, 4.9.2014) 9.50, (124)9.50
- פש"ר (מחוזי ת"א) 302/97, בש"א 7831/01 חגבי-חגי, עו"ד, ורוני יונה, עו"ד, בתפקידים כנאמנים על נכסי החייב אינגן קסירר נ' Antwerp Diamantband NV (מיום ו' כסלו התשס"ב, 21.11.2001) 12.38, (84)12.38

- פר"ק (מחוזי חי') 40673-08-15 **חיון מחשבים בע"מ נ' רו"ח שרון (נאמנת)** (מיום ט"ו תשרי התשע"ו, 28.9.2015) 23.48 (119)
- פר"ק (מחוזי חי') 40673-08-15 **חיון מחשבים בע"מ נ' רו"ח שרון ועו"ד מזור (נאמנים)** (מיום ט"ו תשרי התשע"ו, 28.9.2015) 24.52, 24.52 (159)
- פש"ר (מחוזי ת"א) 2274/06 **חיימאווי נ' כונס הנכסים הרשמי** (מיום כ"ח אייר התשע"ה, 17.5.2015) 21.29 (56)
- פש"ר (מחוזי ת"א) 19064-01-15 **חליוא נ' כונס הנכסים הרשמי** (מיום י"ד אלול התשע"ז, 5.9.2017) 20.10 (29)
- פש"ר (מחוזי י-ם) [בעניין] 4212/07 **חפציבה בניה, פיתוח והשקעות בע"מ** 2.18, 2.18, (21)2.18, 4.28 (118), 5.23 (34), 10.9 (18)
- פש"ר (מחוזי נצ') 401/09, **בש"א 95/10 חרושת מתכת בית השיטה בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ** (י"ז שבט התש"ע, 1.2.2010) 23.34, (68)23.32 (70)

ט

- פר"ק (מחוזי מרכז) 54665-06-12 [בעניין] **טאו תשואות בע"מ (עמדת הכונס הרשמי)** (מיום כ"ה אדר התשע"ג, 7.3.2013) 3.67 (154)
- פש"ר (מחוזי ת"א) 1941/02 **טחנת קמח אשדוד בע"מ נ' חברת פיתהות – מעדן בע"מ** (מיום ז' כסלו התשס"ג, 13.11.2002) 12.10 (23)
- ת"צ (מחוזי ת"א) 15310-05-14 **טל נ' ברנר** (מיום ה' תמוז התשע"ו, 11.7.2016) 24.48 (148)
- ת"א (מחוזי ת"א) 67298-12-14 **טלכור טלקום בע"מ נ' קיסרי** (מיום כ"ח כסלו התשע"ו, 10.12.2015) 23.37 (85)
- פר"ק (מחוזי מרכז) 31163-01-16 [רו"ח] **טרבלסי, נאמן נ' ח.א.א אקסטרה אחזקות בע"מ** (מיום ח' אייר התשע"ו, 16.5.2016) 23.15, (26)23.16, (33)23.19, (42)23.19, (64)24.23, (116)24.37 (116)
- בש"א (מחוזי ת"א) 26197/05 [רו"ח] **טרבלסי, ד"ר נס, עו"ד ורו"ח, בתפקידים כנאמנים בהקפאת הליכים של חברת קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי** (מיום י"א כסלו התשס"ו, 12.12.2005) 3.49, (32)2.23 (119)
- פש"ר (מחוזי ת"א) 2083/07 [בעניין] **טרפיק השכרות רכב בע"מ** (מיום ט"ז באלול התשס"ז, 30.8.2007) 8.5 (12)
- ה"פ (מחוזי י-ם) 464/98 [בעניין] **טש"ת** 2.18 (21)

י

- בר"ע (מחוזי ת"א) 1598/07 **יהלומי איטליה אחזקות בע"מ נ' כונס הנכסים על זכויות תלם וניב בע"מ** (מיום ד' טבת התשס"ח, 13.12.2007) 12.10 (26)
- פש"ר (מחוזי ת"א) 1896/02 [בעניין] **יובל גר** 2.18 (21)
- פש"ר (מחוזי ת"א) 1896/02, **בש"א 10834/03 [בעניין] אמדר לבנין (אילת) בע"מ (בהקפאת הליכים)** (מיום ג' סיון התשס"ג, 3.6.2003) 23.54, (98)23.41, (6)12.2, (75)4.22 (141)
- פש"ר (מחוזי ת"א) 1896/02, **בש"א 19178/04 [בעניין] אמדר לבנין (אילת) בע"מ (בהקפאת הליכים)** (מיום י"ג תשרי התשס"ה, 28.9.2004) 24.18 (41)
- פר"ק (מחוזי י-ם) 42153-05-14 **יורשי מייקל ואסתר כריש ז"ל נ' מקור ראשון המאוחד (הצופה) בע"מ** (בפירוק) (מיום ט"ז סיון התשע"ו, 22.6.2016) 16.54 (167)

כ

- פש"ר (מחוזי י-ם) 68/86 [בעניין] **כוכב השומרון** 2.18 (21)
- פש"ר (מחוזי ת"א) 2425/04, **בש"א 14092/05 כונס הנכסים הזמני של חטיפון גל ייצור ושיווק מזון (1989) בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ** (מיום י"ד כסלו התשס"ו, 15.12.2005) 4.25 (105)
- פש"ר (מחוזי ת"א) 1209/01, **בש"א 13094/02 כונס הנכסים של גיב קבלנות כללית בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ** (מיום י"ב אייר התשס"ד, 3.5.2004) 19.8 (19)
- פש"ר (מחוזי ת"א) 2338/04, **בש"א 22489/05 כונס הנכסים של כלנית המרכז לתוכנות פי. סי. בע"מ נ' טיב טעם רשתות בע"מ** (מיום ל' חשון התשס"ז, 21.11.2006) 17.11 (18)

פ"ש"ר (מחוזי ת"א) 225/97, המ' 1765/98 כונס הנכסים של מגדלי השמש מ.ה. (1990) בע"מ נ' דוד צ'פניק ובניו בע"מ (מיום ב' סיון התשנ"ח, 27.5.1998) (13)16.2
 פ"ש"ר (מחוזי ת"א) 1001/04, בש"א 9554/04 כונס הנכסים של פוסטר מדיה (ישראל) בע"מ נ' שושן ורוד בע"מ (מיום כ"ג אלול התשס"ד, 9.9.2004) (11)13.5
 פירוק (מחוזי ת"א) 240/96, בש"א 104648/98 כונס הנכסים של תעשיות מפעלי חלב (י.ל.) בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (מיום כ"א כסלו התשנ"ט, 10.12.1998) (136)4.35
 פר"ק (מחוזי ת"א) 32206-09-16 [בעניין] כינוס מניות מוניטין עיתונות בע"מ (מיום ט"ז אדר התשע"ז, 14.3.2017) (65)24.23
 ת"א (מחוזי ת"א) 18327-12-11 כמפיל בע"מ נ' ניאופרם השקעות 1966 בע"מ (מיום כ' אייר התשע"ג, 30.4.2013) (197)23.83
 פ"ש"ר (מחוזי נצ') 342/05 כרדוש נ' כרדוש ושות' בע"מ (מיום ד' ניסן התשס"ו, 5.4.2006) (74)7.38

ל

פר"ק (מחוזי ת"א) 30126-06-14 [בעניין] לב האגם בע"מ (מיום י"ד אייר התשע"ה, 3.5.2015) (49)11.28
 בש"א (מחוזי ת"א) 22986/05 לוגיסטיקה בע"מ נ' המשביר הישן בע"מ (מיום ד' שבט התשס"ו, 2.2.2006) (169)16.55
 ת"צ (מחוזי ת"א) 1469-02-13 לוי נ' פסטה נונה בע"מ (מיום ד' כסלו התשע"ה, 26.11.2014) (170)23.66
 תנ"ג (מחוזי ת"א) 7541-12-14 לייבוביץ נ' יורש (מיום כ"ה אייר התשע"ו, 2.6.2016) (183)23.73
 (189)23.77
 ת"צ (מחוזי ת"א) 29520-03-13 לייטקום (ישראל) בע"מ נ' חבס השקעות (1960) בע"מ (בפירוק) (מיום כ"א אדר התשע"ז, 19.3.2017) (148)24.48
 פר"ק (מחוזי ת"א) 28472-04-16 [בעניין] לינום בע"מ (בהקפאת הליכים) (מיום ה' חשון התשע"ז, 6.11.2016) (166)24.52, (7)24.3

מ

ת"א (מחוזי ת"א) 1330/91 מ' ברסלויצ'ר ושות' בע"מ נ' כונסת הנכסים של אביב מדיקל סנטר בע"מ (מיום כ"ז תמוז התשנ"ב, 28.7.1992) (6)17.7
 ע"א (מחוזי חי') 2068/05 מ.ק.ש.י. סחר בע"מ נ' ויליפורד אינטרנשיונל בע"מ (מיום כ"ד סיון התשס"ז, 10.6.2007) (56)10.28
 פ"ש"ר (מחוזי ת"א) 6/09 [בעניין] מאיר בר (מיום ל' שבט התשע"ה, 19.2.2015) (31)9.11
 פ"ש"ר (מחוזי ב"ש) 6289/01 מגה באי בניה מתקדמת ומכנים ניידים בע"מ נ' א.ד.פ.א. בע"מ (מיום א' חשון התשס"ב, 18.10.2001) (70)11.39, (12)8.5
 פר"ק (מחוזי מרכז) 61098-06-15 [בעניין] מגה קמעונאות בע"מ (מיום י"ד תמוז התשע"ה, 1.7.2015) (88)24.32, 24.23, 23.15, (4)23.3, 23.3, (11)14.8, 9.19, (45)9.17
 פר"ק (מחוזי ת"א) 61098-06-15 [בעניין] מגה קמעונאות בע"מ (מיום י"ד תמוז התשע"ה, 1.7.2015) (35)8.16
 פר"ק (מחוזי מרכז) 31003-01-16 [בעניין] מגה קמעונאות בע"מ (דו"ח בדבר תוצאותיה של הצבעת אסיפת הנושים ובקשה לאישור הסדר נושים) (מיום כ"א אייר תשע"ו, 29.5.2016) (2)22.2
 בש"א (מחוזי ת"א) 20103/01 [בעניין] מועדון אבריי-בוד בע"מ (מיום ב' סיון התשס"ב, 13.5.2002) (109)4.27
 פ"ש"ר (מחוזי ת"א) 1734/02, בש"א 12929/02 [בעניין] מיאב, חברה קבלנית לבנין בע"מ (מיום כ"ט כסלו התשס"ד, 24.12.2003) (43)10.24, 10.26, (48)10.26, (51), (50), 10.27, 10.28
 פ"ש"ר (מחוזי ת"א) 2548/08 [בעניין] מילומור בע"מ (מיום ז' תשרי התשס"ט, 6.10.2008) (50)11.28, (166)12.68
 פר"ק (מחוזי י-ם) 42024-05-14 מכון לנדר מרכז אקדמי ירושלים (בהקפאת הליכים) נ' כונס הנכסים הרשמי מחוז ירושלים (מיום י"ב תמוז התשע"ד, 10.7.2014) (118)24.39
 ת"א (מחוזי ב"ש) 333/91, המ' 1642/91 מכלי טרי-וול (ישראל) בע"מ נ' כונס נכסים זמני לנכסי יפו מור בע"מ, פ"מ תשנ"ב (1) 453 (1992) (6)17.7

- ה"פ (מחוזי ת"א) 18198-05-12 מלם – תים בע"מ נ' ליפשו (מיום כ"ג תמוז התשע"ג, 1.7.2013) 23.83 (197)
 פר"ק (מחוזי ת"א) 3421-01-15 [בעניין] מלרג – הנדסה וקבלנות בע"מ (מיום י"ז כסלו התשע"ז,
 17.12.2016) 24.48 (148)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1019/01, בש"א 11364/01 מסעדת מאכלי טובה נ' פינטו (מיום ט"ו טבת התשס"ב,
 30.12.2001) 10.26 (49)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1331/03, בש"א 13878/03 מעגלים לפיקוח ובקרה מיטב בע"מ נ' און (1973) הנדסת
 מיוזג אויר בע"מ (מיום ה' שבט התשס"ד, 28.1.2004) 17.11 (18)
 פר"ק (מחוזי ת"א) 23675-12-12 [בעניין] מעין ונצ'ורס בע"מ (מיום י"ח טבת התשע"ג, 31.12.2012) 7.73 (135)
 פר"ק (מחוזי ת"א) 40721-09-12 [בעניין] מעריב – הוצאת מודיעין בע"מ (מיום ז' תשרי התשע"ג,
 23.9.2012) 9.11 (31)
 פר"ק (מחוזי ת"א) 40721-09-12 [בעניין] מעריב – הוצאת מודיעין בע"מ (מיום ל' חשוון התשע"ד,
 3.11.2013) 10.18 (36)
 פר"ק (מחוזי ת"א) 42374-07-14 מפעלי המקור בע"מ נ' עו"ד דולב (כונס נכסים) (מיום ט' שבט התשע"ה,
 29.1.2015) 24.52 (166)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 261/97, בש"א 31961/00 מפרק ברק א.צ. תעשיות פלסטיקה ושיווק בע"מ נ' ברקוביץ'
 (מיום י"ט סיון התשס"ד, 8.6.2004) 8.42 (112)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1034/02, בש"א 10495/03 מפרק חניון המרכבה חולון בע"מ נ' אליהו (מיום כ"ח ניסן
 התשס"ד, 19.4.2004) 13.40 (116), 8.42 (108)
 פר"ק (מחוזי נצ') 59819-11-14 מרדכי בנימין ובניו עבודות עפר בע"מ (1993) נ' כונס הנכסים הרשמי
 (מיום י"ח אייר התשע"ה, 7.5.2015) 23.48, 16.68, 16.59, 16.58, 16.57, (167)16.54 (119)
 פר"ק (מחוזי ת"א) 10531-02-13 [בעניין] מרוולוס גרופ בע"מ (מיום א' אדר התשע"ג, 11.2.2013) 11.28 (49)
 ת"א (מחוזי ת"א) 3125/00 מתוק אפרים ובניו בע"מ (בפירוק) נ' אפיבן יוזמות בע"מ (מיום י"ז אב
 התשס"ז, 1.8.2007) 13.37 (95)

נ

- פש"ר (מחוזי ת"א) 2061/03 נאמן בהקפאת הליכים נ' לוי (בעניין משה שניידר חברה קבלנית בנתניה
 בע"מ) (מיום כ"ד סיון התשס"ד, 10.6.2004) 24.36 (103)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1896/02, בש"א 17225/02 [בעניין] נגה אלקטרוטכניקה בע"מ (מיום י"ז באייר
 התשס"ג, 19.5.2003) 8.5 (13)
 ת"א (מחוזי ת"א) 1761/97 נור פרסום חוצות (ייצור והפקה) בע"מ נ' אביב ושות' חברה קבלנית בע"מ
 (מיום ה' סיון התשנ"ז, 10.6.1997) 14.14 (26)
 פש"ר (מחוזי חי') 93/07 ניב נ' כונס הנכסים הרשמי (מיום י' תמוז התשס"ח, 30.7.2008) 20.15 (40)
 בש"א (מחוזי י-ם) 6378/09 [בעניין] נידר חברה לבניין ולפיתוח בע"מ (מיום ח' סיון התשס"ט, 31.5.2009) 24.32, (78)24.28 (89)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 15336/06 ניומן סנטר בע"מ נ' מפרק מכללת ניומן בע"מ (מיום י"ג סיון התשס"ח,
 16.6.2008) 12.73 (176)
 פר"ק (מחוזי ב"ש) 9925-08-12 נירב מתכות בע"מ נ' הכונס הרשמי (מיום ח' אב התשע"ג, 15.7.2013) 14.24 (51)
 ה"פ (מחוזי ת"א) 646-12-12 נפקו סטאר בע"מ נ' קרל גאוס בע"מ (מיום כ' שבט התשע"ג, 31.1.2013) 23.83 (197)

ס

- פש"ר (מחוזי ת"א) 1001/00, בש"א 10742/00 [בעניין] סדיטק בע"מ (מיום כ"א שבט התשס"ב, 3.2.2002) 17.52, (110)17.52 (113)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 48/98, בש"א 23454/00 [בעניין] סיבית שירותי מיקרו מחשבים בע"מ (מיום י"ב טבת
 התשס"ב, 27.12.2001) 24.44, (169)12.69 (132)
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1024/06 [עניין] סלטי שמיר (57)1.25

- פש"ר (מחוזי חי') 968/05 סלילת נ' הכונס הרשמי (מיום כ"ג שבט התשס"ח, 30.1.2008) (40)20.15
(77), (73)21.36
פר"ק (מחוזי מרכז) 12414-06-12 [רו"ח] סלמן (המנהלת המיוחדת) נ' דדיראן טלקום (ת.ט.ל) ש.מ. (בעניין
איזראן בע"מ) (97)24.34
פש"ר (מחוזי חי') 16895-10-12 סלמאן ג'נאם נ' כונס הנכסים הרשמי (מיום ו' תמוז התשע"ג, 14.6.2013)
(31)9.11
פר"ק (מחוזי ת"א) 61559-01-13 סמרה השקעות בינלאומיות בע"מ נ' סמרה (מיום כ"ז שבט התשע"ג,
7.2.2013) (49)11.28
פר"ק (מחוזי ת"א) 48484-11-15 [בעניין] ספורט ורטהיימר שיווק וסחר (1997) בע"מ 23.15, (29)
פר"ק (מחוזי ת"א) 31111-09-14 [בעניין] סקילקס קורפוריישן בע"מ (מיום י"ד שבט התשע"ה, 3.2.2015)
(100)24.36

ע

- פש"ר (מחוזי חי') 184/05, ב"ש"א 4423/05 עוז פירזול בע"מ נ' הנאמן בפשיטת רגל של ראלף איבן בייקר
(מיום ד' תמוז התשס"ו, 3.7.2006) (18)17.11
פש"ר (מחוזי י-ם) 839/03 [בעניין] עמותת ביקור חולים (25)2.20, 2.20
פש"ר (מחוזי ת"א) 1748/02, ב"ש"א 22492/02 עמילין שירותי מכס בע"מ נ' הנאמן והמנהל המיוחד של
משב הנדסת קירור ומיזוג אויר (1965) בע"מ (מיום כ"ט ניסן התשס"ג, 1.5.2003) (97)17.45
ב"ש"א (מחוזי ת"א) 5784/09 עמית פולק מטלון ושות' נ' הנאמן של מיצר חפיתוח בע"מ (מיום ו' אלול
התשס"ט, 26.8.2009) (64)14.28

פ

- פש"ר (מחוזי ת"א) 103-07-12 פארי-ביטר נ' כונס נכסים רשמי תל אביב (מיום כ"ד סיון התשע"ו,
30.6.2016) (40)20.15
פש"ר (מחוזי ת"א) 1739/02, ב"ש"א 15361/02 [בעניין] פויכטונגר תעשיות בע"מ (מיום ד' תשרי התשס"ג,
10.9.2002) (62)12.31, (51)11.28, (140)8.58
פש"ר (מחוזי ת"א) 1739/02, ב"ש"א 18849/02 [בעניין] פויכטונגר תעשיות בע"מ (מיום כ"ד חשון
התשס"ג, 30.10.2002) (67)24.23, (66)24.23
פש"ר (מחוזי ת"א) 7701-01-10 [בעניין] פישביין (מיום ט"ז תשרי התשע"ב, 14.10.2011) (27)12.10
פש"ר (מחוזי ת"א) 2106/03, ב"ש"א 25379/05 פלטנר את אלתר בע"מ (בפירוק) נ' כונס הנכסים הרשמי
(מיום ד' אדר התשס"ז, 22.2.2007) (41)16.10
פר"ק (מחוזי ת"א) 3478-04-10 [בעניין] פסגות קופות גמל נ' אנגל משאבים ופיתוח בע"מ (מיום ד' אייר
התש"ע, 18.4.2010) (95)7.48, (92)7.47, 7.47
פש"ר (מחוזי ת"א) 2154/03 פרבמן נ' כונס הנכסים הרשמי (מיום כ"ג תשרי התש"ע, 11.10.2009) (40)20.15
פש"ר (מחוזי חי') 486/03, ב"ש"א 3772/06 [בעניין] פשיטת הרגל של יואב קוטלר (מיום כ"ד תמוז
התשס"ד, 10.7.2007) (39)13.12

צ

- פר"ק (מחוזי ת"א) 29930-08-14 צ. לנדאו קבלנות והנדסה בע"מ נ' הראל חברה לביטוח בע"מ (מיום ו'
אלול התשע"ד, 1.9.2011) (15)22.6, (28)10.15, (31)9.11, (17)9.7
פש"ר (מחוזי חי') 162/01, ב"ש"א 11974/04 צבי נ' כונס הנכסים הרשמי – מחוז חיפה (מיום ב' אייר
התשס"ה, 11.5.2005) (128)24.44
פש"ר (מחוזי ת"א) 2166/03, ב"ש"א 22204/03 צ'והדרוגלר אלומיניום סנטיי וי טיקרט אנונים סירקטי בע"מ
נ' מפרק זמני של חברת חירם גת חברה להנדסה ובנין בע"מ (מיום ג' שבט התשס"ד, 26.1.2004)
14.17, (37), (35)–(33)14.16, 14.16
פש"ר (מחוזי ת"א) 1425/98 צוקר נ' מפרק ישיבה תיכונית כפר-גנים (מיום כ"ה אדר א' התשס"ה,
6.3.2005) (84)24.30
פר"ק (מחוזי חי') 42082-05-14 [בעניין] צים שירותי ספנות משולבים בע"מ (137)7.75

פר"ק (מחוזי חי') 42082-05-14 [בעניין] צים שירותי ספנות משולבים בע"מ (מיום כ"ו אייר התשע"ד, 26.5.2014)
(5)4.3

ק

פש"ר (מחוזי ת"א) 103-07-12 [עו"ד] קאופמן, המנהל המיוחד לנכסי החייב נ' הכונס הרשמי (מיום ט"ו טבת התשע"ה, 6.1.2015)
(40)20.15

פר"ק (מחוזי ת"א) 49085-11-11 [בעניין] קווי אשראי לישראל בע"מ (בפירוק) (מיום ז' תשרי התשע"ג, 23.9.2012)
(42)24.18, (2)24.1, (198)23.84, 23.80, (31)23.16

ת"א (מחוזי ת"א) 606/89 קולומבו מאכל ומשקה בע"מ נ' בנק למסחר בע"מ (מיום ט"ו סיון התשמ"ט, 18.6.1989)
(32), (31)17.17, (8)17.7

פש"ר (מחוזי ת"א) 2234/04, בש"א 3235/05 קומודיו נ' ג'נסיס סיסטם האוס בע"מ (מיום ו' כסלו התשס"ו, 7.12.2005)
(122)14.46

פש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05 [בעניין] קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ (מיום כ"א חשוון התשס"ו, 20.7.2005)
, 3.49, (20)2.18, 2.18
(118)3.49, (119), (71)4.21, (34)5.23, 6.7, (116)9.45, 23.15, 23.3, (27)23.15, (88)24.32, (63)24.23, 24.22, 24.19, (27)23.15

פש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05 [בעניין] קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ (מיום י"ג תמוז התשס"ה, 20.7.2005)
(62)13.22

פש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05 [בעניין] קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ (מיום כ"א חשוון התשס"ו, 23.11.2005)
(32)2.23

פש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05, בש"א 26806/05 [בעניין] קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ (מיום א' טבת התשס"ו, 1.1.2006)
(179)23.72

פר"ק (מחוזי ת"א) 42576-02-13 [עו"ד] קליר (מתוקף תפקידו על-פי סעיף 17 להסדר הנושים) נ' ד"ר סדן (בעניין אלביט הדמיה בע"מ)
(147)24.48

פר"ק (מחוזי ת"א) 3421-01-15 [עו"ד] קליר נ' סדן (עניין מלרג – הנדסה וקבלנות בע"מ) (מיום י"ז כסלו התשע"ז, 17.12.2016)
(61)13.21

פש"ר (מחוזי ת"א) 525/96-ח, המ' 2087/97, 3975 קריספי נ' ח. אלקטרוניקה (1988) בע"מ, פ"מ תשנ"ט (1) 931 (התשנ"ט-1999)
(140)12.62, (123)3.51

פש"ר (מחוזי ת"א) 1066/02, בש"א 12145/04 קרמר נ' המנהל המיוחד לבדיקת תביעות חוב של עובדים של מערכות אקוודוקט – ניהול ופיקוח (1996) בע"מ (מיום י' חשוון התשס"ה, 25.10.2004)
(28)19.9, (20)14.13

ת"צ (מחוזי ת"א) 61936-12-15 קרן פרוסט ערך II (מקבילה) נ' מימון (מיום כ"ד שבט התשע"ז, 10.2.2017)
(93)23.40

ת"א (מחוזי ת"א) 379/81, המ' 682/87 קשת נ' מפרק פ.ב.צ. חברה לבנין בע"מ, פ"מ התשמ"ט (2) 285
(127)14.47

ר

המ' (מחוזי ת"א) 947/97 [בעניין] רכיב עמק חפר – תשתיות ובניה (1982) בע"מ (מיום ד' תמוז התשנ"ט, 18.6.1999)
(135)4.35

פש"ר (מחוזי ת"א) 1268/01, בש"א 24584/01 [בעניין] רדגארד בע"מ (בפירוק) (מיום י"ג ניסן התשס"ב, 26.3.2002)
(111)17.52, 17.52

המ' (מחוזי י-ם) 4870/97 [בעניין] רהיטי אבגי מוריס בע"מ (מיום ל' ניסן התשנ"ח, 26.4.1998)
(135)4.35

פש"ר (מחוזי ת"א) 2129/03 [בעניין] רובננקו (מיום כ"א כסלו התשס"ג, 26.11.2002)
(21)2.18

פש"ר (מחוזי ת"א) 2118/02 [בעניין] רובננקו שמואל אחזקות בע"מ (מיום כ"א כסלו התשס"ג, 26.11.2002)
(12)8.5

פש"ר (מחוזי ת"א) 2118/02, בש"א 8169/03 [בעניין] רובננקו שמואל אחזקות בע"מ (מיום כ"ג סיון התשס"ג, 23.6.2003)
(81)24.29, 24.28, (76), (75)24.27, 24.27

פש"ר (מחוזי ת"א) 2118/02, בש"א 17033/03 [בעניין] רובננקו שמואל אחזקות בע"מ (מיום י"ט תשרי התשס"ד, 15.10.2003)
(166)12.68

פש"ר (מחוזי ת"א) 11448/02 [בעניין] רונדופלס בע"מ (בהקפאת הליכים) (מיום כ"ג תמוז התשס"ב, 3.7.2002) (111)17.52
 ת"א (מחוזי ת"א) 52/92, המ' 460/92 רונן וולף בע"מ נ' מפרק קנטון אלקטרוניקה (ישראל) בע"מ, פ"מ תשנ"ג (1) 369 (1992) (6)17.7
 בש"א (מחוזי ת"א) 6373/02 רייף נ' פישר (מיום א' חשון התשס"ג, 7.10.2002) (1)12.1
 בש"א (מחוזי ת"א) 20698/04 רימס אינטנשיונל בע"מ נ' הנאמן לביצוע הסדר נושים של תדיר גן (מתכת) בע"מ (מיום ז' שבט התשס"ה, 17.1.2005) (19)19.8
 פר"ק (מחוזי חי') 766/04 [בעניין] רימר ובניו בע"מ (מיום י" אדר התשס"ד, 3.3.2004) (9)4.3
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1149/02, בש"א 20041/03 [בעניין] ריקמור בע"מ (בהסדר נושים) (מיום י" אדר התשס"ד, 3.3.2004) (41)1.18
 פש"ר (מחוזי חי') 839/08 [בעניין] רעות אלקטרוניקה ורכיבים בע"מ (מיום כ"ו אב התשס"ח, 27.8.2008) (51)11.28
 פר"ק (מחוזי י-ם) 11446-08-14 [בעניין] רשות השידור הישראלית (בפירוק) (מיום כ"ג תמוז התשס"ה, 17.7.2005) (17)2.17
 (57)14.25, (119)4.28

ש

בש"א (מחוזי ב"ש) 5599/05 ש.י.א. נ' רשם הקבלנים (מיום י' אלול התשס"ה, 14.9.2005) (103)24.36
 פש"ר (מחוזי ב"ש) 3312/04, בש"א 3196/04 [בעניין] ש.י.ל. תכנון וביצוע בניה הנדסית בע"מ (מיום כ"ט טבת התשס"ה, 10.1.2005) (74)4.22
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1242/02 [בעניין] שבירו תעשיות זכוכית בע"מ (בהקפאת הליכים) (מיום ח' תמוז התשס"ב, 18.6.2002) (139), (137), (135)24.45, 24.45, (3)24.1, (195)23.82
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1242/02 [בעניין] שבירו תעשיות זכוכית בע"מ (מיום י"ג תמוז התשס"ב, 23.6.2002) (160), (161)24.52, 24.46
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1145/04 שגב נ' זאבי נאמנות ומימון (1959) בע"מ (מיום י"ג תשרי התשס"ה, 23.9.2004) (88)7.43
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1056/05, בש"א 2154/05 שיוק ישיר בשרון בע"מ נ' פרסומי פסגה הוצאה לאור בע"מ (מיום ז' אדר א' התשס"ה, 16.2.2005) (74)7.38
 פש"ר (מחוזי ב"ש) 6145/01, בש"א 9189/02 שיקרצי בע"מ נ' פרוגרס (1984) בית-חרושת לשוקולד בע"מ (בפירוק), פ"מ תשס"ב (1) 843 (2003) (1)12.1, (81), (74)4.22
 פש"ר (מחוזי ב"ש) 5104/98, בש"א 3309/05 שר נ' בנק לאומי בע"מ (מיום י' אלול התשס"ה, 14.9.2005) (159)12.65, (125)3.51

ת

פש"ר (מחוזי חי') 410/03, בש"א 11197/03 תעשיות אלקטרוכימיות (1952) בע"מ (בהקפאת הליכים) נ' Borchard Lines Ltd. (מיום ט' שבט התשס"ד, 1.2.2004) (93)17.45
 פש"ר (מחוזי חי') 410/03, בש"א 2877/04 תעשיות אלקטרוכימיות בע"מ נ' קבוצת ICC (כ"ג שבט התשס"ד, 15.2.2004) (18)17.11
 פש"ר (מחוזי חי') 453/03, בש"א 14053/03 תרמועזו אחזקות בע"מ נ' שף הים (1994) בע"מ (מיום ט"ז אלול התשס"ד, 2.9.2004) (18)17.11
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1367/98, בש"א 112319/98 [בעניין] תשלובת הארגון, פרוטוקול דיון (מיום כ"ג תשרי התשנ"ט, 13.10.1998) (63)12.31
 פש"ר (מחוזי ת"א) 1389/02 [בעניין] בנק למסחר בע"מ (24)9.9

שמורת זרים

פש"ר (מחוזי ת"א) 1597/05, בש"א 18846/05 Buckeye Steinfurt GmbH נ' הנאמן להקפאת ההליכים של חברת ח.ח. בשמת תעשיות בע"מ (מיום ט"ז טבת התשס"ו, 16.1.2006) (19)17.11
 פר"ק (מחוזי י-ם) 42153-05-14 Business Systems Consultants Ltd. נ' מקור ראשון המאוחד (הצופה) בע"מ (מיום כ"ב טבת התשע"ו, 3.1.2016) (143)13.54

פש"ר (מחוזי ת"א) 1250/06, בש"א 10026/06 Future Electronics Distribution Israel Ltd. **כונס הנכסים של כלליט יוניקטרוניק בע"מ** (מיום י"ג תמוז התשס"ו, 9.7.2006) (18)17.11
פש"ר (מחוזי חי') 550/02, בש"א Muehlbauer AG 16298/02 **נ' המפרק הזמני (לשעבר) של אורדעקורד תעשיות היי-טק (1995) בע"מ** (מיום ו' שבט התשס"ה, 16.1.2005) (18)17.11

פסקי דין של בתי משפט השלום

ה"פ (שלום י-ם) 620/06 **בית המשקאות של שחר (1995) בע"מ נ' טפו טפו טפו בע"מ** (מיום ז' אב התשס"ז, 22.7.2007) (18)3
ת"פ (שלום י-ם) 3531/00 **מדינת ישראל נ' אורה מושב עובדים להתישבות** (מיום כ"ח אלול התשס"ה, 2.10.2005) (5)3

פסקי דין של בתי הדין לעבודה

ע"ע (ארצי) 1201/00 **זילברשטיין נ' ערב חדש עיתונות – אילת בע"מ** (מיום י"ב טבת התשס"ג, 17.12.2002) (1)19.1
ע"ע (ארצי) 1138/04 **מאיר נ' ידגר** (מיום ה' חשוון התשס"ה, 7.11.2005) (105)13.40, (95)13.37
ע"ב (אזורי נצ') 2560/04 **שילוני נ' ספנדקס ישראל בע"מ (בפירוק)** (מיום כ"ו אלול התשס"ז, 9.9.2007) (3)7.2

החלטות הממונה על הגבלים העסקיים

אישור מיזוג בתנאים לפי סעיף 21 לחוק ההגבלים העסקיים התשמ"ח-1988 בין השמירה טכנולוגיות מיגון (1971) בע"מ לבין נוריאל-אלעזר מרכז הבטחון בע"מ, החלטות הממונה על הגבלים עסקיים, פרסום מס' 3001328 (מיום כ"ד תשרי התשנ"ט, 14.10.1998) (52)24.20
החלטות הממונה על הגבלים עסקיים, פרסום מס' 3019090 (מיום י"ט כסלו התשס"ד, 14.12.2003) (50)24.20
נימוקי החלטה בדבר אישור מיזוג בתנאים – קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ (בהקפאת הליכים) ושופרסל בע"מ, החלטות הממונה על הגבלים עסקיים, פרסום מס' 5000155 (מיום ל' תשרי התשס"ו, 2.11.2005) (61)24.19, (46)24.20, (55)24.22, (59)24.22
נימוקי התנגדות למיזוג – בורגר ראנץ' (1983) בע"מ – ריקמור בע"מ (בהקפאת הליכים) – זכיינית ברגר קינג (50)24.20

פסיקה זרה

ארצות-הברית

[In re] Adelphia Communs. Corp., 361 B.R. 337 (2007)	24.3(9)
Alberts v. Tuft (<i>In re</i> Greater Southeast. Community Hospital Corp.), 333 B.R. 506 (Bankr. D.C. 2005)	8.40(108)
[In re] All Media Properties, Inc., 5 B.R. 126 (Bankr. S.D. Tex. 1980)	7.13(28)
Allstate Life Insurance Co. v. Lintergroup Ltd., 994 F.2d 996 (2nd Cir. 1993)	13.58(154)
[In re] Alyucan, 12 B.R. 803 (Bankr. D. Utah 1981)	12.32(69)
[In re] Amanat, 321 B.R. 30 (Bankr. S.D.N.Y. 2005)	7.13(28)
[In re] America West Airlines, 142 B.R. 901 (1992)	23.73(180)
Associates Commercial Corp. v. Rash, 520 U.S. 953 (1997)	3.15(40), 4.47(161)
Bank of America National Trust & Savings Association v. 203 North LaSalle Street Partnership, 526 U.S. 434 (1999)	23.14(20), 23.27, 24.12(33), 24.14
Bank of Montreal v. Official Committee of Unsecured Creditors, 420 F.3d 559 (6th Cir. 2005)	23.47(117)
[In re] Bergman, 585 F.2d 1171 (2nd Cir. 1978)	24.18(42)
Bondi v. Bank of America Corp. (<i>In re</i> Parmalat), 383 F. Supp. 2d 587 (S.D.N.Y. 2005)	8.40(108)
[In re] Boston Medical Center, Inc., 285 B.R. 87 (2002)	4.22(75)
Brehm v. Eisner (<i>In re</i> Walt Disney Co. Derivative Litig.), 906 A.2d 27 (Del. 2006)	13.39(102)
Butner v. United States, 440 U.S. 48 (1979)	3.9(19)
Case v. Los Angeles Lumber Products. Co., 308 U.S. 106 (1939)	24.12(33)
Cede & Co. v. Technicolor, 634 A.2d 345 (Del. 1993)	8.50(128)
Cede & Co. v. Technicolor, 663 A.2d 1156 (Del. 1995)	8.50(128)
[In re] Chicago Pac. Corp., 773 F.2d 909 (7th Cir. 1985)	10.27(53), 12.2(6)
Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., 663 A.2d 1156 (Del. 1995)	1.10(23)
Citizens Bank of Maryland v. Strumpf, 516 U.S. 16 (1995)	12.44(100)
[In re] Citx Corp., 448 F.3d 672 (3rd Cir. 2006)	8.40(106)
Clark v. Balcov Real Estate Finance, Inc. (<i>In re</i> Meridith Hoffman Partners), 12 F.3d 1549 (10th Cir. 1993)	13.11(33)
[In re] Cole, 226 B.R. 647 (9th Cir. B.A.P. 1998)	14.32(72)
Commodity Futures Trade Commission v. Weintraub, 471 U.S. 343 (1985)	9.23(57)
[In re] Concrete Pumping Service, 943 F.2d 627 (6th Cir. 1991)	7.13(29)
Consolidated Rock Products Co. v. Du Bois, 312 U.S. 510 (1941)	24.12(33)
Corporate Aviation Concepts v. Multi-Service Aviation Corp., 2004 U.S. Dist. LEXIS 17154 (E.D. Pa., Aug. 25 2004)	8.40(102)
Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp., 1991 W.L. 277613 (Del. Ch.)	8.39, 8.39(99)
Crown Heights Jewish Community Council v. Fischer (<i>In re</i> Fischer), 202 B.R. 341 (E.D.N.Y. 1996)	7.13(29)
[In re] Delaware River Stevedores, Inc., 129 B.R. 38 (Bankr. ED. Pa. 1991)	12.76(184)
[In re] Del-Mart Corp., 322 B.R. 781 (Bankr. Tenn. 2005)	8.40(106)
Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668 (Mich. 1919)	3.55(132)

[In re] Exide Technologies., Inc., 299 B.R. 732 (Bankr. D. Del. 2003)	8.40(102)
[In re] Fabricators, Inc., 926 F.2d 1458 (5th Cir. 1991)	13.53(138)
Federal Communications Commission v. Nextwave Personal Communications Inc., 537 U.S. 293 (2003)	24.34, 24.34(98)
[In re] Federal Communications Commission, 217 F.3d 125 (2nd Cir. 2000)	24.38(117)
Florida Dep't of Insurance v. Chase Bank of Texas Nat'l Ass'n, 274 F.3d 924 (5th Cir. 2001)	8.40(102)
Ford Motor Credit Co. v. Weaver, 680 F.2d 451 (6th Cir. 1982)	10.27(53)
[In re] Gill Enterprises Inc., 15 B.R. 328 (Bankr. D.N.J. 1981)	7.13(28)
[In re] Global Service Group, 315 B.R. 451 (Bankr. S.D.N.Y. 2004)	8.40(107)
[In re] Gorski, 766 F.2d 723 (2nd Cir. 1985)	10.27(53)
Guth v. Loft, Inc., 5 A.2d 503 (Del. 1939)	1.34(86)
Hall v. Perry (<i>In re</i> Cochise College Park, Inc.), 703 F.2d 1339 (9th Cir. 1983)	10.27(53)
[In re] Indian Palms Assoc. Ltd., 61 F.3d 197 (3rd Cir. 1995)	12.32(65)
International Shoe, Co. v. FTC, 280 U.S. 291 (1930)	24.20(53)
K.M.C. Co. v. Irving Trust Company, 757 F.2d 752 (6th Cir. 1985)	8.35(83)
Kahn v. Lynch Communication Systems Inc, 638 A.2d 1110 (Del. 1994)	1.10(23)
[In re] Kenny Kar Leasing, Inc., 5 B.R. 304 (Bankr., C.D. Cal. 1980)	12.22(46)
[In re] Kingston Square Assocs., 214 B.R. 713 (Bankr. S.D.N.Y. 1997)	8.25(54)
Koehler v. Black River Falls Iron Co., 67 U.S. 715 (1862)	3.55(132)
[In re] Lakeside Global II Ltd., 116 B.R. 499 (Bankr. S.D. Tex. 1989)	24.18(42)
[In re] Lifschultz Fast Freight, 132 F.3d 339 (7th Circuit 1997)	13.53(138)
Logan v. Basic Distrib. Corp. (<i>In re</i> Fred Hawes Org., Inc.), 957 F.2d 239 (6th Cir. 1992)	13.11(33)
Louisville Joint Land Bank v. Radford, 295 U.S. 555 (1935)	12.38(89)
[In re] M.J. Sales & Distributing Company, Inc., 25 B.R. 608 (Bankr. S.D.N.Y. 1982)	12.76(184)
[In re] Mailman Steam Carpet Cleaning Corp., 196 F.3d 1 (1st Cir. 1999)	10.27(53)
[In re] Marvel Entertainment Group, Inc., Voluntary Petition (Bankr. D. Del., Dec. 27, 1996)	7.64(125)
Marine Harbor Properties v. Manufacturer's Trust Co., 317 U.S. 78 (1942)	24.6(20)
[In re] McFarlin's, Inc., 49 B.R. 550 (Bankr. W.D.N.Y. 1989)	13.53(137)
[In re] Mellor, 734 F.2d 1396 (9th Cir. 1984)	12.32(65)
[In re] Merchants Plaza, Inc., 35 B.R. 888 (Bankr. E.D. Tenn. 1983)	12.45(104)
[In re] Murel Holding Co., 75 F.2d 941 (2nd Cir. 1935)	12.22, 12.22(45)
NLRB v. Bildisco & Bildisco, 465 U.S. 513 (1984)	3.45(107), 3.64(147), 24.24(69)
North American Catholic Educational Programming Foundation v. Gheewalla, 2007 W.L. 1453705 (Del. May 18, 2007)	1.34(86), 3.55(132)
North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla, 930 A.2d 92 (Del. 2007)	8.39, 8.39(101)
Norwest Bank Worthington v. Ahlers, 485 U.S. 197 (1988)	24.13(35)
Official Committee of Unsecured Creditors v. R.F. Lafferty & Co., Inc., 267 F.3d 340 (3rd Cir. 2001)	8.40(102), (107)
Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914 (Del. 2003)	10.24(46)
[In re] Paper I Partners, L.P., 283 B.R. 661 (Bankr. S.D.N.Y. 2002)	7.13(28)
Peltz v. Hatten, 279 B.R. 710, 743 (Bankr. D. Del. 2002)	4.5(14)

Pepper v. Litton, 308 U.S. 295 (1939)	13.58(153)
[In re] Pine Lake Village Apartment Co., 19 B.R. 819 (Bankr. S.D.N.Y. 1982)	12.32(69)
[In re] Planes, Inc., 29 B.R. 370 (Bankr. N.D. Ga. 1983)	12.76(184)
Production Resources Group, LLC v. NCT Group, Inc., 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004)	8.39, 8.39(100), 8.45(122)
Red Carpet Corp. v. Miller, 708 F.2d 1576 (11th Cir. 1983)	10.27(53)
[In re] Rimagel, 669 F.2d 426 (7th Cir. 1982)	24.3(9)
Sandy Ridge Dev. Corp. v. Louisiana Nat'l Bank, 881 F.2d 1346 (5th Cir. 1989)	23.73(184)
Schacht v. Brown, 711 F.2d 1343 (7th Cir. 1983)	8.40(105)
[In re] Seascapes Cruises Ltd., 131 B.R. 241, 243 (Bankr. S.D. Fla. 1991)	23.73(180)
Sherr v. Winkler, 552 F.2d 1367 (10th Cir. 1977)	10.27(53)
Steelcase Inc. v. Johnston, 21 F.3d 323 (7th Cir. 1994)	23.47(117)
[In re] Technical Knockout Graphics, Inc., 833 F.2d 797 (9th Cir. 1987)	24.6(20)
Till v. SCS Credit Corp., 541 U.S. 465, fn. 7 (7th Cir. Ind. 2004)	23.47(117)
[In re] Tolona Pizza Products Corp., 3 F.3d 1029 (7th Cir. 1993)	13.11(33)
[In re] Trans World Airline, Inc., 180 B.R. 389 (Bankr. D. Del. 1994)	4.5(14)
Trenwick America Litig. Trust v. Ernst & Young, L.L.P., 906 A.2d 168 (Del. Ch. 2006), <i>aff'd</i>	
Trenwick America Litig. Trust v. Billett, 931 A.2d 438 (Del. 2007)	8.41, 8.41(109), (120)
Trustee of V.N. Deprizio Construction Co. v. Ingersoll Rand Financial Corp., 874 F.2d 1186 (7th Cir. 1989)	13.17(49)
[In re] Twist Cap, Inc., 1 B.R. 284 (Bankr. M.D. Fla. 1979)	12.76(184)
U.S. v. AMR Corp., 335 F.3d 1109 (10th Cir. 2003)	24.19(48)
U.S. v. SunGard Data Sys., Inc., 172 F. Supp. 2d 172 (D.D.C. 2001)	24.19(48)
United Savings Bank Ass'n of Texas v. Timbers of Inwood Forest Assocs., 484 U.S. 365 (1988)	12.32(69), 16.56(174)
United States v. General Dynamics Corp., 415 U.S. 486 (1974)	24.20(53)
Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d 1361 (Del. 1995)	8.50(128)
Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985)	8.50(128)
[In re] Walat Farms, Inc., 64 Bankr. 65 (Bankr. E.D. Mich. 1986)	23.73(180)
Walkowsky v. Carlton, 18 N.Y. 2d 414, 276 N.Y.S. 2d 585, 223 N.E. 2d 6 (1966)	21.36(76)
Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 710 (Del. 1983)	1.10(23)
[In re] Whitman, 101 B.R. 37 (Bankr. N.D. Ind. 1989)	23.73(180)
[In re] Whittaker, 882 F.2d 791 (3rd Cir. 1989)	14.15(30)
Wright v. Union Central Life Insurance Co., 311 U.S. 273 (1940)	12.22(48), 12.38(89)
Wright v. Vinton Branch, 300 U.S. 440 (1937)	12.38(89)
Wysko Investment Co. v. Great American Savings Bank, 131 B.R. 146 (D. Ariz. 1991)	12.76(184)

אנגליה

Administrator of Cosslett (Contractors) Ltd. v. Bridgend County Borough Council [2002] 1 A.C. 336	16.10(42)
Admiralty v. Blair's Trustee [1916] 1 S.L.T. 19	17.30, 19.18(60)
Aluminium Industries Vaasen BV v. Romalpa Aluminium Ltd. [1976] 1 W.L.R. 676	17.17(33)
British Eagle v. Comapgnie Nationale Air France [1975] 2 All E.R. 390	18.19(41)
[Re] Brumark Investments Ltd. [2001] 2 A.C. 710	16.10(44)

Buchler v. Talbot [2004] 1 B.C.L.C. 281	8.35(82)
Buchler v. Talbot [2004] UKHL 9	19.11(39)
English & Scottish Mercantile Investment Co. v. Brunton [1892] 2 Q.B 700	16.7(25)
Forster v. Wilson, 152 E.R. 1165 (1843)	18.8(19)
Four Point Garage Ltd. v. Carter [1985] 3 All E.R. 12	17.18(39)
Hammond v. Mitchell [1991] 2 All E.R. 109, 119	15.15(32)
[Re] New Bullas Trading Ltd. [1994] 1 B.C.L.C. 485	16.6(24)
[In re] Oasis Merchandising Services Ltd. [1997] 2 W.L.R. 764	8.35(82)
[In re] Panama, New Zealand and Australia Royal Mail Co. [1870] Ch. App. 318	16.6(24)
[Re] Produce Marketing Consortium Ltd. [1989] B.C.L.C. 520	8.38(95)
Rimmer v. Rimmer [1953] 1 Q.B. 63, 72	15.15(32)
Salomon v. Salomon [1897] A.C. 22	16.21(72)
Wilson v. Kelland [1910] 2 Ch. 306	16.7(25)
[Re] Woodroffes (Musical Instruments), Ltd. [1986] 1 Ch. 366	19.13(46)
[In re] Yorkshire Woolcombers Association Ltd. [1903] 2 Ch. 284	16.6(24)

האיחוד האירופי

Kali & Salz/Mdk/Treuhand, Case IV/M308, OJ L186/38, 199	24.20(53)
---	-----------

מפתח ספרות

(ההפניות הן למספרי הפסקאות ולהערות השוליים (בסוגריים))

ספרות ישראלית

ספרים

א

אהרוני-ברק הדס **עסקאות עם בעלי שליטה: אכיפה ציבורית, ריכוזיות השליטה והגנת המיעוט** (התשע"ד)
(38)10.19
אלדור רפי **אופציות, חוזים עתידיים וניהול סיכונים – שוק מעורף** (מהדורה שמינית, 2010)
(9)1.4
אלשיך ורדה ואורבך גרעון **הקפאת הליכים – הלכה למעשה** (מהדורה שנייה, התשע"א)
(73)4.22
(58)8.26, (26)9.9, (55)10.28, (49)11.28, (67)11.37, (70)11.39
(43)24.18, (104)23.43, (20)22.7, (4)13.2, (181), (180)12.74, (77)12.36
אנקר אהרן **עיקרים במשפט הפלילי העברי** (התשס"ז)
(33)15.15
אקשטיין שלמה, זילברפרב בן-ציון ורוזביץ שמעון **הפרטת חברות בישראל ובעולם** (התשנ"ח)
(27)2.21

ב

בהט יחיאל **הבראת חברות** (התשע"ג)
(112)23.44, (95)7.48
בהט יחיאל **הסדרי הבראה – בבית המשפט ומחוץ לבית המשפט** (התשנ"ו)
(20)22.7, (82)12.38, (78)4.22
בהט יחיאל **חברות – החוק החדש והדין כדן ג** (מהדורה 13, התשע"ה)
(57)10.29
בר-און יהודית **צמיחה מתוך משבר – מודל יישומי להתמודדות המחלקות לשירותים חברתיים עם משפחות במשבר אבטלה** (התשנ"א)
(18)2.17
ברק אהרן **חוק השליחות כדן ב** (התשנ"ו)
(68)19.21
ברק אהרן **פרשנות במשפט כדן א – תורת הפרשנות הכללית** (התשנ"ב)
(202)4.63
ברק אהרן **פרשנות במשפט כדן ב – פרשנות החקיקה** (התשנ"ג)
(132)15.49, (11)4.4, (65)1.29
ברק אהרן **פרשנות במשפט כדן ד – פרשנות החוזה** (התשס"א)
(37)–(35)17.18
ברק אהרן **שיקול דעת שיפוטי** (התשמ"ז)
(2)10.1

ג

גאון בני **רק המעו מנצח** (התשנ"ז)
(8)11.9
גלברד משה **הפרה צפויה בחוזים** (התשס"ו)
(73)14.34
גרוס יוסף **תגמול דירקטורים ונושאי משרה** (2010)
(9)1.4

ד

דגן חנוך **קניין על פרשת דרכים** (התשס"ה)
(129)14.47, (73), (72)1.31
דגן שירלי **הוצאה לפועל כדן א** (עדכון 2006)
(45)4.16
דויטש מיגל **ביטול חוזה בעקבות הפרתו** (התשנ"ג)
(14)14.10, (8)14.6, (178)12.74
דויטש מיגל **קניין כדן א** (התשנ"ז)
(16)17.10, (13)17.9, (49)16.12
דויטש מיגל **קניין כדן ב** (התשנ"ט)
(114)17.52, (96)17.45, (119)14.46
דויטש מיגל **קניין כדן ג** (התשס"ו)
(132)14.47, (72)1.31
דויטש מיגל **קניין כדן ד** (התשס"ז)
(128)14.47, (125)14.47, (73)1.31

ה

האן דוד **דיני חדלות פירעון** (מהדורה ראשונה, התשס"ט)
(77)23.36, (177)4.51, (156)4.43
הדרי יצחק **מס שבח מקרקעין כדן ג** (התשנ"ה)
(7)19.5
הורוביץ מיכל **הגנה על זכויות עובדים במסגרת הבראת חברות** (התשס"ג)
(6)11.8

הלל סתוית וחקלאי ציונה מיטות אשפוז ועמדות רישוי (משרד הבריאות, 2014) (26)2.20

ו

וולובסקי אליעזר כונס נכסים בדיני חברות (מהדורה שנייה, התשס"ד) (104)4.25
 ויסמן יהושע דיני קנין – חלק כללי (התשנ"ג) (73)1.31
 ויסמן יהושע דיני קנין כרך ג – החזקה ושימוש (התשס"ו) (119)14.46
 ויסמן יהושע חוק המשכון, תשכ"ז-1967 (פירוש לחוקי החוזים, גר טרסקי עורך, התשל"ה) (10)15.5
 (132)17.57, (13)17.9, (76)16.22, (49)16.12, (8), (6)16.2

ז

זוסמן יואל סדרי הדין האזרחי (מהדורה שביעית, שלמה לוי עורך, התשנ"ה) (94)4.24
 זלצמן נינה וגרוסקופף עופר מישכון זכויות (התשס"ה) (96)17.45, (6)16.2, (10)15.5
 זלצמן נינה עיכבון (התשנ"ט) (128)17.55, (115)17.52, (100)17.46, (105)12.46
 זמיר איל חוק המכר, תשכ"ח-1968 (פירוש לחוקי החוזים, גר טרסקי עורך, התשמ"ז) (16)17.10

ח

חביב-סגל אירית דיני חברות (התשס"ז) (137)13.53, (130)13.51, (126)13.50, (45)10.24, (87)9.37
 חביב-סגל אירית דיני חברות כרך א (התשנ"ט) (168)4.49
 חביב-סגל אירית דיני חברות לאחר חוק החברות החדש כרך ב (התשס"ד) (69)12.32, (69)9.31
 (10)23.9, (174)16.56

י

יגור יצחק דיני ההגבלים העסקיים (2002) (31)6.11
 ימין מוטי ווסרמן אמיר תאגידים וניירות ערך (התשס"ז) (11)10.7

כ

כהן צפורה פירוק חברות (מהדורה שנייה, התשע"ו) (10)12.5, (69)7.37, (44)7.22, (99)1.45
 (2)18.3, (114)16.40, (39)16.10, (10)15.5, (29)14.15, (138)13.53
 (117)19.36, (46)19.13, (44)19.12, (8)19.5, (3)19.3
 כץ יצחק הפרטה בישראל ובעולם (התשנ"ז) (27)2.21

ל

לוי חיים, סמיט משה וסרנת מרשל הבורסה וההשקעות בני"ע (1999) (9)1.4
 לויין שלמה וגרוניס אשר פשיטת רגל (מהדורה שלישית, התש"ע) (35)19.10
 לרנר שלום דיני שטרות (מהדורה שנייה, התשס"ז) (31)18.14, (132)17.57
 לרנר שלום המחאת חיובים (התשס"ב) (188)16.66, (6)16.2
 לרנר שלום קיזוז חיובים (התשס"ט) (6)18.4
 לרנר שלום שכירות נכסים (התש"ן) (119)14.46
 לרנר שלום שעבוד נכסי חברה (התשנ"ז) (4)13.2, (97)4.25, (102)3.42, (27)1.13
 (42), (39)16.10, (22)16.6, (10)15.5, (45)13.15, (29)13.10, (28)13.9, (23)13.8
 (40)17.18, (10)17.7, (7)17.7, (114)16.40, (109)16.37, (61)16.16, (49)16.12
 (117)19.36, (45)19.12, (41)19.12, (56)17.29

נ

נמדר אהרן היטל השבחה (התשס"ח) (7)19.5

ס

סגל זאב זכות העמידה בבית המשפט הגבוה לצדק (התשמ"ו) (85)7.43

ע

עדיני רונן דיני ניירות ערך (התשמ"ד) (29)6.10

פ

פורת אריאל הגנת אשם תורם בדיני חוזים (התשנ"ז) (15)14.10
 פרוקצ'יה אוריאל דיני חברות חדשים לישראל – דין נוהג, דין רצוי והדרך לחקיקה (התשמ"ט) (10)12.5, (101)23.43
 פרוקצ'יה אוריאל דיני פשיטת רגל והמשפט האזרחי בישראל (התשמ"ד) (99)1.45, (95)1.40, (8)19.5, (90)15.32, (137)13.53
 פרידמן דניאל וכהן נילי חוזים כרך א (התשנ"א) (37)17.18
 פרידמן דניאל וכהן נילי חוזים כרך ב (התשנ"ג) (41)14.18, (178)12.74
 פרידמן דניאל וכהן נילי חוזים כרך ג (התשמ"ד) (68)14.30
 פרידמן דניאל וכהן נילי חוזים כרך ד (התשע"א) (56)14.25

ש

שוב שלומי חשבונאות פיננסית חדשה: IFRS 2010 כרך א (2009) (1)1.2
 שורץ דודי סדר דין אזרחי – חידושים, תהליכים ומגמות (התשמ"ז) (94)4.24
 שטרן ידידיה צ' רכישת חברות (התשנ"ו) (45)24.19, (79)9.34, (69)9.31
 שטרן ידידיה צ' תכלית החברה העסקית (2009) (34)2.27, (21)1.10
 שלו גבריאלה דיני חוזים (מהדורה שנייה, התשנ"ה) (37)17.18, (68)14.30, (41)14.18

מאמרים

א

אבשר עירית "הלחץ הציבורי עבד: לאומי מבטל את מחיקת החוב לדנקר" גלובס (19.4.2013) (12)2.12
 אבנור חנה "המפרק הזמני" ספר לובנברג 199 (התשמ"ח) (104)4.25
 אבן-להב דליה "פירוק חברות – היום הקובע לקיזוז" הפרקליט מח 5 (התשס"ה) (15)18.6
 אבריאל איתן "איך ישראל לא נפלה במשבר הפיננסי – ולמה היא עלולה ליפול במשבר הבא" TheMarker (8.2.2015) (12)6.3
 אברמוב קובי "בעלי עניין מכרו בשנת 2014 מניות בשווי של כ-5.5 מיליארד שקל" הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – מאמרים (18.1.2015) (68)6.24
 אברמוב קובי "בשנת 2016 מכרו בעלי עניין לציבור מניות בשווי של כ-6 מיליארד שקל – עלייה של יותר מ-80% לעומת שנת 2015" הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – מאמרים (27.12.2016) (68)6.24
 אברמוב קובי "השפעת חוק הריכוזיות על הקיטון במספר החברות הבורסאיות בשנים 2012-2015" הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – מאמרים (3.8.2015) (65)6.23
 אברמוב קובי "מכירות מניות ע"י בעלי עניין בשנת 2013" הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – מאמרים (2.2.2014) (68)6.24
 אומן ישראל "בעניין מי שהיה נשוי שלוש נשים" מוריה קכב (התשנ"ט) (43)15.17
 אפלברג שלי ורוכורגר מיכאל "אידיבי תשלם למחזיקי אגרות החוב שלה 35 מיליון שקל" TheMarker (5.10.2012) (144)7.80
 אפרתי עידו "קלאבמרקט: נחתם הסכם המכירה לשופרסל" Ynet-כלכלה (1.9.2005) (3)23.3
 אריאל יעקב [הרב] "רוב, מיעוט והכרעה – המנגנון הדמוקרטי של ההלכה" דרך ארץ, דת ומדינה 187 (התשמ"ב) (108)23.44

ב

בהט יחיאל "ארגון מחדש של חברות כושלות" מחקרי משפט ז 221 (התשמ"ט) (19)12.8, (151)3.66

- בהט יחיאל "הבראת תאגידיים בקשיים בסיוע בנקים – הסדרים מחוץ לבית המשפט כאלטרנטיבה להליכים פורמליים" **רבעון לבנקאות** ל 60 (התשנ"ב) (78)4.22
- בהט יחיאל "הסדרי הבראה לאחר התיקון שהתקבל בפקודת החברות" **רבעון לבנקאות** ל 13 (התשנ"ו) (133)4.35
- בהט יחיאל "כפיה על קבוצה מתנגדת בהסדר על פי סעיף 233 לפקודת החברות" **עיוני משפט** יז 445 (התשנ"ג) (128)23.51, (114)23.46
- בוקשפן עלי "על חברה וחברה, ועל מעמדו של סעיף 11 לחוק החברות במשפט הישראלי" **משפט ועסקים** א 229 (התשס"ד) (21)1.10
- ביאור חיים "עברת את גיל 40? הקריירה שלך בהיי-טק הסתיימה" **TheMarker** (10.1.2008) (16)2.16
- ביטרמן נחום "שעבוד קבוע שנוצר בניגוד לאיסור שבשעבוד שוטף" **הפרקליט** ל 100 (התשמ"א) (35)16.9
- ביין דן "עמדתו של המשפט הישראלי כלפי העושה דין לעצמו לשם השבת החזקה ברכוש" **הפרקליט** כד 322 (התשכ"ז) (95)17.45
- בן פורת מרים "הגנת החוק על קורת גגו של בעל נכס" **ספר יצחק כהן** 336 (התשמ"ט) (31)20.11
- בן-הדור בתיה ואח' "בדיקת אפליה בשכירה לעבודה על-ידי מבחני היענות" **שנתון העבודה** יא 381 (התשס"ו) (15)2.16
- בר-מור הדרה "הדחיית חוב מוסרנית ומימון דק – הרהור ביקורתי על הלכת 'אפרוחי הצפון'" **תאגידיים** ו(2) 3 (2009) (139)13.53
- ברנע אמיר "הערכת יכולת פירעון אי די בי – חברה לפיתוח בע"מ" (מיום כ"ו סיון התשע"ג, 4.6.2013) (116)7.57, (13)4.5, (45)2.31
- ברק אהרן "עקרונות כלליים של המשפט בפרשנות המשפט" **ספר ויסמן – מחקרי משפט לכבודו של יהושע ויסמן** 1 (שלום לרנר ודפנה לוינסון-זמיר עורכים, התשס"ב) (35)17.18

ג

- גבאי אייל "בטוחה לטובת מממן" **משפטים** כד 351 (התשנ"ד) (114)16.40
- גביזון יורם "הסדר חוב בדפי זהב: בעלי האג"ח יוותרו על 100 מיליון שקל" **TheMarker** (מיום 22.7.2009) (69)4.21
- גוטסמן הדר וקלרמן מעיין "מערכת נתוני האשראי בישראל" **בנק ישראל**, מבט סטטיסטי 2015 (31.12.2015) (70)6.25
- גושן זוהר "בעיית-הנציג' כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידיים" **ספר זיכרון לגואלטירו פרוקצ'יה** 277 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ'יה ומרדכי א' ראביליו עורכים, התשנ"ז) (68)15.24, (84)1.33
- גושן זוהר "הצבעה אסטרטגית בדיני חברות – מדיקטטורה לדמוקרטיה" **משפטים** כג 109 (התשנ"ד) (110)23.44, (62)23.30, (15)3.8, (32)1.14
- גושן זוהר "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות" **משפטים** כט 17 (התשנ"ח) (102)23.43
- גושן זוהר "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש – תכליות החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" **משפטים** לב 381 (התשס"ב) (21)24.6, (66)15.24, (21)1.10
- גרוסקופף עופר "ויתור על נכס מכביד" **המשפט** 33 (התשס"א) (133)14.47, (118)14.45
- גרוסקופף עופר "פטרנליזם, תקנת הציבור והמונופול הממשלתי בשוק ההימורים" **המשפט** ז 9 (התשס"ב) (74)21.36

ד

- דברת-מזריץ עדי "התקדמות במו"מ עם עובדי מגה: מסכימים לקיצוץ שכר ותנאים לפרישת 120 עובדים" **TheMarker** (5.5.2015) (4)23.3
- דגן חנוך "קניין, אחריות חברתית וצדק חלוקתי" **צדק חלוקתי בישראל** 97 (מנחם מאוטנר עורך, התשס"א) (134)15.51
- דגן חנוך "תקנת השוק כביטוח" **ספר ויסמן – מחקרי משפט לכבודו של יהושע ויסמן** 15 (דפנה לוינסון-זמיר ושלום לרנר עורכים, התשס"ב) (106)17.50, (73)1.31
- דגן צילי "ההשלכות החוקתיות הנסתרות בדיני מיסים" **צדק חלוקתי בישראל** 261 (מנחם מאוטנר עורך, התשס"א) (51)19.16
- דגן צילי וחמדני אסף "מיסוי דיבידנדים והפחתת הון" **משפט ועסקים** ח 215 (התשס"ח) (50)19.16

דויטש מיגל "נפילתה (?) ועלייתה של הזכות שביושר במשפט הישראלי" **עיוני משפט** כד 313 (התש"ס)
 (72)1.31
 דויטש מיגל "פומביות הקניין, חופש הקניין ותאימות השיטה – הצורך במודל וקווים לעיצובו" **משפטים** כג
 257 (התשנ"ד) 16.14 (54)
 דנציגר יורם, פויזנר יואב ובן ישי רענן "חקיקה שיפוטית בדיני חדלות פרעון" **משפט ועסקים** יג 61
 (התש"ע) 19.31, (178)4.51 (108)
 דרור נורית "הנפקות אג"ח על ידי חברות הסקטור הריאלי בבורסה בתל-אביב – בעיקר למיחזור חוב"
הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – מאמרים (8.8.2016) 6.21 (62)
 דרור נורית "שלוש שנים ליישום המלצות ועדת חודק" **הבורסה לניירות ערך בתל-אביב – יחידת המחקר**
 (נובמבר 2013) 6.12 (35)

ה

האן דוד "דחיית חובות" **מחקרי משפט** כג 33 (התשס"ז) 10.7, (6), 13.51, (128)13.52, (135)
 13.53, (142)13.58, (155)13.58, (157), (74)16.21
 האן דוד "הגנה הולמת לחובות מובטחים בהבראת חברות" **משפטים** לב 247 (התשס"ב) 1.5, (12)
 7.15, (34)7.15, (80)3.30, (53)12.27, (57)12.29, (72)12.34, (74)12.35
 12.36, (80)12.36, (97)16.32, (8)22.5, (15)23.11
 האן דוד "העברת ערך לנושה והמחאת זכות על-ידי נושה – על העדפת נושים בחדלות-פירעון" **מחקרי**
משפט טז 197 (התשס"א) 1.18, (43)1.18, (3)13.1, (36)13.12
 האן דוד "השעבוד הצף בעדיפויות מעגליות" **מחקרי משפט** טו 117 (התשנ"ט) 16.10, (39)16.40, (114)
 16.49, (44)19.12, (47)19.13, (49)19.14
 האן דוד "התפתחות דיני הבראת חברות: מן הכנסת אל משרד המשפטים דרך בתי-המשפט" **קריית המשפט**
 ה 3 (התשס"ד-ס"ה) 8.59, (145)9.6, (13)9.6
 האן דוד "חדל אי בהירות: אתגרי החקיקה והשפיטה בדיני חדלות פרעון" **עורך הדין** כט 84 (התשע"ו)
 4.33, (126)4.33
 האן דוד "כפייה בין-קבוצתית במיזוג חברות" **משפטים** לב 419 (התשס"ב) 23.48, (119)
 האן דוד "ממקדחות בלק אנד דקר ועד קידוחי הצפון – שובה של תנית שימור הבעלות" **עיוני משפט** כח 97
 (התשס"ד) 17.21, (43)
 האן דוד "נקי יהיה מביתו: ענין אישי באישור עסקה של חברה" **הפרקליט** מט 93 (2006) 8.35, (80)
 23.77, (183)23.73, (189)
 האן דוד "על ארבעה וחמישה: מניעת רכוש מנושים של חברה חדלת פירעון" **משפטים** מ 535 (התשע"א)
 13.35, (87)13.35, (122)13.48, (126)13.50
 האן דוד "פירוק חברות" מאת ציפורה כהן " **מחקרי משפט** טז 487 (התשס"א) 1.45, (99)
 האן דוד "קידוחי הצפון – הלכה ואין מורין כן" **תאגידיים** ב/5 (התשס"ה) 17.11, (17)
 האן דוד "שעבוד כ'קניין'" **ספר ויסמן** – **מחקרי משפט לכבודו של יהושע ויסמן** 43 (שלום לרנר, דפנה
 לוינסון-זמיר עורכים, התשס"ב) 1.32, (79)1.32, (85)12.38, (13)15.7
 האן דוד וחמדני אסף "מיזוג והצעת רכש מלאה לאור תיקון מס' 3 לחוק החברות" **תאגידיים** (ב) 110
 (2005) 24.26, (72)
 הכהן איתי "מעמדן של רשויות המס בהליכי חדלות פירעון" **מיסים** יב/א-88 (התשנ"ט) 19.5, (7)
 הלפרין מיכל "דוקטרינת הפירמה הכושלת" **תאגידיים** ג/5 21 (התשס"ז-2006) 24.20, (52)
 הרטמן אלקס ונוימן דורון "סדר העדיפויות בין זכות המשכון ובין זכות העיכובן" **משפטים** י 535 (התש"ס)
 17.49, (105)

ו

וינוגרד אליהו "שיקום חברות – מה חידשה הוועדה" **רבעון לבנקאות** כט 111 (התשנ"א) 4.35, (134)
 ויסמן יהושע "דין שעבוד הצף המגביל עסקאות" **משפטים** יא 554 (התשמ"א) 16.9, (35)
 ויסמן יהושע "החזקה" **מחקרי משפט** טו 5 (התשנ"ט) 17.45, (95)
 ויסמן יהושע "הסכמי ליסינג" **דיני בנקאות** 13 (עמותת מסיימי הפקולטה למשפטים בירושלים, השתלמות
 מארס 1990) 17.9, (13)17.10, (16)

- ויסמן יהושע "זכות עיכוב לעורכי דין על שום מה?" **הפרקליט** כא 223 (התשכ"ה) 17.55 (125)
 ויסמן יהושע "זכות קניין בפסיקה – התיאוריה בשירות הפרקטיקה" **עיוני משפט** טו 53 (התש"ן)
 1.32, 15.7 (78), (13)
 ויסמן יהושע "מושגי יסוד בדיני קניין – סקירה ביקורתית" **משפטים** יא 41 (התשמ"א) 1.29 (63)

ז

- ז'בוטינסקי זאב "הגאולה הסוציאלית – שיחה" **המשקיף** (כ' טבת התש"ט, 21.1.1949) 20.19 (48)
 זלצמן נינה וגרוסקופף עופר "הסוואת משכון – הצעה לעיון חוזר בהלכת קולומבר" **עיוני משפט** כו 79
 (התשס"ב) 17.10, (109) 12.47 (16)
 זלצמן נינה ופרידמן דניאל "תקנת השוק והשפעתה על יחסי מוכר-קונה" **עיוני משפט** ה 122 (התשל"ו-
 התשל"ז) 17.50 (106)
 זמיר איל "תקנת השוק, טעות משותפת, עשיית עושר ועוד" **משפטים** כו 359 (התשנ"ו) 1.31, (73) 17.50 (106)
 זמיר איל "תרופות בשל הפרת חוזה – פיצויי ציפייה, פיצויי הסתמכות, השבת התעשרות ושחזור השקילות
 החוזית: בעקבות ע"א 1632/98 ארכוס נ' רובינשטיין ושות'" **משפטים** לד 91 (התשס"ד) 14.19 (43)
 זנדברג חיים "המחאת זכות – מכר מותנה או משכון?" **משפטים** לא 985 (התשס"א) 17.10 (16)

ח

- חביב-סגל אירית "דיני השעבודים במימון הפירמה" **עיוני משפט** טו 83 (התש"ן) 15.35 (98)
 חביב-סגל אירית "דיני חברות" **ספר השנה של המשפט בישראל תשנ"ב-תשנ"ג** 77 (16) 17.10
 חביב-סגל אירית "זכויות בעלי שעבודים בשיקום חברות" **עיוני משפט** טז 263 (התשנ"ב),
 12.33, (70) 16.44, (126) 12.7 (127)
 חביב-סגל אירית "זכויות הצבעה והפיקוח על מנהלי חברות ציבוריות" **עיוני משפט** טז 509 (התש"ן)
 16.40 (114)
 חזני גולן "הבנקים מתנגדים להסדר הנציגויות, ידחו חובות דנקנר באי. די. בי פיתוח במסגרת הסדר משלהם"
כלכליסט (2.6.2013) 1.8 (17)
 חיות אילנית "קוקה קולה ישראל: לא נספק מחר סחורה לרשת מגה" **גלובס** (2.11.2015) 7.75 (138)
 חמדני אסף "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים" **משפטים** מ 309
 (התשע"א) 6.8, (21) 6.6 (26)
 חנס שרון "אופציות למנהלים בשוק הון עם בעלות מרוכזת – הערכה מחודשת ודיון במקרה הישראלי"
משפטים לו 119 (התשס"ו) 1.4 (9)
 חנס שרון "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עוינות על חברות בישראל" **עיוני משפט** כו 819
 (התשס"ג) 5.11 (12)
 חנס שרון "כלל שיקול הדעת העסקי" **עיוני משפט** לא(2) 313 (2009) 10.24 (45)
 חנס שרון "עיון מחודש באישיות המשפטית הנפרדת של התאגיד הישראלי" **עיוני משפט** כח 5 (התשס"ד)
 2.30, (41) 2.30 (41)
 חסקל אייל ודגני יואב "מהותה של הזכות לקיום בכבוד בישראל כזכות לקיום בתנאים מינימליים או אולי
 כזכות לקיום כתנאי מחיה נאותים?" **הארץ הדין** ג 124 (התשס"ו) 20.19 (48)
 חריס רון "ממאסר להפטר – הצעת סדר-יום חדש לחקיקת דינים לאכיפת חיובים" **עיוני משפט** כג 641
 (התש"ס) 4.16, (106) 4.16, (47) 4.16 (54)
 חריס רון "נפילתו ועלייתו של מאסר החייבים" **עיוני משפט** כ 439, 490 (התשנ"ז) 4.16 (53)

ט

- טדסקי גד "על פגיעותה של זכות הנמחה מצד הממחה והחייב" **משפטים** יח 5 (התשמ"ח) 16.2 (6)

כ

- כהן חיים "כיצד נכרת חוזה הגרלה, גונשורוביץ נ' מפעל הפיס" **חיים כהן – מבחר כתבים** 492 (אהרן ברק
 ורות גביון עורכים, התשנ"ב) 17.8 (12)

ל

- לוי יוסי "הסדרי חוב: הגיע הזמן לבחון מחדש את המלצות ועדת חודק" **גלובס** (ר' אדר א' התשע"ו, 15.2.2016) (35)6.12
- לוי-וינריב אלה "עו"ד ארוז: 'חשש שענבל אור מבריחה נכסים'. אור: 'הוא שקרן' **גלובס** (28.8.2016) (9)4.3
- לויין שלמה "הקוסם מארץ עוז: היכול בית המשפט ליצור יש מאין?" **ספר לובנברג** 33 (התשמ"ח) (104)4.25
- לחמן-מסר דרידה "עקרונות תזכיר חוק שיקום חברות" **רבעון לבנקאות** לד 24 (התשנ"ו) (134)4.35
- ליכט עמיר "הרמת מסך והדחיית חוב לאחר תיקון 3 לחוק החברות: מה נשתנה?" **תאגידים** ב 65, 86-91 (2005) (126)13.50
- ליכט עמיר "תכליות החברה" **משפט ועסקים** א 173 (התשס"ד) (21)1.10
- לרנר שלום "הפיתוח במעמדה של הבעלות באספקלריה של מועד העברת הבעלות במכר מיטלטלין" **מחקרי משפט** ה 77 (התשמ"ו) (69)17.32
- לרנר שלום "מהותו של מכר מותנה" **משפטים** יג 305 (התשמ"ג) (16)17.10
- לרנר שלום "משפט מסחרי ומשפט אזרחי – אנטומיה של סיווג" **ספר זיכרון לגד טדסקי** 503 (התשנ"ו) (62)1.29
- לרנר שלום "עשור להלכת קולומבו – הלכה, מציאות והרהורי חזרה בתשובה" **ספר ויסמן – מחקרי משפט לכבודו של יהושע ויסמן** 407 (שלום לרנר ודפנה לוינסון-זמיר עורכים, התשס"ב) (57)16.15
- לרנר שלום "קיוויו חיובים מותנים בפשיטת רגל" **משפטים** כב 219 (התשנ"ג) (16)18.6, (126)17.55
- לרנר שלום "שטר ביטחון וזיכוי חשבון בנק כמתן ערך בשטרות" **משפטים** יז 71 (התשמ"ז) (32)18.14

מ

- מאוטנר מנחם "עסקאות נוגדות ורשלנות הקונה שאינו רושם הערת אזהרה" **הפרקליט** מ 521 (התשנ"א) (72)1.31
- מאוטנר מנחם "פשיטת-רגל – האמנם סוף מעשה במחשבה תחילה?" **ספר לובנברג** 108 (דניאל פרידמן ויצחק שילה עורכים, התשמ"ה) (40)7.19, (38)7.19, (45)1.22
- מאוטנר מנחם "קיוויו דיני חיובים – חלק כללי (דניאל פרידמן עורך, התשנ"ד) (8)18.4, (7)18.4, (97)12.43
- מאוטנר מנחם "שטר ביטחון – חוזה הכפוף לתנאי מתלה, נכס ממושכן ובעיית התמורה והערך" **עיוני משפט** יב 205 (התשמ"ז) (32)18.14
- מינץ דוד "השותפות הנישואית והערבות ההדדית בין בני זוג בפשיטת רגל – עיון מחודש" **דין ודברים** ט 105 (התשע"ו) (61)20.27, (32)20.11, (27)20.10

נ

- נד"ב טל תזכיר חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ה-2015 – הערות עקרוניות מטעם איגוד הבנקים (כ"ב חשון התשע"ו, 4.11.2015) (182)16.62

ס

- סוכנויות הידיעות "כל מה שהיה צריך להצליח, נכשל. כך הפכה בטר פלייס לאכזבה היסטורית" **TheMarker** (8.4.2014) (7)4.3
- סול אהוד ונאמן מנחם "היקף הפרשנות של זכות סירוב ראשון" **תאגידים** א/1 (התשס"ד) (79)24.29

פ

- פניביין אילת "מעסיקים מעדיפים עובדים צעירים" **הזמן השלישי** 30 (התשס"ד) (15)2.16
- פניני גד "מגדל בבל מקומי או אספרנטו בינלאומי" **רואה החשבון** נה 241 (התשס"ז) (1)1.2
- פרוקצ'יה אוריאל "הבעלות על הפירמה וסייגיה – נושים, עובדים, אלמנות ויתומים בדיני החברות" **משפטים** כב 301 (התשמ"ג) (63)15.24, (21)1.10, (109)3.45
- פרוקצ'יה אוריאל "ייחסי ממון בין בני זוג בפשיטת רגלו של אחד מהם" **משפטים** ז 266 (התשל"ו-התשל"ז) (27)20.10
- פרוקצ'יה אוריאל "לשאלת תוקפה הקנייני של הערת אזהרה" **עיוני משפט** ז 446 (התשל"ט-התש"ס)

(128), (125), (124)14.47
 פרוקצ'יה אוריאל "מושג ותאוריה בתורת האישיות המשפטית" **עיוני משפט** יז 167 (התשנ"ב) (41)2.30,
 (133)12.60
 פרוקצ'יה אוריאל "מימון דק", הרמת המסך והגבלת האחריות בדיני חברות" **עיוני משפט** ו 526 (התשל"ט-
 (1979)13.51
 פרידמן דניאל "הערות בדבר זכויות הבעלים המקורי כלפי צד שלישי לאור החקיקה הישראלית החדשה"
עיוני משפט ד 245 (התשל"ה) (132)17.57, (73)1.31
 פרידמן דניאל "תקנת השוק והשפעתה על יחסי מוכר-קונה" **עיוני משפט** 122 (התשל"ו) (73)1.31
 פרץ אפרת "הסדרי החוב חושפים נאמני אג"ח כשוק פרוץ ובלתי מפותח" **גלובס** (28.8.2013) (20)10.10

צ

צינגלאוב ישראל "תקנת השוק, התפתחותה של תקנה ופיתוחו של דין" **משפטים** לא 837 (התשס"א)
 (106)17.50, (73)1.31

ק

קובו עמי "פירוש לתיקון מס' 113 לחוק העונשין בעניין הבניית שיקול הדעת בענישה" **הסניגור** 183
 (התשע"ב-2012) (46)21.25
 קורן אורה "רשות ההגבלים תתנגד למכירת מגה לרמי לוי או לשופרסל" **TheMarker** (1.2.2016)
 (47)24.19
 קיליאן גיל "אפריקה תוקפת חזיתית את מחזיקי אג"ח ט': מאבקכם אינו מוצדק" **כלכליסט** (15.11.2009)
 (13)11.10
 קיליאן גיל "בעל אג"ח ט' שוב תוקפים את ההסדר באפריקה: מתבססים על עובדות שגויות" **כלכליסט**
 (29.11.2009) (13)11.10
 קמחי עומר "מעמדם וזכויותיהם של העובדים בהליך הקפאת הליכים – מבט השוואתי" **משפט ועסקים** יט
 101 (התשע"ו) (109)19.32, (99)19.29
 קנטור ישראל "נושים מובטחים – מול חברה קורסת וחברה בשיקום פתרון לדורות והצורך בפתרון לשעה"
רבעון לבנקאות כט 85, 89 (התשנ"א) (6)11.8
 קריתי בנימין "חייב חברה בפירוק בהשבת סכומים ששולמו לה קודם לפירוקה וזאת בשל מחיקה שלא כדין
 של הערת אזהרה על-ידי המפרק" **עיוני משפט** טז 173 (התשנ"א) (128), (125)14.47

ר

רוכורגר מיכאל "בגלל חוב של 47 מיליון שקל – לאומי מתנגד להסדר החוב באלביט הדמיה"
TheMarker (12.12.2013) (17)1.8
 רוכורגר מיכאל "רוסק-עמינח תוותר לדנקנר על 150 מיליון ש' מחובו הפרטי לבנק" **TheMarker-שוק**
ההון (14.4.2013) (53)6.16
 רוכורגר מיכאל ואפלברג שלי "דנקנר על סף מכירת השליטה בכלל ביטוח לחברה תאילנדית" **TheMarker**
 (30.7.2013) (143)7.49
 רותם יעד "הגברת התחרות על רכישת חברה שבקשיים כתיאוריה מאחדת לדיני פירוק ושיקום חברות" **דין**
ודברים ט 255 (התשע"ו) (45)23.20
 רותם יעד "הסמכות למתן הקלות שלטוניות בהליכי חדלות פירעון" **משפטים** מ 113 (התשע"א)
 (114)24.37, (106)24.36, (94)24.33
 רייכמן אוריאל "בעל מקרקעין ההופך לדייר מוגן – הצורך בשינוי הדין" **עיוני משפט** ט 121 (התשמ"ג-
 (31)20.11
 רייכמן אוריאל "הערת אזהרה מהות, יצירה והגנה כנגד עסקאות נוגדות" **עיוני משפט** י 297 (התשמ"ג)
 (96)17.45, (72)1.31

ש

שאוילי אבי "אושר הסדר החוב בדלק נדל"ן; תשובה הציל את עורו" **גלובס** (27.9.2012) (162)23.62

- שגב שי "על היחס שבין חוק-יסוד: כבוד-האדם וחירותו לבין תקנות סדר הדין האזרחי, בכלל, והסעדים הזמניים, בפרט" **המשפט** ב 53, 81 (התשנ"ה) 4.24(94)
- שטיין רון "הסדר החוב באידיבי: דנקר מציע תספורת של 500 מיליון ₪" **גלובס** (23.1.2013) 7.54(109)
- שטרומן אורי "תקנת השוק" **הפרקליט** לד 353 (התשמ"א) 1.31(73), 17.50(106)
- שטרן ידידיה "האם חברות נועדו להשיא את רווחיהם של בעלי המניות? ניתוח כלכלי וביקורתי" **משפט ועסקים** א 105 (התשס"ד) 1.10(21)
- שטרן ידידיה "החברה כאישיות משפטית חסרת בעלים – תיאוריה, דין, מציאות" **מחקרי משפט** כא 245 (התשס"ב) 1.10(21), 1.35(88)
- שטרן ידידיה "תכלית החברה העסקית – פרשנות והשפעות מעשיות" **משפטים** לב 327 (התשס"ב) 1.10(21)
- שטרן ידידיה צ' "האם חברות נועדו להשיא את רווחיהם של בעלי המניות? ניתוח כלכלי ביקורתי" **משפט ועסקים** א 105 (התשס"ד) 13.51(130), 15.24(66)
- שטרן ידידיה צ' "תכלית החברה העסקית – פרשנות והשפעות מעשיות" **משפטים** לב 327 (התשס"ב) 2.27(34), 15.24(66)
- שכטר אשר "קמפיין נגד הטייקונים: עושים תספורת לתשובה ולא מתדלקים בתחנות דלק" **TheMarker** (מיום 30.8.2011) 6.6(20)

ספרות זרה

ספרים

- A
- ADLER BARRY E., FOUNDATIONS OF BANKRUPTCY LAW (2005) 3.14(33)
- ALTMAN EDWARD I. & HOTCHKISS EDITH, CORPORATE FINANCIAL DISTRESS AND BANKRUPTCY: PREDICT AND AVOID BANKRUPTCY, ANALYZE AND INVEST IN DISTRESSED DEBT (3rd ed., 2006) 7.64(125)
- ASHCRAFT ADAM B. & SCHUERMANN TIL, UNDERSTANDING THE SECURITIZATION OF SUBPRIME MORTGAGE CREDIT (2008) 6.1(4)
- ATKINSON ANTHONY & STIGLITZ JOSEPH, LECTURES ON PUBLIC ECONOMICS (1980) 23.44(111)
- B
- BAIRD DOUGLAS G., ELEMENTS OF BANKRUPTCY (3rd ed., 2001) 9.38(94)
- BAIRD DOUGLAS G., ELEMENTS OF BANKRUPTCY (4th ed., 2006) 9.8(23), 14.44(111)
- BAIRD DOUGLAS, ELEMENTS OF BANKRUPTCY (6th ed., 2014) 6.1(6), 22.4(5)
- BAIRD DOUGLAS G., ROBERT H. GERTNER & RANDEL C. PICKER, GAME THEORY AND THE LAW (1994) 17.7(9)
- BAIRD WEBEL, CONGRESSIONAL RESEARCH SERVICE, TROUBLED ASSET RELIEF PROGRAM (TARP): IMPLEMENTATION AND STATS (2013) 6.1(7)
- BERLE ADOLPH A. & MEANS GARDINER C., THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (1939) 9.36(85)
- BLACK'S LAW DICTIONARY (10th ed., Bryan A. Garner ed., 2014) 17.2(3)
- BREALEY RICHARD A. & MYERS STEWART C., PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE (8th ed., 2006) 7.15(34)
- BREALEY RICHARD A., MYERS STEWART C. & ALLEN FRANKLIN, CORPORATE FINANCE (12th ed., 2017) 15.24(62)
- C
- CARRUTHERS & HALLIDAY, RESCUING BUSINESS: THE MAKING OF CORPORATE BANKRUPTCY LAW IN ENGLAND AND THE UNITED STATES (1998) 4.56(183)

- CHEFFINS BRIAN R., COMPANY LAW: THEORY, STRUCTURE AND OPERATION (1997) 8.36(84), (88), 8.38(94)
- CHOUDHRY MOORAD, THE CREDIT DEFAULT SWAP BASIS (2006) 6.1(6)
- CLARK ROBERT C., CORPORATE LAW (1986) 19.26(91)
- CORK KENNETH, CORK ON CORK: SIR KENNETH CORK TAKES STOCK (1988) 4.32(124)
- CORPORATE BANKRUPTCY: ECONOMIC AND LEGAL PERSPECTIVES (Jagdeep S. Bhandari & Lawrence A. Weiss eds., 1996) 9.32(74)
- CRUIKSHANK DON, COMPETITION IN UK BANKING (HMSO, 2000) 5.31(45)
- D**
- DALHUISEN JAN H., DALHUISEN ON INTERNATIONAL COMMERCIAL, FINANCIAL AND TRADE LAW (2nd ed., 2004) 15.14(28)
- DERHAM RORY, THE LAW OF SET-OFF (3rd ed., 2003) 18.8(19), (40)
- DWORKIN RONALD, SOVEREIGN VIRTUE: THE THEORY AND PRACTICE OF EQUALITY (2000) 15.15(34)
- E**
- EASTERBROOK FRANK H. & FISCHEL DANIEL R., THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW (1991) 1.23(54), 1.33(82), 1.34(87), 2.27(35), 9.37(87), 12.61(138), 19.26(88)
- F**
- FINCH VANESSA, CORPORATE INSOLVENCY LAW – PERSPECTIVES AND PRINCIPLES (2002) 1.12(26), 1.29(67), 4.32(124), 4.56(185), 7.15(35), 8.36(84), (87), 8.37(91), 8.38(94), 8.43(118), 15.15(37), 15.31(84), 15.42(113), 16.7(28), 16.10(43), 16.13(52), (53), 16.15(58), 16.33(100), 16.37(110), 16.49(141)
- FLETCHER IAN F., THE LAW OF INSOLVENCY (3rd ed., 2002) 4.56(185), 4.57(187), 21.10(22)
- FOX BYRON E. & FOX ELEANOR M., CORPORATE ACQUISITIONS AND MERGERS (Vol. I, 1991) 24.19(45)
- FREEMAN R. EDWARD, STRATEGIC MANAGEMENT: A STAKEHOLDER APPROACH (1984) 3.55(133)
- FRYER DAVID, LABOUR MARKET DISADVANTAGE, DEPRIVATION AND MENTAL HEALTH (1998) 2.23(33)
- G**
- GAUGHAN PATRICK A., MERGERS, ACQUISITIONS AND CORPORATE RESTRUCTURINGS (3rd ed., 2002) 24.19(45)
- GILMORE GRANT, SECURITY INTERESTS IN PERSONAL PROPERTY (Vol. I, 1965) 16.33(99)
- GILSON STUART C., CREATING VALUE THROUGH CORPORATE RESTRUCTURING: CASE STUDIES IN BANKRUPTCY, BUYOUTS, AND BREAKUPS (2001) 8.2(2)
- GOODE ROY M., PRINCIPLES OF CORPORATE INSOLVENCY LAW (3rd ed., 2005) 3.14(29), 4.6(18), 9.27(65)
- GOUGH WILLIAM J., COMPANY CHARGES (2nd ed., 1996) 16.6(22)
- GROSS KAREN, FAILURE AND FORGIVENESS: REBALANCING THE BANKRUPTCY SYSTEM (1997) 3.51(125), 12.65(159), 21.31(60)
- H**
- HARRIS JAMES W., PROPERTY AND JUSTICE (1996) 1.32(76)
- HARRIS STEVEN L. & MOONEY CHARLES W., SECURITY INTERESTS IN PERSONAL PROPERTY (4th ed., 2006) 16.12(48)
- HART OLIVER, FIRMS, CONTRACTS, AND FINANCIAL STRUCTURE (1995) 22.6(16)
- I**
- IACocca LEE & NOVAK WILLIAM, IACocca: AN AUTOBIOGRAPHY (1984) 15.15(38)

- J**
 JACKSON THOMAS H., THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW (1986) 1.36(90),
 2.27(37), 3.1(1), 3.7(11), (13), 3.10(26), 3.14(30), 3.17(44), 3.31(83),
 3.72(162), 14.19(44), 14.36(76), 14.37(82), 15.9(17), 15.13(25),
 17.21(46), 20.3(5), 21.4(8)21.11 ,(23), 22.2(3), 22.8(28)
- K**
 KEAY ANDREW, COMPANY DIRECTORS' RESPONSIBILITIES TO CREDITORS (2007) 8.37(91)
- L**
 LESTER V. MARKHAM, VICTORIAN INSOLVENCY, BANKRUPTCY, IMPRISONMENT FOR DEBT, AND
 COMPANY WINDING-UP IN NINETEENTH-CENTURY ENGLAND (1995) 4.32(125)
 LIGHTMAN GAVIN & MOSS GABRIEL, THE LAW OF RECEIVERS AND ADMINISTRATORS OF COMPANIES
 (4th ed., 2006) 4.24(92), 4.27(108), 22.6(14)
 LOPUCKI LYNN M., COURTING FAILURE: HOW COMPETITION FOR BIG CASES IS CORRUPTING THE
 BANKRUPTCY COURTS (2005) 3.9(24)
 LUCIAN BEBCHUK A. & FRIED JESSE M., PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF
 EXECUTIVE COMPENSATION (2004) 1.4(9)
- M**
 MCCracken SHEELAGH, THE BANKER'S REMEDY OF SET-OFF (1993) 18.8(19)
 MOKAL RIZWAAN J., CORPORATE INSOLVENCY LAW – THEORY AND APPLICATIONS (2005) 3.14(29),
 3.55(129), 5.32(50), 8.35(82), 8.36(86), 8.38(96), (97), 12.2(3), 15.14(31), 15.23(61),
 15.33(92), 15.49(133), 16.8(29), 16.10(42), 16.16(63), 16.34(105), 16.40(117),
 19.19(63), 19.36(118)
- N**
 NAMDAR AHARON, CONTRACTS IN BANKRUPTCY (1977) 14.2(1)
- P**
 PENNINGTON ROBERT R., PENNINGTON'S CORPORATE INSOLVENCY LAW (1991) 22.6(14)
 POLYVIU POLYVIOS G., THE EQUAL PROTECTION OF THE LAWS (1980) 15.15(34)
 POSNER RICHARD A., ECONOMIC ANALYSIS OF LAW (6th ed., 2003) 23.44(111)
 POSNER RICHARD A., ECONOMIC ANALYSIS OF LAW (7th ed., 2007) 3.18(48)
 POSNER RICHARD A. & SCOTT KENNETH E., ECONOMICS OF CORPORATION LAW AND SECURITIES
 REGULATION (1980) 12.63(149)
- R**
 RADCLIFFE ROBERT C., INVESTMENT: CONCEPTS, ANALYSIS AND STRATEGY (1982) 1.7(14)
 RAJAK HARRY, INSOLVENCY LAW: THEORY AND PRACTICE (1993) 4.57(188)
 RAVALLION MARTIN, POVERTY COMPARISONS (1994) 20.25(55)
 RAWLS JOHN, A THEORY OF JUSTICE (1971) 23.67(172)
 ROE MARK J., STRONG MANAGERS WEAK OWNERS: THE POLITICAL ROOTS OF AMERICAN CORPORATE
 FINANCE (1994) 9.36(85)
- S**
 SAMUEL GEOFFREY, EPISTEMOLOGY AND METHOD IN LAW (2003) 1.29(61), (65)
 SKEEL DAVID A. JR., DEBT'S DOMINION: A HISTORY OF BANKRUPTCY LAW IN AMERICA (2001)
 2.20(23), 4.61(195), (196), 9.23(58), 22.14(45)

SMITH ADAM, THE WEALTH OF NATIONS (London, 1776), Book IV, (Vol. I, Edwin Cannan ed., 1961)
3.4(8)

T

TABB CHARLES J., THE LAW OF BANKRUPTCY (1997) 8.2(3)

W

WADDAMS STEPHEN, DIMENSIONS OF PRIVATE LAW: CATEGORIES AND CONCEPTS IN ANGLO-AMERICAN
LEGAL REASONING (2003) 1.29(64)

WILLIAMS WINTON E., GAMES CREDITORS PLAY (1998) 1.14(34)

WORTHINGTON SARAH, PERSONAL PROPERTY LAW: TEXT AND MATERIALS (2000) 1.32(76)

מאמרים

A

Acharya Viral, Philippon Thomas, Richardson Matthew & Roubini Nouriel, *The Financial Crisis of
2007–2009: Causes and Remedies*, 18 FIN. MARKETS, INST. INSTRUMENTS 89 (2009) 11.23(36)

Acharya Viral V. & Subramanian Krishnamurthy, *Bankruptcy Codes and Innovation*, 22 REV.
FINANCIAL STUD. 4949 (2009) 3.32(86), 12.63(150)

Adams Edward S., *Governance in Chapter 11 Reorganizations: Reducing Costs, Improving Results*,
73 BOSTON U. L. REV. 295 (1993) 9.46(119)

Adams Edward S. & Baillie James L., *A Privatization Solution to the Legitimacy of Prepetition
Waivers of the Automatic Stay*, 38 ARIZ. L. REV. 1 (1996) 8.25(54)

Adams Stephen, *Derivatives Safe Harbors in Bankruptcy and Dodd-Frank: A Structural Analysis*,
<https://ssrn.com/abstract=2348828> (March 3, 2014) 14.41(95)

Adler Barry E., *A Re-Examination of Near-Bankruptcy Investment Incentives*, 62 U. CHI. L. REV. 575
(1995) 3.14(35)

Adler Barry E., *A Theory of Corporate Insolvency*, 72 N.Y.U. L. REV. 343 (1997) 3.27(76),
3.35(95), 22.8(28)

Adler Barry E., *A World Without Debt*, 72 WASH. U. L. Q. 811 (1994) 3.7(12)

Adler Barry E., *Bankruptcy Primitives*, 12 AM. BANKR. INST. L. REV. 219 (2004) 3.14(35)

Adler Barry E., *Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy*, 45 STAN. L.
REV. 311 (1993) 22.4(6), 22.21(68), (69), (71), 22.24(74), 22.5(8), 23.12(16)

Adler Barry E., *Game-Theoretic Bankruptcy Valuation*, 41 J. LEG. STUD. 209 (2012) 23.11(14)

Adler Barry E., *Game-Theoretic Bankruptcy Valuation*, NYU LAW & ECON. RESEARCH PAPER SERIES,
<http://ssrn.com/abstract=954147> (December 28, 2006) 11.34(61)

Adler Barry E., *Secured Credit Contracts*, in 3 PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS AND THE LAW
405 (Peter Newman ed., 1998) 15.47(129)

Adler Barry E., *The Questionable Axiom of Butner v. United States*, in BANKRUPTCY LAW STORIES 11
(Robert K. Rasmussen ed., 2007) 3.14(28)

Adler Barry E., Vedran Capkun & Lawrence A. Weiss, *Value Destruction in the New Era of Chapter
11*, 29 J. L. ECON. & ORG. 461 (2013) 9.34(81)

Adler Barry E. & Ayres Ian, *A Dilution Mechanism for Valuing Corporations in Bankruptcy*, 111
YALE L.J. 83 (2001) 1.22(46)

Adler Barry E. & Trantis George G., *Absolute Priority in the Aftermath of North LaSalle Street*, 70
U. CIN. L. REV. 1297 (2002) 24.14(39)

Adler Barry E. & Trantis George G., *The Aftermath of North LaSalle Street*, 70 U. CIN. L. REV. 1225
(2002) 22.10(32)

- Aghion Philippe, Hart Oliver D. & Moore John H., *Improving Bankruptcy Procedure*, 72 WASH. U. L. Q. 849 (1994) 22.20(66)
- Aghion Philippe, Hart Oliver D. & Moore John H., *Insolvency Reform in the UK: A Revised Proposal*, 11 INSOL. L. & PRAC. 4 (1995) 22.20(67)
- Aghion Philippe, Hart Oliver D. & Moore John H., *The Economics of Bankruptcy Reform*, 8 J. L. ECON. & ORG. 523 (1992) 3.22(63), 3.23(67), 22.15(53), 22.20(66)
- Aicher Robert D. & Fellerhoff William J., *Characterization of a Transfer of Receivables as a Sale or a Secured Loan upon Bankruptcy of the Transferor*, 65 AM. BANKR. L.J. 181 (1991) 1.14(33)
- Aizman Joshua, *Capital Mobility in a Second-Best World: Moral Hazard with a Costly Financial Intermediation*, 11 REV. INT'L ECON. 1 (2003) 12.64(151)
- Alaka Aida M., *Corporate Reorganizations, Job Layoffs and Age Discrimination: Has Smith v. City of Jackson Substantially Expanded the Rights of Older Workers under the ADEA?*, 70 ALB. L. REV. 143 (2006) 3.44(106)
- Allebach Mark A., *Small Business, Equity Financing and the Internet: The Evaluation of a Solution?*, 4 VA. J. L. & TECH. 3 (1999) 12.63(144)
- Allen David E., *Transnational Secured Financing Law: Personal Property Security in Australia – A Long, Long Trail A-Winding*, 106 DICK. L. REV. 145 (2001) 17.30(61)
- Altman Edward I., *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question*, 39 J. FIN. 1067 (1984) 7.23(49)
- Altman Edward I., *Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and Zeta Models* (July 2000) 4.6(21)
- Amadeo Kimberly, *Auto Industry Bailout (GM, Ford, Chrysler)*, THE BALANCE (25.11.2016) 6.2(11)
- Amadeo Kimberly, *What was the Fannie Mae and Freddie Mac Bailout?*, THE BALANCE (11.8.2016) 6.1(8)
- Amihud Yakov & Lev Baruch, *Does Corporate Ownership Structure Affect its Strategy towards Diversification?*, 20 STRAT. MGMT. J. 1063 (1999) 9.34(77)
- Amihud Yakov & Lev Baruch, *Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers*, 12 BELL J. ECON. 605 (1981) 9.34(77)
- Andrade Gregor & Kaplan Steven N., *How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence for Highly Leveraged Transaction That Became Distressed*, 53 J. FIN. 1443 (1998) 3.32(85)
- Andrew Michael T., *Executory Contracts in Bankruptcy: Understanding Rejection*, 59 U. COLO. L. REV. 845 (1988) 14.2(1), 14.44(111)
- Andrews Marta G., *The Chapter 11 Creditors' Committee: Statutory Watchdog?*, 2 BANK. DEV. J. 247 (1985) 9.21(52)
- Armour John, *Should We Redistribute in Insolvency?*, CENTRE FOR BUS. RESEARCH CAMBRIDGE U. (March 2006) 16.6(23), 16.10(43)
- Armour John, Cheffins Brian R. & Skeel David A. Jr., *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom*, 55 VAND. L. REV. 1699 (2002) 2.7(5), 4.22(78), 9.2(2), 9.39(96), (100), (102), (104), 9.40(105)–(109), 9.41(110), (111), 11.6(2), (3)
- Armour John & Deakin Simon, *Norms in Private Insolvency: The "London Approach" to the Resolution of Financial Distress*, 1 J. CORP. L. STUD. 21 (2001) 4.22(78), 9.39(101), 11.6(2)
- Armour John & Frisby Sandra, *Rethinking Receivership*, 21 OXFORD J. LEG. STUD. 72 (2001) 3.29(79), 4.25(104), 11.29(53), 16.10(45)
- Armstrong Vaughn S. & Riddick Leigh A., *Bankruptcy Law Differences Across Countries, Managerial Incentives and Firm Value* <http://ssrn.com/abstract=420560> (Jan. 2003) 8.30(71), 9.34(81), 9.35(83)
- Arnold Markus C. & Gillenkirch Robert M., *Stock Options as Incentive Contracts and Dividend Policy* http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303242 24.46(143)

- Asch Latimer, *Credit Scoring: A Tool for more Efficient SME Lending*, 1(2) SME ISSUES 1 (November 2000) 12.63(146)
- Athreya Kartik, *Shame As It Ever Was: Stigma and Personal Bankruptcy*, 90 FED. RESERVE BANK OF RICHMOND ECON. Q. 1 (Spring 2004) 12.65(160)
- Aumann Robert J. & Maschler Michael, *Game Theoretic Analysis of a Bankruptcy Problem from the Talmud*, 36 J. ECON. THEORY 195 (1985) 15.17(43)
- Avery Robert B. et al., *The Role of Personal Wealth in Small Business Finance*, 22 J. BANKING & FIN. 1019 (1998) 12.59(132)
- Ayotte Kenneth, *Leases and Executory Contracts in Chapter 11*, 12 J. EMPIRICAL LEG. STUD. 637 (2015) 14.24(54)
- Ayotte Kenneth & Morrison Edward R., *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, 1 J. LEG. ANALYSIS 511 (2009) 11.40(72), 22.14(43)
- Ayotte Kenneth M., *Bankruptcy and Entrepreneurship: The Value of a Fresh Start*, COLUMBIA BUSINESS SCHOOL (2002) 12.64(151)
- Ayres Ian & Talley Eric, *Solomonic Bargaining: Dividing a Legal Entitlement to Facilitate Coasean Trade*, 104 YALE L.J. 1027 (1995) 23.11(15)
- Azar Ziad R., *Bankruptcy Policy: An Empirical Investigation of 50 Jurisdictions Worldwide*, 82 AM. BANKR. L.J. 407 (2008) 22.8(23), 22.27(82)
- B**
- Bainbridge Stephen M., *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV. 547 (2003) 3.55(132)
- Bainbridge Stephen M., *Much Ado about Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*, 1 J. BUS. & TECH. L. 355 (2007) 8.41(111)
- Bainbridge Stephen M., *Participatory Management Within a Theory of the Firm*, 21 IOWA J. CORP. L. 657 (1996) 9.51(127)
- Baird Douglas G., *A World without Bankruptcy*, 50 L. & CONTEMP. PROBLEMS 173 (1987) 2.27(37), 3.7(12)
- Baird Douglas G., *Bankruptcy's Uncontested Axioms*, 108 YALE L.J. 573 (1998) 3.2(5)
- Baird Douglas G., *Bankruptcy's Quiet Revolution* (April 15, 2016) 11.40(76), 24.52(163)
- Baird Douglas G., *Loss Distribution, Forum Shopping and Bankruptcy: A Reply to Warren*, 54 U. CHI. L. REV. 815 (1987) 3.9(23)
- Baird Douglas G., *Priority Matters*, 165 U. PENN. L. REV. 2 (2016) 15.27(75)
- Baird Douglas G., *Revisiting Auctions in Chapter 11*, 36 J. L. & ECON. 633 (1993) 3.19(52), 22.5(11), 22.17(63)
- Baird Douglas G., *Standby Letter of Credit in Bankruptcy*, 49 U. CHI. L. REV. 130 (1982) 12.76(184)
- Baird Douglas G., *The Importance of Priority*, 82 CORNELL L. REV. 1420 (1997) 15.33(94), 16.51(157)
- Baird Douglas G., *The Initiation Problem in Bankruptcy*, 11 INT'L REV. L. & ECON. 223 (1991) 7.25(51), 22.13(37)
- Baird Douglas G., *The Politics of Article 9: Security Interests Reconsidered*, 80 VA. L. REV. 2249 (1994) 12.62(141)
- Baird Douglas G., *The Uneasy Case for Corporate Reorganizations*, 15 J. LEG. STUD. 127 (1986) 3.2(4), 3.19(50), 3.20(53), 3.21(58), 3.22(61), 22.8(24), 22.9(29)
- Baird Douglas, *The Uneasy Case for Corporate Reorganizations*, 15 J. LEGAL STUD. 127 (1986) 1.23(55)
- Baird Douglas G. & Rasmussen Robert K., *The End of Bankruptcy*, 55 STAN. L. REV. 751 (2002) 22.8(25)

- Baird Douglas G. & Bernstein Donald S., *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, 115 YALE L.J. 1930 (2006) 3.3(6), 3.23(65), 22.13(41), 22.27(81), 23.49(125)
- Baird Douglas G. & Picker Randal C., *Simple Non-Cooperative Bargaining Model of Corporate Reorganizations*, 20 J. LEGAL STUD. 311 (1991) 3.62(142)
- Baird Douglas G. & Henderson M. Todd, *Other People's Money*, 60 STAN. L. REV. 1309 (2008) 3.26(73), 11.24(41)
- Baird Douglas G. & Jackson Thomas H., *Corporate Reorganization and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy*, 51 U. CHI. L. REV. 97 (1984) 3.9(23), 3.11(27), 3.14(31), 12.32(69), 16.56(174), 22.17(62)
- Baird Douglas G. & Morrison Edward R., *Bankruptcy Decision Making*, 17 J. L. ECON. & ORG. 356 (2001) 22.9(29)
- Baird Douglas G. & Morrison Edward R., *Serial Entrepreneurs and Small Business Bankruptcies*, 105 COLUM. L. REV. 2310 (2005) 9.39(98)
- Baird Douglas G. & Rasmussen Robert K., *Chapter 11 at Twilight*, 56 STAN. L. REV. 673 (2002) 3.30(82), 9.37(90), 11.35(64), 22.8(25)
- Baird Douglas G. & Rasmussen Robert K., *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, 87 VA. L. REV. 921 (2001) 1.26(59), 3.35(97), 9.2(2), 9.38(95)
- Baird Douglas G. & Rasmussen Robert K., *The End of Bankruptcy*, 55 STAN. L. REV. 751 (2002) 11.40(71)
- Balaschak Susan F., *Rehabilitation or Quick Fix: "Chapter 22s"*, 15–10 AM. BANKR. INST. J. 1 (1996–1997) 23.73(181)
- Bare Clive, *The Bankruptcy Reform Act of 1978*, 47 TENN. L. REV. 501 (1980) 9.23(58)
- Barr Paige E., *The Double Edged Sword*, 2 DEPAUL BUS. & COMM. L.J. 593 (2004) 24.34(98)
- Barret Margreth, *Merger by Peter F. Harts*, 37 HASTINGS L. J. 1197 (1986) 22.15(49)
- Barry E. Adler, *Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy*, 45 STAN. L. REV. 311 (1993) 3.8(15), 3.22(64), 3.23(67), 3.24(70), 9.51(126)
- Barry E. Adler, Capkun Vedran & Weiss Lawrence A., *Value Destruction in the New Era of Chapter 11*, 29 J. L. ECON. & ORG. 461 (2013) 8.29(68), 23.18(39)
- Bartlett Robert P., *Taking Finance Seriously: How Debt Financing Distorts Bidding Outcomes in Corporate Takeovers*, 76 FORDHAM L. REV. 1975 (2008) 22.15(48), (49)
- Bebchuk Lucian A., *A New Approach to Corporate Reorganization*, 101 HARV. L. REV. 775 (1988) 3.22(62), 22.4(6), 22.5(8), 22.19(65)
- Bebchuk Lucian A., *Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy*, 57 J. FIN. 445 (2002) 22.13(36), 23.49(123)
- Bebchuk Lucian A., *Using Options to Divide Value in Corporate Bankruptcy*, 44 EUR. ECON. REV. 829 (2000) 22.26(78), 22.28(85)
- Bebchuk Lucian A. & Chang Howard F., *Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization*, 8 J. L. ECON. & ORG. 253 (1992) 22.10(32), 23.12(16)
- Bebchuk Lucian A. & Fried Jesse M., *Executive Compensation as an Agency Problem*, 17 J. ECON. PERSPECTIVE 71 (2003) 1.4(9), 1.5(12)
- Bebchuk Lucian A. & Fried Jesse M., *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, 105 YALE L.J. 857 (1996) 12.70(170), 15.41(109), 15.42(112), (115), 15.46(126), 16.15(56), 16.49(144), 16.50(145), 146(), 16.52(160), 22.15(56)
- Bebchuk Lucian A. & Picker Randall C., *Bankruptcy Rules, Managerial Entrenchment, and Firm-Specific Human Capital*, CHICAGO L. & ECON. WORKING PAPER No. 16 (1993) 22.13(38)
- Bebchuk Lucian A. & Roe Mark J., *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 STAN. L. REV. 127 (1999) 9.36(85)

- Becht Marco & Roell Alisa, *Blockholding in Europe: An International Comparison*, 43 EUR. ECON. REV. 1049 (1999) 9.36(86)
- Beck Thorsten, Demigruc-Kunt Asli and Maksimovic Vojislav, *Bank Competition and Access to Finance: International Evidence*, 36 J. MONEY, CREDIT & BANKING 627 (2004) 5.15(15)
- Berger Allen N., Klapper Leora F. & Udell Gregory F., *The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Businesses*, 25 J. BANK. & FIN. 2127 (2001) 22.16(59)
- Berger Allen N. & Udell Gregory F., *A More Complete Conceptual Framework for SME Finance*, 30 J. BANK. & FIN. 2945 (2006) 12.59(132)
- Berger Allen N. & Udell Gregory F., *Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance*, 68 J. BUS. 351 (1995) 5.15(19), 12.59(132)
- Berger Allen N. & Udell Gregory F., *Small Business and Debt Finance*, in HANDBOOK OF ENTREPRENEURSHIP RESEARCH: AN INTERDISCIPLINARY SURVEY AND INTRODUCTION 305 (Zoltan J. Acs & David B. Audretsch eds., 2003) 12.63(143)
- Bergström Clas, Eisenberg Theodore & Sundgren Stefan, *On the Design of Efficient Priority Rules for Secured Creditors: Empirical Evidence from a Change in Law*, 18 EURO. J. L. & ECON. 273 (2004) 16.51(155), (156), (158), 17.36(80)
- Bergström Clas, Eisenberg Theodore & Sundgren Stefan, *Secured Debt and the Likelihood of Reorganization*, 21 INT'L. REV. L. & ECON. 359 (2002) 3.30(81), 12.39(90), 15.43(119), 16.48(140)
- Berkovitch Elazar & Israel Ronen, *Optimal Bankruptcy Law across Different Economic Systems*, 12 REV. FIN. STUD. 347 (1999) 22.13(37)
- Berkovitch Elazar & Israel Ronen, *The Bankruptcy Decision and Debt Contract Renegotiations*, 2 EURO. FIN. REV. 1 (1998) 22.13(37)
- Berkovitch Elazar, Israel Ronen & Zender Jaime F., *An Optimal Bankruptcy Law and Firm-Specific Investments*, 41 EURO. ECON. REV. 487 (1997) 22.13(38)
- Berkovitch Elazar, Israel Ronen & Zender Jaime F., *The Design of Bankruptcy Law: A Case for Management Bias in Bankruptcy Reorganizations*, 33 J. FIN. & QUANT. ANALYSIS 441 (1998) 9.31(72), 22.13(38)
- Berkowitz Jeremy & Hynes Richard, *Bankruptcy Exemptions and the Market for Mortgage Loans*, 42 J. L. & ECON. 809 (1999) 20.3(4)
- Berlin Mitchell & Lester Loretta J., *Lender Liability and Large Investors*, 10 J. FIN. INTERMEDIATION 108 (2001) 8.35(83)
- Bermont Gordon, *What's Stigma Got to Do with It?* 22-6 ABIJ 22 (July/August 2003) 12.65(160)
- Bernstein Ethan S., *All's Fair in Love, War & Bankruptcy? Corporate Governance Implications of CEO Turnover in Financial Distress*, 11 STAN. J. L. BUS. & FIN. 298 (2006) 8.2(2)
- Bertolotti Bernardo, Fantini Marcella & Siniscalco Domenico, *Privatisation Around the World: Evidence from Panel Data*, 88 J. PUB. ECON. 305 (2004) 2.21(27)
- Bertrand Marianne, Schoar Antoinette & Thesmar David, *Banking Deregulation and Industry Structure: Evidence from the French Banking Reforms of 1985*, 62 J. FIN. 597 (2007) 5.15(17)
- Bhandari Jagdeep S. & Weiss Lawrence A., *The Untenable Case for Chapter 11: A Review of the Evidence*, 67 AM. BANKR. L.J. 131 (1993) 23.12(16)
- Bhattacharyya Sugato & Singh Rajdeep, *The Resolution of Bankruptcy by Auction: Allocating the Residual Right of Design*, 54 J. FIN. ECON. 269 (1999) 22.8(24), 22.17(64)
- Bienenstock Martin J., *Conflicts Between Management and the Debtor-in-Possession's Fiduciary Duties*, 62 U. CINN. L. REV. 543 (1992) 9.37(91)
- Black Sandra E. & Strahan Phillip E., *Entrepreneurship and Bank Credit Availability*, 57 J. FIN. 2807 (2002) 5.15(16)
- Black Bernard C. & Coffee John C., Jr, *Hail Britannia? Institutional Investor Behavior under Limited Regulation*, 92 MICH. L. REV. 1997 (1994) 9.36(85)

- Blair Margaret M., *Firm-Specific Human Capital and Theories of the Firm*, in EMPLOYEES & CORPORATE GOVERNANCE 71 (Margaret M. Blair & Mark J. Roe eds., 1999) 2.27(36)
- Blair Margaret M. & Stout Lynn A., *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VA. L. REV. 247 (1999) 2.27(36)
- Blair Margaret M. & Stout Lynn A., *Specific Investment and Corporate Law*, 7 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION L. REV. 473 (2006) 3.55(134)
- Block-Lieb Susan, *Fishing in Muddy Waters: Clarifying the Common Pool Analogy as Applied to the Standard for Commencement of a Bankruptcy Case*, 42 AM. U. L. REV. 337 (1993) 3.8(15)
- Block-Lieb Susan, *The Logic and Limits of Contract Bankruptcy*, 2001 U. ILL. L. REV. 503 3.2(5), 3.49(120)
- Block-Lieb Susan, *Why Creditors File So Few Involuntary Petitions and Why the Number is Not Too Small*, 57 BROOKLYN L. REV. 803 (1991) 7.10(16), 8.2(3)
- Blum Brian A., *The Goals and Process of Reorganizing Small Businesses in Bankruptcy*, 4 J. SMALL & EMERGING BUS. L. 181 (2000) 3.45(108)
- Blumberg Phillip I., *Limited Liability and Corporate Groups*, 11 J. CORP. L. 573 (1986) 12.60(135)
- Bolton Gary E. & Ockenfels Axel, *A Theory of Equity, Reciprocity and Competition*, 90 AM. ECON. REV. 166 (2000) 3.66(152)
- Bolton Patrick & Oehmke Martin, *Should Derivatives Be Privileged in Bankruptcy?*, 70 J. FIN. 2352 (2015) 14.41(97)
- Bonbright James C. & Bergerman Milton M., *Two Rival Theories of Priority Rights of Security Holders in a Corporate Reorganization*, 28 COLUM. L. REV. 127 (1928) 15.2(3)
- Booth Charles D., *The Cramdown on Secured Creditors: An Impetus toward Settlement*, 60 AM. BANKR. L.J. 69 (1986) 23.11(14)
- Booth James R., *Contract Costs, Bank Loans, and the Cross-Monitoring Hypothesis*, 25 J. FIN. ECON. 40 (1992) 15.35(101)
- Bower James W., *Groping and Coping in the Shadow of Murphy's Law: Bankruptcy Theory and the Elementary Economics of Failure*, 88 MICH. L. REV. 2097 (1990) 15.14(29)
- Bower James W., *Whither What Hits the Fan? Murphy's Law, Bankruptcy Theory, and the Elementary Economics of Loss Distribution*, 26 GA. L. REV. 27 (1991) 15.43(118)
- Bradley Michael & Rosenzweig Michael, *The Untenable Case for Chapter 11*, 101 YALE L.J. 1043 (1992) 3.19(51), 9.35(82), 9.53(130), 22.10(32), 23.12(16)
- Brand Oliver, *Conceptual Comparisons: Towards a Coherent Methodology of Comparative Legal Studies*, 32 BROOK. J. INT'L L. 405 (2007) 3.18(46)
- Brander James A. & Poitevin Michel, *Managerial compensation and the Agency Costs of Debt Finance*, 13 MANAGERIAL & DECISION ECON. 55 (1992) 24.46(143)
- Bratton William W. & Wachter Michael L., *Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and 'The Modern Corporation'*, 34 J. CORP. L. 99 (2008–2009) 3.55(132)
- Braucher Jean, *A Fresh Start for Personal Bankruptcy Reform: The Need for a Single Portal*, 55 AM. U. L. REV. 1295 (2006) 20.4(8), 21.11(26)
- Brierley Peter & Vleighe Gertjan, *Corporate Workouts, the London Approach and Financial Stability*, 7 FIN. STABILITY REV. 168 (1999) 11.6(2)
- Bris Arturo, Welch Ivo & Zhu Ning, *The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation v. Chapter 11 Reorganization*, 61 J. FIN. 1253 (2006) 8.29(66), 22.14(46)
- Bris Arturo & Welch Ivo, *The Optimal Concentration of Creditors*, 60 J. FIN. 2193 (2005) 5.15(22)
- Broadway Robin & Tremblay Jean-Francois, *Public Economics and Startup Entrepreneurs* (April 2003) 12.63(145)
- Broude Richard F., *Cramdown and Chapter 11 of the Bankruptcy Code: The Settlement Imperative*, 39 BUS. LAW. 441 (1984) 23.11(14)

- Brown William H., *Political and Ethical Consideration of Exemption Limitation*, 71 AM. BANKR. L.J. 149 (1997) 3.1(1)
- Buckley Francis H., *The Bankruptcy Priority Puzzle*, 72 VA. L. REV. 1393 (1986) 16.40(117)
- Buckley Frank H., *The American Stay*, 3 S. CAL. INTERDISC. L.J. 733 (1994) 9.2(2), 11.27(44), 11.29(53), 11.30(55)
- Buckley Frank H., *The Bankruptcy Priority Puzzle*, 72 VA. L. REV. 1393 (1986) 15.29(80), 15.34(95), 15.41(109), 15.46(126)
- Bufford Samuel L. Hon., *Chapter 11 Case Management and Delay Reduction: An Empirical Study*, 4 AM. BANKR. INST. L. REV. 85 (1996) 1.25(57)
- Bufford Samuel L., *Global Venue Controls are Coming: A Reply to Professor LoPucki*, 79 AM. BANKR. L.J. 105 (2005) 3.9(24)
- Bulow Jeremy & Klemperer Paul, *Auction Versus Negotiation*, 86 AM. ECON. REV. 180 (1996) 22.8(26)
- Bulow Jeremy I. & Shoven John B., *The Bankruptcy Decision*, 9 BELL J. ECON. 437 (1978) 7.15(34)
- Burman Anirudh & Roy Shubho, *Building an Institution of Insolvency Practitioners in India*, <https://ssrn.com/abstract=2725800> (December 24, 2015) 9.12(33)
- Bussel Daniel J., *Coalition-Building through Bankruptcy Creditors' Committees*, 43 UCLA L. REV. 1547 (1996) 9.21(52)
- Butler Richard V. & Gilpatric Scott M., *A Re-Examination of the Purpose and Goals of Bankruptcy*, 2 AM. BANKR. INST. L. REV. 269 (1994) 3.8(15)

C

- Calabresi Guido & Melamed A. Douglas, *Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089 (1972) 12.39(91), 23.5(6)
- Campbell Rutherford B., Jr. & Frost Christopher W., *Managers' Fiduciary Duties in Financially Distressed Corporations: Chaos in Delaware (and Elsewhere)*, 32 IOWA J. CORP. L. 491 (2007) 8.36(87), 8.41(111)
- Campbell Thomas J., *The Efficiency of the Failing Company Defense*, 63 TEX. L. REV. 251 (1984) 24.20(57)
- Capkun Vedran & Weiss Lawrence A., *Bankruptcy Resolution and the Restoration of Priority of Claims*, <https://ssrn.com/abstract=2795069> (June 13, 2016) 22.13(38)
- Carlson David E., *Bankruptcy Theory and the Creditors Bargain*, 61 U. CIN. L. REV. 453 (1992) 3.8(17)
- Carlson David G., *On the Efficiency of Secured Lending*, 80 VA. L. REV. 2179 (1994) 16.40(117)
- Carlson David G., *Philosophy in Bankruptcy*, 85 MICH. L. REV. 1341 (1987) 15.11(20), 15.13(26)
- Carlson David G., *Post-Default Interest Rates in Bankruptcy*, [2015] U. ILL. L. REV. 617 16.69(195)
- Carlson David G., *Rationality, Accident, and Priority Under Article 9 of the Uniform Commercial Code*, 71 MINN. L. REV. 207 (1986) 16.22(76)
- Carlson David G., *Secured Lending as a Zero-Sum Game*, 19 CARDOZO L. REV. 1635 (1998) 3.31(83), 15.29(79)
- Carlson David G., *Security Interests in the Crucible of Voidable Preference Law*, [1995] U. ILL. L. REV. 211 12.20(43)
- Carter Courtney C., *Saving Face in Southeast Asia: The Implementation of Prepackaged Plans of Reorganization in Thailand, Malaysia, and Indonesia*, 17 BANKR. DEV. J. 295 (2000) 11.6(2)
- Cetorelli Nicola, *Competition among Banks: Good or Bad?* 2Q ECON. PERSP. 38 (2001) 5.15(20)
- Cetorelli Nicola, *Real Effects of Bank Competition*, 36 J. MONEY, CREDIT & BANKING 543 (2004) 5.15(16)
- Cetorelli Nicola & Gambera Michele, *Banking Market Structure, Financial Dependence and Growth: International Evidence from Industry Data*, 56 J. FIN. 627 (2001) 5.15(20)

- Cetorelli Nicola & Strahan Phillip E., *Finance as a Barrier to Entry: Bank Competition and Industry Structure in Local U.S. Markets*, 61 J. FIN. 437 (2006) 5.15(17)
- Chaitman Helen D. & Sovern Jeff, *Enjoining Payment on a Letter of Credit in Bankruptcy: A Tempest in a Twist Cap*, 38 BUS. LAW. 21 (1982) 12.76(184)
- Chan-Ho Look, *On Deepening Insolvency and Wrongful Trading*, 20 J. INT'L BANKING L. & REG. 426 (2005) 8.40(103)
- Chatterjee Sris, Dhillon Upinder S. & Ramirez Gabriel G., *Coercive Tender and Exchange Offers in Distressed High-Yield Debt Restructurings: An Empirical Analysis*, 38 J. FIN. ECON. 333 (1995) 11.12(16), 11.35(63)
- Chatterjee Sris, Dhillon Upinder S. & Ramirez Gabriel G., *Resolution of Financial Distress: Debt Restructurings via Chapter 11, Prepackaged Bankruptcies, and Workouts*, 25 FIN. MANAGEMENT 5 (1996) 11.11(15)
- Chaver Alon & Fried Jesse M., *Managers' Fiduciary Duty upon the Firm's Insolvency: Accounting for Performance Creditors*, 55 VAND. L. REV. 1813 (2002) 2.13(13)
- Che Yeon-Koo & Gale Ian, *Standard Auction with Financially Constrained Bidders*, 65 REV. ECON. STUD. 1 (1998) 22.15(48)
- Che Yeon-Koo & Schwartz Alan, *Section 365, Mandatory Bankruptcy Rules and Inefficient Continuance*, 15 J. L. ECON. & ORG. 441 (1999) 14.19(45), 14.32(72), 14.36(75)
- Cheffins Brian R., *Current Trends in Corporate Governance: Going From London to Milan via Toronto*, 10 DUKE J. COMP. & INT'L L. 5 (1999) 9.36(85)
- Cheffins Brian R., *Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*, 30 J. LEG. STUD. 459 (2001) 9.39(103)
- Cheffins Brian R., *Law, Economics and the UK's System of Corporate Governance: Lessons from History*, 1 J. CORP. L. STUD. 71 (2001) 9.36(85)
- Chefitz Joel G., *A Tale of Two Mergers: American/TWA and United/USAir*, 14 DE PAUL L.J. 215 (2002) 24.19(48)
- Claessens Stijn & Klapper Leora F., *Bankruptcy Around the World: Explanation of Its Relative Use*, 7 AM. L. & ECON. REV. 253 (2005) 12.64(151)
- Coase Ronald H., *The Problem of Social Cost*, 3 J. L. & ECON. 1 (1960) 3.4(9), 15.45(122)
- Coffee John C., Jr., *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, 111 YALE L.J. 1 (2001) 9.36(86)
- Coffee John C., Jr., *The SEC and the Institutional Investor: A Half-Time Report*, 15 CARDOZO L. REV. 837 (1994) 9.39(99)
- Coffee John C., Jr., *Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game*, 78 GEORGETOWN L.J. 1495 (1990) 9.37(88)
- Coffee John C., Jr. & Klein William A., *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations*, 58 U. CHI. L. REV. 1207 (1991) 11.12(16)
- Cohen Jay, *History of Imprisonment for Debt and its Relation to the Development of Discharge in Bankruptcy*, 3 J. LEG. HIST. 153 (1982) 4.56(185), 20.3(5)
- Cohen Lloyd, *Holdouts and Free Riders*, 20 J. LEG. STUD. 351 (1991) 11.12(17), 15.24(68), 23.44(110)
- Cohen Morris R., *The Basis of Contract*, 46 HARV. L. REV. 553 (1933) 14.43(101)
- Cohen Neil B., *Striking the Balance: The Evolving Nature of Suretyship Defenses*, 34 WM. AND MARY L. REV. 1025 (1992-1993) 12.63(147)
- Cohn H. Miles, *Single Asset Chapter 11 Cases*, 26 TULSA L.J. 523 (1991) 24.18(42)
- Cole G. Marcus, *A Calculus Without Consent: Mass Tort Bankruptcies, Future Claimants, and the Problem of Third Party Non-Debtor Discharge*, 84 IOWA L. REV. 753 (1999) 19.27(92)
- Column, *Bankruptcy and Antitrust Law: What you don't Know Can Hurt you*, 23-7 AM. BANKR. INST. J. 34 (2004) 24.20(49)
- Column, *The Intersection of Chapter 11 and Antitrust*, 25-7 ABIJ 18 (2006) 24.20(51)

- Coogan Peter F., *Confirmation of a Plan under the Bankruptcy Code*, 32 CASE W. RES. L. REV. 301 (1982) 23.11(14), 23.20(44)
- Coogan Peter F. et al., *Comments on Some Reorganization Provisions of the Pending Bankruptcy Bills*, 30 BUS. LAW. 1149 (1974) 9.32(76)
- Cooper Craig B., *The Priority of Postpetition Retainers, Carve-Outs, and Interim Compensation Under the Bankruptcy Code*, 15 CARDOZO L. REV. 2337 (1994) 16.42(119)
- Cooper Graeme S., *The Reclamation Rights of Unpaid and Unsecured Sellers in International Trade*, 1987 COLUM. BUS. L. REV. 17 17.29(60)
- Cooter Robert D., *Book Review: Against Legal Centrism. Order Without Law: How Neighbors Settle Disputes*, by Robert C. Ellickson, 81 CAL. L. REV. 417 (1993) 17.7(9)
- Cooter Robert & Marks Stephen, *Bargaining in the Shadow of the Law: A Testable Model of Strategic Behavior*, 11 J. LEG. STUD. 225 (1982) 11.34(61), 22.13(40), 23.11(14)
- Cornett Marcia M., McNutt Jamie J., Strahan Philip E. & Tehranian Hassan, *Liquidity Risk Management and Credit Supply in the Financial Crisis*, 101 J. FIN. ECON. 297 (2011) 22.15(51)
- Countryman Vern, *Executory Contracts in Bankruptcy: Part I*, 57 MINN. L. REV. 439 (1973) 14.2(1), 14.44(111)
- Cousins Scott D., *Postpetition of Financing of Dot-Coms*, 27 DEL. J. CORP. L. 759 (2002) 16.43(125)
- Couwenberg Oscar & Lubben Stephen J., *Essential Corporate Bankruptcy Law*, <https://ssrn.com/abstract=2238613> (March 24, 2013) 8.64(160)
- Cressy Robert, *Credit Rationing or Entrepreneurial Risk Aversion? An Alternative Explanation for the Evans and Jovanovic Finding*, 66 ECON. LETTERS 235 (2000) 3.32(87)
- Cuevas Carlos J., *Bankruptcy Code Section 546(c), the Reclamation Seller and the Secured Creditor: A Textual and Policy Analysis Approach*, 105 COM. L.J. 1 (2000) 17.29(59)
- Cunningham Lawrence A., *The Essays of Warren Buffet: Lessons for Corporate America*, 19 CARDOZO L. REV. 1 (1997) 22.15(49)
- Czarnetzky John, *The Individual and Failure: A Theory of the Bankruptcy Discharge*, 32 ARIZ. ST. L.J. 393 (2000) 3.32(87)
- D
- Dagan Hanoch, *Restitution in Bankruptcy: Why All Involuntary Creditors Should Be Preferred*, 78 AM. BANKR. L.J. 247 (2004) 19.22(71), 19.26(91)
- Dahiya Sandeep, John Kose, Puri Manju & Ramirez Gabriel, *Debtor-in Possession Financing and Bankruptcy Resolution: Empirical Evidence*, 69 J. FIN. ECON. 259 (2003) 3.32(85), 11.39(69)
- Daniels Ron J., *Must Boards Go Overboard? An Economic Analysis of the Effects of Burgeoning Statutory Liability on the Role of Directors in Corporate Governance*, 24 CAN. BUS. L.J. 229 (1994) 8.30(69)
- David W. Leebron, *Limited Liability, Tort Victims, and Creditors*, 91 COLUM. L. REV. 1565 (1991) 8.25(53)
- Davies Paul, *Directors' Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency*, 7 EUR. BUS. ORG. L. REV. 301 (2006) 8.37(92), 8.38(98)
- De Haan Leo & Van Den End Jan W., *Banks' Responses to Funding Liquidity Shocks: Lending Adjustment, Liquidity Hoarding and Fire-Sales*, 26 J. INT'L FIN. MARKETS, INSTITUTIONS & MONEY 152 (2013) 22.15(51)
- De Meza David, *Overlending?*, 112 ECON. J. F17 (2002) 12.64(151), 15.41(110)
- De Meza David & Webb David, *Wealth, Enterprise and Credit Policy*, 109 ECON. J. 153 (1999) 12.64(151)
- Demiroglu Cem, Franks Julian R. & Lewis Ryan, *Do Market Prices Improve the Accuracy of Court Valuations in Chapter 11?*, <https://ssrn.com/abstract=2693056> (September 22, 2016) 22.6(13)

- Demsetz Harold, *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, 26 J. L. & ECON. 375 (1983) 9.30(68), 15.28(77)
- Dennis Steven A. & Mullineaux Donald J., *Syndicated Loans*, 9 J. FIN. INTERMEDIATION 404 (2000) 15.24(67)
- DeSourdy Loretta, *New Legislation on Netting and Payments Finality*, 62 RESERVE BANK OF NEW ZEALAND BULLETIN, No. 2 61 (1999) 18.19(42)
- Dichev Ilia D., *On the Balance Sheet-Based Model of Financial Reporting*, <http://ssrn.com/abstract=1009673> (Aug. 2007) 4.5(17)
- Dilger Alexander, *Forced to Make Mistakes: Reasons for Complaining about Bebchuk's Scheme and other Market-Oriented Insolvency Procedures*, 21 EUR. J. L. & ECON. 79 (2006) 22.26(80)
- Djankov Simeon, Hart Oliver, McLiesh Caralee & Shleifer Andrei, *Debt Enforcement Around the World*, 116 J. POL. ECON. 1105 (2008) 14.9(13)
- Donoher William J., *To File or Not To File? Systemic Incentives, Corporate Control, and the Bankruptcy Decision*, 30 J. MAN. 239 (2004) 8.29(67), 8.33(75), 8.35(81), 15.43(119)
- Drukarczyk Jochen, *Secured Debt, Bankruptcy, and the Creditors' Bargain Model*, 11 INT'L REV. L. & ECON. 203 (1991) 16.50(151), (153)
- Duberstein Conrad B., *Out-of-Court Workouts*, 1 AM. BANKR. INST. L. REV. 347 (1993) 4.22(78)
- Duffie Darrell & Garleanu Nicolae, *Risk and Valuation of Collateralized Debt Obligations*, 57 FIN. ANALYSTS J. 41 (2001) 6.1(5)
- Duggan Anthony & Telfer Thomas G.W., *Canadian Preference Law Reform*, 42 TEX. INT'L L.J. 661 (2007) 13.12(35)
- E
- Easterbrook Frank, *Is Corporate Bankruptcy Efficient?*, 27 J. FIN. ECON. 411 (1990) 3.23(65), 22.8(27)
- Easterbrook Frank H. & Fischel Daniel R., *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, 35 STAN. L. REV. 1 (1982) 22.8(27)
- Easterbrook Frank H. & Fischel Daniel R., *Limited Liability and the Corporation*, 52 U. CHI. L. REV. 89 (1985) 19.25(81)
- Eberhart Allan C. & Senbet Lemma W., *Absolute Priority Rule Violations and Risk Incentives for Financially Distressed Firms*, 22 FIN. MGMT. 101 (1993) 22.13(39)
- Eckbo B. Espen & Thorburn Karin S., *Automatic Bankruptcy Auctions and Fire-Sales*, 89 J. FIN. ECON. 404 (2008) 22.8(21), 22.14(43), 22.15(56)
- Eckbo B. Espen & Thorburn Karin S., *Bidding in Mandatory Bankruptcy Auctions: Theory and Evidence*, <http://ssrn.com/abstract=635643> (Feb. 2005) 22.15(56)
- Edwards Franklin R. & Morrison Edward R., *Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment?* 22 YALE J. REG. 91 (2005) 14.40(93)
- Efrat Rafael, *The Rise and Fall of Entrepreneurs: An Empirical Study of Individual Bankruptcy Petitioners in Israel*, 7 STAN. J. L. BUS. & FIN. 163 (2002) 12.63(144), 12.66(162)
- Eisenberg Theodore, *Bankruptcy Law in Perspective*, 28 UCLA L. REV. 953 (1981) 1.29(67), 3.9(23)
- Eisenberg Russel A. & Gecker Frances F., *Due Process and Bankruptcy: A Contradiction in Terms?*, 10 BANKR. DEV. J. 47 (1993–1994) 12.22(48)
- Eisenberg Russel A. & Gecker Frances F., *The Doctrine of Necessity and Its Parameters*, 73 MARQ. L. REV. 1 (1989) 14.16(36)
- Eisenberg Theodore & Tagashira Shoichi, *Should We Abolish Chapter 11? The Evidence from Japan*, 23 J. LEG. STUD. 111 (1994) 22.14(46)
- Epling Richard L. & Thompson Terence W., *Securities Disclosure in Bankruptcy*, 39 BUS. LAW. 855 (1984) 23.20(44)

- Epstein David G. & Nickles Steve H., *The National Bankruptcy Review Commission's Section 365 Recommendations and the "Larger Conceptual Issues"*, 102 DICK. L. REV. 679 (1998) 14.19(42)
- F
- Falk Armin & Fischbacher Urs, *A Theory of Reciprocity*, 54 GAMES & ECON. BEHAVIOR 293 (2006) 3.66(152)
- Fedele Alessandro & Tognoni Massimo, *Failing Firm Defense with Entry Deterrence*, http://www.soc.uoc.gr/asset/accepted_papers/paper865.pdf (Aug. 20, 2005) 24.20(52)
- Fenn George W. & Liang Nellie, *Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives*, 60 J. FIN. ECON. 45 (2001) 24.46(143)
- Fielding Michael D., *Preventing Voluntary and Involuntary Bankruptcy Petitions by Limited Liability Companies*, 18 BANK. DEV. J. 51 (2001) 7.39(79), 8.25(51), (55), 11.21(31), 14.32(72)
- Fisch Jill E., *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, 31 J. CORP. L. 637 (2006) 3.55(132)
- Fischel Daniel R., *The Economics of Lender Liability*, 99 YALE L.J. 131 (1989) 12.62(141)
- Flaschen Evan D., *Adequate Protection for Oversecured Creditors*, 61 AM. BANKR. L.J. 341 (1987) 12.32(66)
- Flint Richard, *Bankruptcy Policy: Toward a Moral Justification for Financial Rehabilitation for the Consumer Debtor*, 48 WASH. & LEE L. REV. 515 (1991) 21.4(8)
- Fon Vincy, *A Talmudic Bankruptcy Solution: The CCC Principle*, <https://ssrn.com/abstract=2752320> (March 21, 2016) 15.17(43)
- Fortgang Chaim J. & Mayer Thomas M., *Valuation in Bankruptcy*, 32 UCLA L. REV. 1061 (1985) 7.15(34), 22.5(10)
- François Pascal & Missonier-Piera Franck, *The Agency Structure of Loan Syndicates*, 42 FIN. REV. 227 (2007) 15.24(67)
- Franken Sefa, *Creditor – and Debtor-Oriented Corporate Bankruptcy Regimes Revisited*, 5 EUR. BUS. ORG. L. REV. 645 (2004) 9.31(70), 9.34(78), 9.40(108), 9.44(114)
- Franks Julian R., Nyborg Kjeln & Torous Walter N., *A Comparison of US, UK and German Insolvency Codes*, 25 FIN. MAN. 86 (1996) 9.35(82)
- Franks Julian R. & Sussman Oren, *Financial Distress and Bank Restructuring of Small to Medium Size UK Companies*, 9 REV. FIN. 65 (2005) 16.34(104)
- Franks Julian R. & Torous Walter N., *A Comparison of Financial Recontracting in Distressed Exchanges and Chapter 11 Workouts*, 35 J. FIN. ECON. 349 (1994) 11.6(3)
- Freeman R. Edward, *Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation*, 19 J. BEHAV. ECON. 337 (1990) 3.55(133)
- Freund Heinz-Joachim, *Germany, in DIRECTORS' LIABILITIES IN CASE OF INSOLVENCY* 271 (Anker Sorensen ed., 1999) 19.19(64)
- Fried Jesse M., *Executory Contracts and Performance Decisions in Bankruptcy*, 46 DUKE L.J. 517 (1996) 14.45(116)
- Friedman Daniel, *The Efficient Breach Fallacy* 18 J. LEG. STUD. 1 (1989) 14.43(99)
- Friedland Daniel S. & Price Richard H., *Underemployment: Consequences for the Health and Well-Being of Workers*, 32 AM. J. COMMUNITY PSYCH. 33 (2003) 2.23(33)
- Friedman Jack, *What Courts do to Secured Creditors in Chapter 11 Cram Down*, 14 CARDOZO L. REV. 1496 (1993) 23.47(117)
- Friedman Richard D., *Untangling the Failing Company Doctrine*, 64 TEX. L. REV. 1375 (1986) 24.20(56)
- Frost Christopher W., *Bankruptcy Redistributive Policies and the Limits of the Judicial Process*, 74 N.C.L. REV. 75 (1995) 3.55(130)

G

- Gangemi Salvatore G. & Bordanaro Stephen, *The New Value Exception: Square Peg in a Round Hole*, 1 AM. BANKR. INST. L. REV. 173 (1993) 24.13(35)
- Garvin Larry T., *Credit, Information, and Trust in the Law of Sales: The Credit Seller's Right of Reclamation*, 44 UCLA L. REV. 247 (1996) 17.29(59), 17.57(133)
- Gavish Bezael & Kalay Avner, *On the Asset Substitution Problem*, 18 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 21 (1983) 8.28(65)
- Gelter Martin, *The Subordination of Shareholders Loans in Bankruptcy*, 26 INT'L REV. L. & ECON. 478 (2006) 13.50(125)
- Georgakopoulos Nicholas L., *Bankruptcy for Productivity*, 37 WAKE FOREST L. REV. 51 (2002) 3.17(45)
- Gertner Robert & Scharfstein David, *A Theory of Workouts and the Effect of Reorganization Law*, 46 J. FIN. 1189 (1991) 9.31(70), 22.13(39)
- Ghosal Sayantan & Miller Marcus, *Co-ordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures*, 113 ECON. J. 276 (2003) 1.14(33)
- Gilbert J. Stephen, *Substantive Consolidation in Bankruptcy: A Primer*, 43 VAND. L. REV. 207 (1990) 12.68(167)
- Gilson Stuart C., *Management Turnover and Financial Distress*, 25 J. FIN. ECON. 241 (1989) 9.29(66)
- Gilson Stuart C., John Kose & Lang Larry H. P., *Troubled Debt Restructuring: An Empirical Study of Private Reorganizations of Firms in Default*, 27 J. FIN. ECON. 315 (1990) 11.7(5)
- Gilson Stuart C., *Managing Default: Some Evidence on How Firms Choose between Workouts and Chapter 11*, in CORPORATE BANKRUPTCY: ECONOMIC AND LEGAL PERSPECTIVES 308 (Jagdeep S. Bhandari & Lawrence A. Weiss eds., 1996) 11.34(62)
- Gilson Stuart C. & Vetsuypens Mike, *CEO Compensation in Financially Distressed Firms*, 48 J. FIN. 425 (1993) 9.29(66)
- Gilson Stuart C. et al., *Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default*, 27 J. FIN. ECON. 315 (1990) 11.6(3)
- Gorney Howard N., *Enjoining Payment of Letters of Credit Under the Bankruptcy Code: New Concerns for Issuers and Beneficiaries*, 66 AM. BANKR. L.J. 333 (1992) 12.76(184)
- Greenfield Kent, *The Place of Workers in Corporate Law*, 39 B.C. L. REV. 283 (1998) 1.10(24)
- Gross Karen & Redmond Patricia, *In Defense of Debtor Exclusivity: Assessing Four of the 1994 Amendments to the Bankruptcy Code*, 69 AM. BANKR. L.J. 287 (1995) 23.17(37)
- Grossfeld Bernhard, *Geography and Law*, 82 MICH. L. REV. 1510 (1984) 3.18(46)
- Grundmann Stefan & Moslein Florian, *Golden Shares: State Control in Privatised Companies – Comparative Law, European Law and Policy Aspects*, <http://ssrn.com/abstract=410580> (April 2003) 2.21(28)
- Gurrea-Martínez Aurelio, *The Avoidance of Pre-Bankruptcy Transactions: An Economic and Comparative Approach*, <https://ssrn.com/abstract=2845101> (September 28, 2016) 13.2(7)
- Guzman Mark G., *Bank Structure, Capital Accumulation and Growth: A Simple Macroeconomic Model*, 16 ECON. THEORY 421 (2000) 5.15(18)
- Gwynne Kurt F., *Employment of Turnaround Management Companies, "Disinterestedness" Issues under the Bankruptcy Code, and Issues under Delaware General Corporation Law*, 10 AM. BANKR. INST. L. REV. 673 (2002) 9.8(22)

H

- Hackney William P. & Benson Tracey G., *Shareholder Liability for Inadequate Capital*, 43 U. PITT. L. REV. 837 (1982) 19.24(78)
- Haemmerli Alice, *Insecurity Interests: Where Intellectual Property and Commercial Law Collide*, 96 COLUM. L. REV. 1645 (1996) 16.53(163)

- Hahn David, *Concentrated Ownership and Control of Corporate Reorganisations*, 4 J. CORP. L. STUD. 117 (2004) 9.37(89), 15.24(65)
- Hahn David, *The Financial Crisis of 2009 – Have Reorganization Proceedings in Emerging Markets Gone Bankrupt: Israel as a Case Study*, 12(3) U. PA. J. BUS. L. 731 (2010) 4.22(82), 7.62(121), 8.57(137), 8.63(158)
- Hahn David, *The Internal Logic of Assumption of Executory Contracts*, 13 U. PA. J. BUS. L. 723 (2011) 14.13(25), 14.21(48)
- Hahn David, *The Roles of Acceleration*, 8 DEPAUL BUS. & COM. L.J. 229 (2010) 6.12(33), 16.27(86)
- Hahn David, *Velvet Bankruptcy*, 7 THEORETICAL INQUIRIES IN LAW 523 (2006) 1.4(8), 9.42(112), 12.63(144), 12.67(163)
- Hahn David, *When Bankruptcy Meets Antitrust: The Case for Non-Cash Auctions in Concentrated Banking Markets*, 11 STAN. J. L. BUS. & FIN. 28 (2005) 1.5(12), 3.30(80), 16.30(93), 22.16(60)
- Halligan Patrick, *Cramdown Interest, Contract Damages, and Classical Economic Theory*, 11 AM. BANKR. INST. L. REV. 131 (2003) 23.47(117)
- Hamdani Assaf & Kraakman Reinier H., *Rewarding Outside Directors*, 105 MICH. L. REV. 1677 (2007) 8.30(70)
- Hamilton Megan, *The Absolute Priority Rule and New Value: Before and After Bank of America National Trust & Savings Association v. 203 North LaSalle Street*, 105 COM. L.J. 331 (2000) 24.12(33), 24.12(34), 24.14(38)
- Hannes Sharon & Blum Eylon, *Does Law Matter? Private Benefits of the Controlling Shareholder Following Legal Reform* (טרם פורסם) 6.24(69)
- Hansen Bradley, *Commercial Associations and the Creation of a National Economy: The Demand for Federal Bankruptcy Law*, 72 BUS. HIST. REV. 86 (1998) 4.61(194)
- Hansen Robert G. & Thomas Randall S., *Auctions in Bankruptcy: Theoretical Analysis and Practical Guidance*, 18 INT'L. REV. L. & ECON. 159 (1998) 22.8(24)
- Hansmann Henry, *When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination, and Economic Democracy*, 99 YALE L.J. 1749 (1990) 9.52(128)
- Hansmann Henry & Kraakman Reinier, *Hands-Tying Contracts: Book Publishing, Venture Capital Financing, and Secured Debt*, 8 J. L. ECON. & ORG. 628 (1992) 22.15(54)
- Hansmann Henry & Kraakman Reinier, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 YALE L.J. 387 (2000) 2.30(41), 8.25(53), 23.44(111)
- Hansmann Henry & Kraakman Renier, *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, 100 YALE L.J. 1879 (1991) 19.23(76), 19.24(77), 19.25(82)–(85)
- Hansmann Henry & Squire Richard, *External and Internal Asset Partitioning: Corporations and Their Subsidiaries*, THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE (2018) 13.37(97)
- Harper Steven, *Credit Rating Agencies Deserve Credit for the 2007–2008 Financial Crisis: An Analysis of CRA Liability Following the Enactment of the Dodd–Frank Act*, 68 WASH. & LEE L. REV. 1925 (2011) 6.19(59)
- Harris Steven L. & Mooney Charles W., Jr., *Measuring the Social Costs and Benefits and Identifying the Victims of Subordinating Security Interests in Bankruptcy*, 82 CORNELL L. REV. 1349 (1997) 16.52(159)
- Hart Oliver D., La Porta Drago Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio & Moore John H., *A New Bankruptcy Procedure that Uses Multiple Auctions*, 41 EUR. ECON. REV. 461 (1997) 22.25(75)
- Haugen Robert A. & Senbet Lemma W., *Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to the Theory of Optimal Capital Structure*, 23 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 27 (1988) 3.28(78)
- Hauswald Robert & Marquez Robert, *Competition and Strategic Focus in Lending Relationships*, <http://ssrn.com/abstract=257649> (Oct. 2000) 22.16(59)

- Haviv-Segal Irit, *Bankruptcy Law and Inefficient Entitlements*, 2 BERKELEY BUS. L.J. 355 (2005) 1.29(68), 3.24(68)
- Heaton James B., *Deepening Insolvency*, 30 J. CORP. L. 465 (2005) 8.40(102)
- Heidt Kathryn R., *Cleaning Up Your Act: Efficiency Considerations in the Battle for the Debtor's Assets in Toxic Waste Bankruptcies*, 40 RUTGERS L. REV. 819 (1988) 19.26(91)
- Heinkel Robert & Zechner Josef, *Financial Distress and Optimal Capital Structure Adjustments*, 2 J. ECON. & MGMT. STRATEGY 531 (1993) 22.13(37)
- Henoch Bruce A., *Postpetition Financing: Is There Life After Debt?*, 8 BANK. DEV. J. 575 (1991) 16.42(119)
- Henrich William H., *The Role of the CRO in Debtor/Lender Communications in Bankruptcy*, 23-6 ABIJ 20 (Jul.-Aug. 2004) 9.8(22)
- Hightower Jonathan, *The Consolidation of the Consolidation in Bankruptcy*, 38 GA. L. REV. 459 (2003) 12.70(172)
- Hill Claire A., *Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons*, 74 WASH. U. L. Q. 1061 (1996) 11.22(33)
- Hoecke Mark Van, *Deep Level Comparative Law*, in EPISTEMOLOGY AND METHODOLOGY OF COMPARATIVE LAW 165 (Mark Van Hoecke ed., 2004) 3.18(46)
- Honigsberg Colleen & Tung Frederick, *Do Economic Conditions Drive DIP Lending?: Evidence from the Financial Crisis*, <https://ssrn.com/abstract=2828295> (October 18, 2016) 11.40(76)
- Homer Kripke, *Law and Economics: Measuring the Economic Efficiency of Commercial Law in a Vacuum of Fact*, 133 U. PA. L. REV. 929 (1985) 15.29(79)
- Hotchkiss Edith S., *Post-Bankruptcy Performance and Management Turnovers*, 50 J. FIN. 3 (1995) 9.29(66)
- Hu Henry T.C. & Westbrook Jay L., *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, 107 COLUM. L. REV. 1321 (2007) 8.41(111), 8.45(122)
- Huang Sterling, Jeffrey Ng, Sugata Roychowdhury & Ewa Sletten, *Increased Creditor Rights, Institutional Investors and Corporate Myopia*, <https://ssrn.com/abstract=2565590> (March 2, 2016) 8.39(99)
- Hudson John, *The Case Against Secured Lending*, 15 INT'L REV. L. & ECON. 47 (1995) 15.41(109), 15.42(115), 15.46(127), 17.33(72)
- Hunt Brian M. & Handa Rish, *A Critical Comparison between Australian and Canadian Creditor Protection Regimes: Voluntary Administration and CCAA*, <http://ssrn.com/abstract=888411> (June 2005) 8.2(3)
- Hunter Muir, *The Nature and Functions of a Rescue Culture*, 104 COMM. L.J. 426 (1999) 2.18(19)
- I
- Iacobucci Edward M. & Winter Ralph A., *Asset Securitization and Asymmetric Information*, 34 J. LEGAL STUD. 161 (2005) 8.25(52)
- Ibrahim Darian M., *Solving the Everyday Problem of Client Identity in the Context of Closely Held Businesses*, 56 ALA. L. REV. 181 (2004) 3.50(121)
- Ingberman Daniel E., *Triggers and Priority: An Integrated Model of the Effects of Bankruptcy Law on Overinvestment and Underinvestment*, 72 WASH. U. L. Q. 1341 (1994) 12.61(139), 15.42(114)
- J
- Jacoby Melissa B., *Fat, Cheap, and Creditor-Controlled: Is Corporate Reorganization Falling?*, UNC LEGAL STUDIES RESEARCH PAPER No. 05-20 (2005) 3.9(24)
- Jackson Thomas H., *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements and Creditors' Bargain*, 91 YALE L.J. 857 (1982) 1.2(3), 3.2(2), 3.7(12), 3.8(17), 3.14(31), 15.9(15)

- Jackson Thomas H., *Comment on Baird, 'Revisiting Auctions in Chapter 11'*, 36 J. L. & ECON. 655 (1993) 22.15(47)
- Jackson Thomas H., *Of Liquidation, Continuation, and Delay: An Analysis of Bankruptcy Policy and Nonbankruptcy Rules*, 60 AM. BANKR. L.J. 399 (1986) 3.10(25)
- Jackson Thomas H., *The Fresh-Start Policy in Bankruptcy Law* 98 HARV. L. REV. 1393 (1985) 12.64(152)
- Jackson Thomas H., *Translating Assets and Liabilities to the Bankruptcy Forum*, 14 J. LEG. STUD. 73 (1985) 1.2(3), 3.10(25), 14.45(117), 17.21(44)
- Jackson Thomas H. & Kronman Anthony, *Secured Financing and Priorities Among Creditors*, 88 YALE L.J. 1143 (1979) 3.2(3), 3.31(83), 14.36(74), 15.29(78), 15.31(82)
- Jackson Thomas H. & Scott Robert E., *On the Nature of Bankruptcy: An Essay on Bankruptcy Sharing and the Creditors' Bargain*, 75 VA. L. REV. 155 (1989) 3.14(32), 3.50(121), 3.62(142), (143), 3.68(156), 15.8(14), 15.10(19)
- Janger Edward J. & Pottow John A. E., *Implementing Symmetric Treatment of Financial Contracts in Bankruptcy and Bank Resolution*, 10 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 155 (2015) 14.41(95)
- Janger Ted, *Crystals and Mud in Bankruptcy Law: Judicial Competence and Statutory Design*, 43 ARIZ. L. REV. 559 (2001) 22.13(40)
- Jensen Michael C., *Corporate Control and the Politics of Finance*, 4 J. APPLIED CORP. FIN. 13 (1991) 22.5(10), 22.8(24)
- Jensen Michael & Meckling William H., *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976) 1.33(81)
- Jensen Michael C. & Meckling William H., *Rights and Production Functions: An Application to Labor Managed Firms and Codetermination*, 52 J. BUS. 469 (1979) 9.52(128)
- Jensen Michael C. & Meckling William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976) 8.28(65), 10.1(3)
- Jensen Susan, *A Legislative History of the Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005*, 79 AM. BANKR. L.J. 485 (2005) 4.62(199)
- Jiang Wei, Li Kai & Wang Wei, *Hedge Funds and Chapter 11*, 67 J. FIN. 513 (2012) 4.21(69)
- John Teresa A., *Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress*, 22 FIN. MANAGEMENT 91 (1993) 4.6(20)
- Johnston J. Bradley, *The Bankruptcy Bargain*, 65 AM. BANKR. L.J. 213 (1991) 3.30(80), 22.5(10)
- Jolowicz J. A., *Fact Based Classification of Law*, in THE DIVISION AND CLASSIFICATION OF THE LAW 1 (J. A. Jolowicz ed., 1970) 1.29(66)
- Jones Steven, Megginson William L. & Netter Jeffry M., *Share Issue Privatizations as Financial Means to Political and Economic Ends*, 53 J. FIN. ECON. 217 (1999) 2.21(28)
- Julian Franks & Mayer Collin, *Corporate Ownership and Control in Germany, the UK and France*, 9 BANK AM. J. APPLIED CORP. FIN. 40 (1997) 9.36(86)
- Jumenez Dalie, *The Distribution of Assets in Consumer Chapter 7 Bankruptcy Cases*, 83 AM. BANKR. L.J. 795 (2009) 20.3(4)

K

- Kahan Marcel, *Rethinking Corporate Bonds: The Trade-Off Between Individual and Collective Rights*, 77 N.Y.U. L. REV. 1040 (2002) 23.40(94)
- Kamlah Klaus, *The New German Insolvency Act: Insolvenzordnung*, 70 AM. BANKR. L.J. 417 (1996) 16.50(152)
- Kanda Hideki & Levmore Saul, *Explaining Creditor Priorities*, 80 VA. L. REV. 2103 (1994) 16.40(117)
- Katz Avery W., *An Economic Analysis of the Guaranty Contract*, 66 U. CHI. L. REV. 47 (1999) 12.62(141)

- Keay Andrew & Walton Peter, *The Preferential Debts Regime in Liquidation Law: In the Public Interest?* [1999] COMPANY FIN. & INSOL. L. REV. 84, 95 15.15(35)
- Kelly Thomas O. III, *Compensation for Time Value as Part of Adequate Protection During the Automatic Stay in Bankruptcy*, 50 U. CHI. L. REV. 305 (1983) 12.20(43)
- Kendall Leon T., *Securitization: A New Era in American Finance*, in A PRIMER ON SECURITIZATION I (Leon T. Kendall & Michael J. Fishman eds., 1996) 8.25(52)
- Kershaw David, *No End in Sight for the History of Corporate Law: The Case of Employee Participation in Corporate Governance*, 2 J. CORP. L. STUD. 34 (2002) 9.51(127)
- Kettinger Kenneth C., *Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development*, 29 CARDOZO L. REV. 1553 (2008) 11.23(37)
- King Brett W., *Use of Supermajority Voting Rules in Corporate America: Majority Rule, Corporate Legitimacy, and Minority Shareholder Protection*, 21 DEL. J. CORP. L. 895 (1996) 23.36(79)
- King John, *Moving Beyond The "Hard" - "Easy" Tug Of War: A Historical, Empirical and Theoretical Assessment of Bankruptcy Discharge*, 28 MELBOURNE U. L. REV. 654 (2004) 12.65(157)
- King Lawrence P., *An Overview of Recent Developments and Future Prospects in the United States*, in CURRENT DEVELOPMENTS IN INTERNATIONAL COMPARATIVE CORPORATE INSOLVENCY LAW 29 (Jacob S. Ziegel ed., 1994) 12.22(46)
- King Lawrence P., *Chapter 11 of the 1978 Bankruptcy Code*, 53 AM. BANKR. L.J. 107 (1979) 23.11(14)
- Klee Kenneth N., *Adjusting Chapter 11: Fine Tuning the Plan Process*, 69 AM. BANKR. L.J. 551 (1995) 24.3(9)
- Klee Kenneth N., *Barbarians at the Trough: Riposte in Defense of the Warren Carve-Out Proposal*, 82 CORNELL L. REV. 1466 (1997) 16.50(145), 16.52(159)
- Klee Kenneth N. & Shaffer K. John, *Creditors' Committees under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, 44 S.C. L. REV. 995 (1993) 9.21(52)
- Koral Richard L. & Sordino Marie-Christine, *The New Bankruptcy Reorganization Law in France: Ten Years Later*, 70 AM. BANKR. L.J. 437 (1996) 24.24(69)
- Kordana Kevin A. & Posner Eric A., *A Positive Theory of Chapter 11*, 74 N.Y.U. L. REV. 161 (1999) 9.32(75)
- Korobkin Donald R., *Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy*, 91 COLUM. L. REV. 717 (1991) 3.60(139)
- Korobkin Donald R., *The Unwarranted Case against Corporate Reorganization: A Reply to Bradley and Rosenzweig*, 78 IOWA L. REV. 669 (1993) 23.12(16), 23.19(40)
- Kothari S.P., Shu Susan & Wysocki Peter D., *Do Managers Withhold Bad News*, 47 J. ACCOUNT. RES. 241 (2009) 8.28(64)
- Kraakman Reinier H., *Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls*, 93 YALE L.J. 857 (1984) 9.30(68), 15.28(77)
- Kronman Anthony T., *Specific Performance*, 45 U. CHI. L. REV. 351 (1978) 14.43(104)
- Kronman Anthony T., *Specific Performance*, in THE ECONOMICS OF CONTRACTS LAW 181 (Anthony T. Kronman & Richard A. Posner eds., 1979) 14.7(10)
- Kroszner Randall S. & Strahan Philip E., *Bankers on Board: Monitoring, Conflicts of Interest, and Lender Liability*, 62 J. FIN. ECON. 415 (2001) 8.35(83)
- Kull Andrew, *Restitution in Bankruptcy: Reclamation and Constructive Trust*, 72 AM. BANKR. L.J. 265 (1998) 19.24(79)
- Kuney David R., *High Tech Bankruptcy: Preventing Termination of the License Agreement*, 6 J. BANKR. L. & PRAC. 581 (1997) 14.46(121)
- Kuney George W., *Hijacking Chapter 11*, 21 BANKR. DEV. J. 19 (2004) 3.34(94), 11.40(75)

L

- La-Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Shleifer Andrei & Vishny Robert W., *Legal Determinants of External Finance*, 52 J. FIN. 1131 (1997) 3.56(135)
- La Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio & Shleifer Andrei, *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. FIN. 471 (1991) 9.36(86)
- La Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio & Shleifer Andrei, *Government Ownership of Banks*, 57 J. FIN. 265 (2002) 5.15(15)
- Lambert Richard, Lanen William & Larcker David, *Executive Stock Options Plans and Corporate Dividend Policy*, 24 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 409 (1989) 24.46(143)
- Lane Peter J., Cannella Albert A. Jr. & Lubatkin Michael H., *Agency Problems as Antecedents to Unrelated Mergers and Diversification: Amihud and Lev Reconsidered*, 19 STRAT. MGMT. J. 555 (1998) 9.34(77)
- Lane Peter J., Cannella Albert A. Jr. & Lubatkin Michael H., *Ownership Structure and Corporate Strategy: One Question Viewed from Two Different Worlds*, 20 STRAT. MGMT. J. 1077 (1999) 9.34(77)
- Lee Seung-Hyun, Peng Mike W. & Barney Jay B., *Bankruptcy Law and Entrepreneurship Development: A Real Options Perspective*, 32 ACADEMY MAN. REV. 257 (2007) 12.64(151)
- Leebron David W., *Limited Liability, Tort Victims, and Creditors*, 91 COLUM. L. REV. 1565 (1991) 19.23(74)–(76), 19.26(86)–(91)
- Lennon Mary C., *Work and Unemployment as Stressors*, in A HANDBOOK FOR STUDY OF MENTAL HEALTH: SOCIAL CONTEXTS, THEORIES AND SYSTEMS (Allan V. Horwitz & Teresa L. Scheid eds., 1999) 2.23(33)
- Levinthal Louis E., *The Early History of English Bankruptcy*, 67 U. PA. L. REV. 1 (1919) 3.7(12), 4.56(184), 7.22(47)
- Levmore Saul, *Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings*, 92 YALE L.J. 49 (1982) 14.36(74), 15.36(102)
- Lin Laura, *Shift of Fiduciary Duty Upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, 46 VAND. L. REV. 1485 (1993) 8.41(111)
- Lin Laura, *The Information Content of a Bank's Involvement in Private Workouts*, 3 GEO. MASON IND. L. REV. 97 (1994) 4.22(78)
- Listokin Yair J., *Is Secured Debt Used to Redistribute Value from Tort Claimants in Bankruptcy? An Empirical Analysis*, 57 DUKE L.J. 1037 (2008) 15.42(115)
- Listokin Yair J., *Paying for Performance in Bankruptcy: Why CEOs Should be Compensated with Debt*, <http://lsr.nellco.org/yale/fss/papers/5> (2006) 10.2(4), 24.46(143)
- Listokin Yair & Ayotte Kenneth, *Protecting Future Claimants in Mass Tort Bankruptcies*, 98 NW. U. L. REV. 1435 (2004) 19.27(92)
- Longhofer Stanley D. & Peters Stephen R., *Protection for Whom? Creditor Conflict and Bankruptcy*, 6 AM. L. & ECON. REV. 249 (2004) 1.14(33)
- LoPucki Lynn M., *Strange Visions in a Strange World: A Reply to Professors Bradley and Rosenzweig*, 91 MICH. L. REV. 79 (1992) 23.12(16)
- LoPucki Lynn M., *The Death of Liability*, 106 YALE L.J. 1 (1996) 12.63(144)
- LoPucki Lynn M., *The Debtor in Full Control: Systems Failure Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, 57 AM. BANKR. L.J. 247 (1983) 9.34(80)
- LoPucki Lynn M., *The Myth of the Residual Owner: An Empirical Study*, 82 WASH. U. L.Q. 1341 (2004) 2.31(46)
- LoPucki Lynn M., *The Nature of the Bankrupt Firm: A Response to Baird and Rasmussen's The End of Bankruptcy*, 56 STAN. L. REV. 645 (2003) 1.22(47), 2.31(46), 11.40(71)
- LoPucki Lynn M., *The Trouble with Chapter 11*, 1993 WIS. L. REV. 729 (1993) 1.25(57), 23.19(40)
- LoPucki Lynn M., *The Unsecured Creditor's Bargain*, 80 VA. L. REV. 1887 (1994) 15.32(90), 19.26(91)

- LoPucki Lynn M., *Virtual Judgment Proofing: A Rejoinder*, 107 YALE L.J. 1413 (1998) 12.63(144)
- LoPucki Lynn, *The Death of Liability*, 106 YALE L.J. 1 (1996) 8.25(53), 11.21(31)
- LoPucki Lynn M. & Doherty Joseph W., *Bankruptcy Fire-Sales*, 106 MICH. L. REV. 1 (2007) 22.14(43)
- LoPucki Lynn M. & Triantis George G., *A Systems Approach to Comparing US and Canadian Reorganization of Financially Distressed Companies*, in CURRENT DEVELOPMENTS IN INTERNATIONAL AND COMPARATIVE CORPORATE INSOLVENCY LAW 109 (Jacob S. Ziegel ed., 1994) 14.19(42)
- LoPucki Lynn M. & Whitford William C., *Corporate Governance in the Bankruptcy Reorganization of Large Held Companies*, 141 U. PENN. L. REV. 669 (1993) 9.29(66), 9.37(89)
- LoPucki Lynn M. & Whitford William C., *Venue Choice and Forum Shopping in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies*, [1991] WIS. L. REV. 11 3.9(23)
- Lubben Stephen J., *Derivatives and Bankruptcy: The Flawed Case for Special Treatment*, 12 J. BUS. L. 61 (2009) 14.40(89)
- Lubben Stephen J., *Lehman's Derivative Portfolio*, <https://ssrn.com/abstract=2698234> (December 2, 2015) 14.41(95)
- Lubben Stephen J., *Railroad Receiverships and Modern Bankruptcy Theory*, 89 CORNELL L. REV. 1420 (2004) 2.20(23)
- Lubben Stephen J., *Some Realism about Reorganization: Explaining the Failure of Chapter 11 Theory*, 106 DICK. L. REV. 267 (2001) 22.23(73)
- Lubben Stephen J., *The Overstated Absolute Priority Rule*, 21 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 581 (2016) 15.27(75)
- Lucian Arye Bebchuk & Fried Jesse M., *A New Approach to Valuing Secured Claims in Bankruptcy*, 114 HARV. L. REV. 2386 (2001) 22.5(8)
- Lupica Lois R., *Revised Article 9: Securitization Transactions and the Bankruptcy Dynamic*, 9 AM. BANKR. INST. L. REV. 287 (2001) 8.25(52)
- Lupica Lois R., *The Impact of Revised Article 9*, 93 KY. L.J. 867 (2004–2005) 16.53(163)
- M
- Ma Yung-Yu & Tashjian Elizabeth, *Executory Contracts and Chapter 11 Restructuring Incentives*, <https://ssrn.com/abstract=2170132> (January 28, 2015) 8.64(161)
- Macey Jonathan R., *Externalities, Firm-Specific Capital Investments and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes*, [1989] DUKE L.J. 173 2.27(36)
- Macey Jonathan R. & Miller Geoffrey P., *Corporate Governance and Commercial Banking: A Comparative Examination of Germany, Japan and the United States*, 48 STAN. L. REV. 73 (1995) 22.15(54)
- Madaus Stephan, *On Decision-Making in Rescue Cases: Why Creditors and Shareholders Should Decide About a Rescue Plan*, PERSPECTIVES ON INTERNATIONAL INSOLVENCY LAW: A TRIBUTE TO BOB WESSELS 215 (Santen/van Offeren eds., 2014) 23.11(12)
- Maloy Richard, *A Primer on Cramdown: How and Why it Works*, 16 ST. THOMAS L. REV. 1 (2003) 23.47(117)
- Mamudi Sam, *Lehman Brothers Folds with Record 613\$ Billion Debt*, MARKET WATCH (15.9.2008) 6.2(9)
- Mann Ronald J., *Bankruptcy Reform and the "Sweat Box" of Credit Card Debt*, [2007] U. ILL. L. REV. 375 4.62(200)
- Mann Ronald J., *Explaining the Pattern of Secured Credit*, 110 HARV. L. REV. 625 (1997) 15.35(101), 22.15(55)
- Mann Ronald J., *The First Shall Be Last: A Contextual Argument for Abandoning Temporal Rules of Lien Priority*, 75 TEXAS L. REV. 11 (1996) 3.9(19)

- Mann Ronald J., *The Role of Secured Credit in Small-Business Lending*, 86 GEO. L.J. 1 (1997)
12.59(131), 12.62(141), 15.35(99)
- Manne Henry G., *Our Two Corporation Systems: Law and Economics*, 53 VA. L. REV. 259 (1967)
19.25(81)
- March James G., *The Business Firm as a Political Coalition*, 24 J. POLITICS 662 (1992) 1.10(19)
- Mark Roe, *A New Model for Corporate Reorganization*, 83 COLUM. L. REV. 527 (1983) 3.22(60)
- Markell Bruce A., *Fair Equivalents and Market Prices: Bankruptcy Cramdown Interest Rates*, 33
BANKR. DEV. J. 91 (2016) 16.69(196), 24.10(29)
- Marquez Robert, *Competition, Adverse Selection, and Information Dispersion in the Banking
Industry*, 15 REV. FIN. STUD. 901 (2002) 5.15(21)
- Mason Robin & Weeds Helen, *Merger Policy, Entry, and Entrepreneurship*, [http://private
www.essex.ac.uk/~hfweeds/ffd19.pdf](http://private.wwwww.essex.ac.uk/~hfweeds/ffd19.pdf) (2006) 24.20(57)
- Mattei Ugo, *An Opportunity Not To Be Missed: The Future of Comparative Law in the United States*,
6 AM. J. COMP. L. 709 (1998) 3.18(46)
- Mautner Menachem, *The Eternal Triangles of the Law: Toward a Theory of Priorities in Conflicts
Involving Remote Parties*, 90 MICH. L. REV. 95 (1991) 15.8(14)
- McCoid John C. II, *Discharge: The Most Important Development in Bankruptcy History*, 70 AM.
BANKR. L.J. 163 (1996) 20.3(5)
- McConnell John & Servaes Henri, *The Economics of Prepackaged Bankruptcy*, in CORPORATE
BANKRUPTCY: ECONOMIC AND LEGAL PERSPECTIVES 322 (Jagdeep S. Bhandari & Lawrence A.
Weiss eds., 1996) 11.35(64)
- McCuiston Dennis, *A Chronology of the Financial Crisis*, NATIONAL CENTER FOR THE POLICY
ANALYSIS (2010) 6.2(10)
- McGlaun Greg, *Lender Control in Chapter 11: Empirical Evidence*, [http://ssrn.com/
abstract=961365](http://ssrn.com/abstract=961365)
(February 5, 2007) 11.40(72)
- McNulty Daniel, *Why Hedge Funds Love Distressed Debt*, [https://www.investopedia.
com/articles/bonds/08/distressed-debt-hedge-fund.asp](https://www.investopedia.com/articles/bonds/08/distressed-debt-hedge-fund.asp) 1.8(16)
- Meckling William H., *Financial Markets, Default and Bankruptcy: The Role of the State*, 41 L. &
CONTEMP. PROBS. 13 (1977) 11.32(58), 22.8(24)
- Meltzer Peter E., *Getting Out of Jail Free: Can the Bankruptcy Plan Process Be Used to Release
Nondebtor Parties?*, 71 AM. BANKR. L.J. 1 (1997) 24.44(132)
- Mendes Richard E., *Rethinking Exemptions in Bankruptcy*, 40 B.C. L. REV. 850 (1998) 20.3(4)
- Mendes Richard E., *We Can Work it Out: The Interaction of Bankruptcy and Securities Regulation
in the Workout Context*, 46 RUTGERS L. REV. 1213 (1994) 3.9(19), 4.22(78)
- Michie Jonathan & Oughton Christine, *Employee participation and Ownership Rights*, 2 J. CORP. L.
STUD. 139 (2002) 9.51(127)
- Milgrom Paul, *Auctions and Bidding: A Primer*, 3 J. ECON. PERSP. (1989) 22.8(26)
- Milgrom Paul R. & Weber Robert J., *A Theory of Auctions and Competitive Bidding*, 50
ECONOMETRICA 1089 (1982) 22.8(26)
- Milhaupt Curtis J., *A Relational Theory of Japanese Corporate Governance: Contract, Culture, and
the Rule of Law*, 37 HARV. INT'L L.J. 3 (1996) 8.37(89)
- Miller Harvey R. & Bienenstock Martin J., *Adequate Protection in Respect of the Use, Sale or Lease
of Property*, 1 BANKR. DEV. J. 47 (1984) 12.33(70)
- Miller Harvey R. & Waisman Shai Y., *Does Chapter 11 Reorganization Remain a Viable Option for
Distressed Businesses for the Twenty-First Century?*, 78 AM. BANKR. L.J. 153 (2004) 2.20(23)
- Miller Harvey R. & Waisman Shai Y., *Is Chapter 11 Bankrupt?*, 47 B.C. L. REV. 129 (2005) 11.40(74)
- Minda Gary, *Opportunistic Downsizing of Aging Workers: The 1990s Version of Age and Pension
Discrimination in Employment*, 48 HASTINGS L.J. 511 (1997) 2.16(15)

- Mnookin Robert H. & Kornhauser Lewis, *Bargaining in the Shadow of the Law: The Case of Divorce*, 88 YALE L.J. 950 (1979) 11.34(61), 23.11(14)
- Modigliani Franco & Miller Merton H., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, 48 AM. ECON. REV. 261 (1958) 15.29(79)
- Mokal Riz, *Administration and Administrative Receivership – An Analysis*, 57 CURR. LEG. PROBS. 1 (2004) 22.15(55)
- Mokal Riz, *What Liquidation Does for Secured Creditors, and What It Does for You*, 71 MODERN L. REV. 699 (2008) 19.11(39)
- Mokal Rizwaan J., *The Authentic Consent Model: Contractarianism, Creditors' Bargain and Corporate Liquidation*, 21 LEG. STUD. 400 (2001) 15.11(20)
- Mokal Rizwaan J., *Priority as Pathology: The Pari Passu Myth*, 60 CAMBRIDGE L.J. 581 (2001) 15.14(27), (29)
- Mooney Charles W., Jr., *A Normative Theory of Bankruptcy Law: Bankruptcy as (is) Civil Procedure*, 61 WASH. & LEE L. REV. 931 (2004) 1.36(90), 3.1(1)
- Mooney Charles W., *The Bankruptcy Code's Safe Harbors for Settlement Payments and Securities Contracts: When Is Safe Too Safe?*, 49 TEX. INT'L L.J. 245 (2014) 14.41(97)
- Morgan Barbara K., *Should the Sovereign Be Paid First? A Comparative International Analysis of the Priority for Tax Claims in Bankruptcy*, 74 AM. BANKR. L.J. 461 (2000) 19.19(64), 19.21(70)
- Morrison Edward R., *Bankruptcy Decisionmaking: An Empirical Study of Continuation Bias in Small Business Bankruptcies* (January 25, 2006), COLUMBIA LAW AND ECONOMICS WORKING PAPER NO. 239 9.35(83)
- Morrison Edward R., *Timbers of Inwood Forest, the Economics of Rent, and the Evolving Dynamics of Chapter 11*, in BANKRUPTCY LAW STORIES 21 (Robert K. Rasmussen, ed., 2007) 12.32(69), 16.56(174)
- Muller Edward N. & Opp Karl-Dieter, *Rational Choice and Rebellious Collective Action*, 80 AM. POL. SCI. REV. 471 (1986) 15.24(69)
- Muro Sergio A., *Deciding on an Efficient Involuntary Bankruptcy Filing Petition Rule*, CORNELL LAW SCHOOL LL.M. PAPERS SERIES (2005), <http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1017&context=cornell/lps> 7.26(52)
- N
- Navajas Alvaro Ruiz, *Credit Guarantee Schemes: Conceptual Frame*, FINANCIAL SYSTEM DEVELOPMENT PROJECT, <http://www.fondesif.gov.bo/CGS-Conceptual%20Frame.pdf> (November 2001) 12.63(146)
- Nguyen Anh Phuong & Enomoto Carl E., *The Troubled Asset Relief Program (TARP) and the Financial Crisis of 2007–2008*, 7 J. BUS. & ECON. RESEARCH 91 (2009) 6.1(7)
- Nimmer Raymond T., *Executory Contracts in Bankruptcy: Protecting the Fundamental Terms of the Bargain*, 54 U. COLO. L. REV. 507 (1983) 14.45(112)
- Nimmer Raymond T., *Secured Creditors and the Automatic Stay: Variable Bargain Models of Fairness*, 68 MINN. L. REV. 1 (1983) 12.22(46)
- Norberg Scott F. & Velkey Andrew J., *Debtor Discharge and Creditor Repayment in Chapter 13*, 39 CREIGHTON L. REV. 473 (2006) 20.4(8), 21.11(26)
- Note, *'Acts of Bankruptcy' in Perspective*, 67 HARV. L. REV. 500 (1954) 7.7(14)
- Note, *Corporate Insolvency Law & Practice in South Korea in the Aftermath of the Asian Financial Crisis*, 21 CONN. J. INT'L L. 155 (2005) 9.46(119)
- Note, *Financial Distress as a Noncooperative Game: A Proposal for Overcoming Obstacles to Private Workouts*, 102 YALE L.J. 2205 (1993) 3.21(59), 11.11(14)
- Note, *Funding Growth: Leasing and Small and Medium Enterprise Financing in Russia*, 43 HARV. INT'L L.J. 469 (2002) 12.63(147)

- Note, *Reconciling Standby Letters of Credit and the Principles of Subrogation in Section 509*, 7 BANK. DEV. J. 227 (1990) 12.76(184)
- Note, *Say "AHHH!": A New Approach for Determining the Cram Down Interest Rate After Till v. SCS Credit*, 27 CARDOZO L. REV. 1921 (2006) 23.47(117)
- Note, *Switching Priorities: Elevating the Status of Tort Claims in Bankruptcy in Pursuit of Optimal Deterrence*, 116 HARV. L. REV. 2541 (2003) 19.26(91)
- Note, *The Manville Bankruptcy: Treating Mass Tort Claims in Chapter 11 Proceedings*, 96 HARV. L. REV. 1121 (1983) 19.27(92)
- Note, *Tort Creditor Priority in the Secured Credit System: Asbestos Times, The Worst of Times*, 36 STAN. L. REV. 1045 (1984) 19.26(91)
- Note, *Tort Creditor Superpriority and Other Proposed Solutions to Corporate Limited Liability and the Problem of Externalities*, 2 GEO. MASON L. REV. 439 (1995) 19.26(91)
- O
- O'Connor Marleen A., *Restructuring the Corporation's Nexus of Contracts: Recognizing a Fiduciary Duty to Protect Displaced Workers*, 69 N.C. L. REV. 1189 (1991) 1.10(24)
- O'Connor Marleen A., *The Human Capital Era: Reconceptualizing Corporate Law to Facilitate Labor-Management Cooperation*, 78 CORNELL L. REV. 899 (1993) 9.51(127)
- Oditah Fidelis, *Lightweight Floating Charges*, [1991] J. BUS. L. 49 16.10(45)
- Oliver Pamela, *If You Don't Do It, Nobody Else Will: Active and Token Contributors to Local Collective Action*, 49 AM. SOCIOLOGICAL REV. 601 (1984) 15.24(69)
- Ongena Steven & Smith David C., *What Determines the Number of Bank Relationships?*, 9 J. FIN. INTERMEDIATION 26 (2000) 22.16(59)
- Oquendo Angel R., *Breaking On Through to the Other Side: Understanding Continental European Corporate Governance*, 22 U. PENN. J. INT'L ECON. L. 975 (2001) 9.36(86)
- O'Rourke Kerry, *Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, [2005] COLUM. BUS. L. REV. 403 3.21(59)
- Ozkan Aydin, *Corporate Bankruptcies, Liquidation Costs and the Role of Banks*, 64 MANCHESTER SCHOOL ECON. & SOC. STUD. 104 (1996) 11.10(9)
- P
- Paech Philipp, *The Value of Insolvency Safe Harbours*, 36 OXFORD J. LEG. STUD. 855 (2016) 14.40(94)
- Pardo Rafael Ignacio, *Bankruptcy Court Jurisdiction and Agency Action: Resolving The Nextwave of Conflict*, 76 N.Y.U. L. REV. 945 (2001) 24.34(98)
- Park Cheol, *Monitoring and Structure of Debt Contracts*, 55 J. FIN. 2157 (2000) 15.33(92)
- Paterson Sarah, *English Law Schemes of Arrangement in Distress and Proposals for Reform*, <https://ssrn.com/abstract=2170132> (March 3, 2017) 8.64(163), 9.24(63)
- Patterson Nicholas J., *The Nature and Scope of the FCC's Regulatory Power in the Wake of the NextWave and GWI PCS Cases*, 69 U. CHI. L. REV. 1373 (2002) 24.34(98)
- Paulus Christoph G., *Germany: Lessons to Learn from the Implementation of a New Insolvency Code*, 17 CONN. J. INT'L. L. 89 (2001) 9.24(61)
- Paulus Christoph G., *The New German Insolvency Code*, 33 TEX. INT'L L.J. 141 (1998) 19.19(64)
- Payne Jennifer, *The Role of the Court in Debt Restructuring*, <https://ssrn.com/abstract=2902528> (January 20, 2017) 11.10(10)
- Payne Jennifer, *UK Debt Restructuring Mechanisms: New Developments in Practice and Potential Law Reform*, ANNUAL REVIEW OF INSOLVENCY LAW 2015 (Janis P. Sarra & Justice Barbara Romaine eds., 2016) 8.64(163), 9.24(63)
- Peebles Ralph A., *Staying In: Chapter 11, Close Corporations and the Absolute Priority Rule*, 63 AM. BANKR. L.J. 65 (1989) 24.6(20)

- Persson Lars, *The Failing Firm Defense*, 53 J. INDUST. ECON. 175 (2005) 24.20(52), 24.20(57)
- Petersen Mitchell A. & Rajan Raghuram G., *The Effect of Credit Markets Competition on Lending Relationship*, 110 QUART. J. ECON. 407 (1995) 5.15(20)
- Picker Randal C., *Pulling a Rabbi Out of His Hat: The Bankruptcy Magic of Dick Posner*, 74 U. CHI. L. REV. 1845 (2007) 11.21(31), 16.29(89)
- Picker Randal C., *Security Interests, Misbehavior and Common Pools*, 59 U. CHI. L. REV. 645 (1992) 3.25(72), 15.22(57), (58), 15.31(87)
- Pinches George E. & Mingo Kent A., *The Role of Subordination and Industrial Bond Ratings*, 30 J. FIN. 201 (1975) 15.45(122)
- Plamenatz John P., *Equality of Opportunity*, in THE CONCEPT OF EQUALITY 82 (William T. Blackstone ed., 1969) 15.15(34)
- Poe Stephen L., *Consumer Bankruptcy: A Proposal to Reform Chapters 7 and 13*, 104 DICK. L. REV. 579 (2000) 20.4(8), 21.11(26)
- Ponoroff Lawrence, *Involuntary Bankruptcy and the Bona Fides of a Bona Fide Dispute*, 65 IND. L.J. 315 (1990) 7.38(75)
- Ponoroff Lawrence, *The Dubious Role of Precedent in the Quest for First Principles in the Reform of Bankruptcy Code: Some Lessons from the Civil Law and Realist Tradition*, 74 AM. BANKR. L.J. 173 (2000) 3.1(1), 3.63(145)
- Ponoroff Lawrence & Knippenberg F. Stephen, *The Implied Good Faith Filing Requirement: Sentinel of an Evolving Bankruptcy Policy*, 85 NW. U. L. REV. 919 (1991) 8.23(45)
- Posner Richard A., *The Rights of Creditors of Affiliated Corporations*, 43 U. CHI. L. REV. 499 (1975) 1.45(102), 12.60(136), 19.25(81)
- Posner Richard, *The Ethical and Political Basis of the Efficiency Norm in Common Law Adjudication*, 8 HOFSTRA L. REV. 487 (1980) 3.5(10)
- Postema Gerald J., *Introduction: Search for an Explanatory Theory of Torts*, in PHILOSOPHY AND THE LAW OF TORTS 1 (Gerald J. Postema ed., 2001) 19.23(72)
- Pound Roscoe, *Classification of Law*, 37 HARV. L. REV. 933 (1924) 1.29(63)
- Povel Paul, *Optimal 'Soft' or 'Tough' Bankruptcy Procedures*, 15 J. L. ECON. & ORG. 659 (1999) 22.13(37)
- Pozzolo Alberto F., *The Role of Guarantees in Bank Lending*, <http://www.unimol.it/progetti/repec/mol/ecsdps/ESDP04021.pdf> (2004) 12.62(141)
- Prentice Dan, *Bargaining in the Shadow of the Enterprise Act 2002*, 5 EUROPEAN BUS. ORG. L. REV. 153 (2004) 11.34(62)
- Prentice Dan, Fidelis Oditah & Nick Segal, *Administration: Part II of the Insolvency Act 1986*, in CURRENT DEVELOPMENTS IN INTERNATIONAL COMPARATIVE CORPORATE INSOLVENCY LAW 81–83 (Jacob S. Ziegel ed., 1994) 11.27(46)
- Priest George L., *Breach and Remedy for the Tender of Nonconforming Goods under the Uniform Commercial Code: An Economic Approach*, 91 HARV. L. REV. 960 (1978) 14.7(10)
- Pugatch Chad P., Pugatch Craig A. & Vaughan Travis, *The Lost Art of Chapter 11 Reorganization*, 19 U. FLA. J. L. & PUB. POL'Y 39 (2008) 22.8(25)
- Pulvino Todd, *Do Asset Fire Sales Exist? An Empirical Investigation of Commercial Aircraft Transactions*, 53 J. FIN. 939 (1998) 22.14(42)
- Pusateri James A., Swartz Lloyd C. & Shaiken Mark A., *Section 1111(b) of the Bankruptcy Code: How Much does the Debtor Have to Pay and When Should the Creditor Elect?*, 58 AM. BANKR. L.J. 129 (1984) 23.73(184)
- R
- Radin Max, *Discharge in Bankruptcy*, 9 N.Y.U. L. Q. 39 (1932) 20.3(5)

- Rasmussen Robert K., *A Menu Approach to Corporate Bankruptcy*, 71 TEX. L. REV. 51 (1992) 3.28(78)
- Rasmussen Robert K., *An Essay on Optimal Bankruptcy Rules and Social Justice*, U. ILL. L. REV. 1 (1994) 11.29(52)
- Rasmussen Robert K., *Bankruptcy and the Administrative State*, 42 HASTINGS L.J. 1567 (1991) 24.38(117)
- Rasmussen Robert K., *Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy*, 71 TEX. L. REV. 51 (1992) 11.32(58)
- Rasmussen Robert K., *Empirically Bankrupt*, 2007 COLUM. BUS. L. REV. 179 3.33(90)
- Rasmussen Robert K., *'The End of Bankruptcy' Revisited* (August 11, 2016) 11.40(71)
- Rasmussen Robert K. & Baird Douglas G., *The Prime Directive*, 75 U. CIN. L. REV. 921 (2007) 12.62(142)
- Rasmussen Robert K. & Skeel David E., *The Economic Analysis of Corporate Bankruptcy Law*, 3 AM. BANKR. INST. L. REV. 85 (1995) 3.35(95)
- Rasmussen Robert K. & Thomas Randall S., *Timing Matters: Promoting Forum Shopping by Insolvent Corporations*, 94 NW. U. L. REV. 1357 (2000) 3.9(23)
- Rawls John, *Justice as Fairness*, in JUSTICE AND EQUALITY 76 (Hugo A. Bedan ed., 1971) 15.15(34)
- Reilly Robert F., *Valuation – Big Businesses v. Small Businesses*, 14-7 AM. BANKR. INST. J. 29 (1995) 22.5(10)
- Reinhart Stefan, *Germany's insolvency Bill*, 2 INT'L INSOL. REV. 29 (1993) 16.50(150)
- Resnick Alan N., *Bankruptcy as a Vehicle for Resolving Enterprise-Threatening Mass Tort Liability*, 148 U. PA. L. REV. 2045 (2000) 19.27(92)
- Resnick Alan N., *The Future of the Doctrine of Necessity and Critical Vendor Payments in Chapter 11 Cases*, 47 B.C. L. REV. 183 (2005) 14.16(36)
- Rhodes-Kropf Matthew & Viswanathan S., *Financing Auction Bids*, 36 RAND J. ECON. 789 (2005) 22.8(24), 22.15(50)
- Ribstein Larry E., *Limited Liability and Theories of the Corporation*, 50 MD. L. REV. 80 (1991) 12.60(135)
- Riesenfeld Stefan A., *The Evolution of Modern Bankruptcy Law*, 31 MINN. L. REV. 401 (1947) 3.7(12)
- Roe Mark J., *Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization*, 83 COLUM. L. REV. 527 (1983) 22.5(10), 22.8(28), 22.9(30)
- Roe Mark J., *Bankruptcy and Mass Tort*, 84 COLUM. L. REV. 846 (1984) 19.27(92)
- Roe Mark J., *Corporate Strategic Reaction to Mass Tort*, 72 VA. L. REV. 1 (1986) 9.30(68), 15.28(77)
- Roe Mark J., *German Codetermination and German Securities Markets*, [1998] COLUM. BUS. L. REV. 167 9.52(129)
- Roe Mark J., *Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan and the United States*, 102 YALE L.J. 1927 (1993) 9.51(127)
- Roe Mark J., *The Derivatives Market's Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator*, 63 STAN. L. REV. 539 (2011) 14.41(96)
- Roe Mark J., *The Voting Prohibition in Bond Workouts*, 97 YALE L.J. 232 (1987) 11.12(16)
- Roe Mark J., *Three Ages of Bankruptcy*, <https://ssrn.com/abstract=2871625> (Jan. 31, 2017) 3.8(18), 12.4(9)
- Roe Mark J. & Adams Stephen, *Restructuring Failed Financial Firms in Bankruptcy: Selling Lehman's Derivatives Portfolio*, 32 YALE J. REG. 363 (2015) 14.41(95)
- Roe Mark J. & Tung Frederick, *Breaking Bankruptcy Priority: How Rent-Seeking Upends the Creditors' Bargain*, 99 VA. L. REV. 1236 (2013) 15.27(75)
- Roe Mark J. & Venezze Federico C., *A Capital Market, Corporate Law Approach to Creditor Conduct*, 112 MICH. L. REV. 59 (2013) 7.60(119)

- Rogers James S., *The Impairment of Secured Creditors' Rights in Reorganization: A Study of the Relationship Between the Fifth Amendment and the Bankruptcy Clause*, 96 HARV. L. REV. 973 (1983) 12.22(48)
- Romano Roberta, *A Cautionary Note on Drawing Lessons from Comparative Corporate Law*, 102 YALE L.J. 2021 (1993) 3.55(132)
- Rose-Ackerman Susan, *Risk Taking and Ruin: Bankruptcy and Investment Choice*, 20 J. LEG. STUD. 277 (1991) 9.34(80)
- Rotem Yaad, *Contemplating a Corporate Governance Model for Bankruptcy Reorganizations: Lessons from Canada*, 3 VA. L. & BUS. REV. 125 (2008) 9.24(64)

S

- Santon Richard, *Rational Prepayment and the Valuation of Mortgage-Backed Securities*, 8 REV. FIN. STUD. 677 (1995) 6.1(5)
- Sarra Janis P., *Micro, Small and Medium Enterprise (MSME) Insolvency in Canada*, <https://ssrn.com/abstract=2862039> (March 30, 2016) 23.37(80)
- Scharfstein Gertner & David, *A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law*, 46 J. FIN. 1189 (1991) 11.11(14), 11.12(16)
- Schmalensee Richard, *Horizontal Merger Policy: Problems and Changes*, 1 J. ECON. PERSP. 41 (1987) 22.15(49)
- Schwarcz Steven L., *Enron and the Use and Abuse of Special Purpose Entities in Corporate Structures*, 70 U. CIN. L. REV. 1309 (2001) 6.1(2)
- Schwarcz Steven L., *Rethinking A Corporation's Obligations to Creditors*, 17 CARDOZO L. REV. 647 (1996) 8.41(111)
- Schwarcz Steven L., *Rethinking Corporate Governance for a Bondholder Financed, Systemically Risky World*, 58 WILLIAM & MARY L. REV. 1345 (2017) 8.41(111)
- Schwarcz Steven L., *Securitization Post-Enron*, 25 CARDOZO L. REV. 1539 (2004) 3.31(83), 11.23(37)
- Schwarcz Steven L., *Structured Finance: The New Way to Securitize Assets*, 11 CARDOZO L. REV. 607 (1990) 8.25(52)
- Schwarcz Steven L., *The Alchemy of Asset Securitization*, 1 J. STAN. L. BUS. & FIN. 133 (1994) 6.1(1), 8.25(52), 11.21(30)
- Schwarcz Steven, *Rethinking Freedom of Contract: A Bankruptcy Paradigm*, 77 TEX. L. REV. 515 (1999) 11.24(40), 11.29(52)
- Schwarcz Steven, *The Easy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, 47 DUKE L.J. 425 (1997) 15.35(101)
- Schwarcz Steven L. & Link Janet Malloy, *Protecting Rights, Preventing Windfalls: A Model for Harmonizing State and Federal Laws on Floating Liens*, 75 N.C. L. REV. 403 (1997) 16.42(123)
- Schwarcz Steven L. & Sharon Ori, *The Bankruptcy-Law Safe Harbor for Derivatives: A Path-Dependence Analysis*, 71 WASH. & LEE L. REV. 1715 (2014) 14.41(95)
- Schwartz Alan, *A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, 107 YALE L.J. 1807 (1998) 3.28(77), 3.26(75), 11.29(52), 14.19(45)
- Schwartz Alan, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, 91 VA. L. REV. 1199 (2005) 3.24(69), 3.26(74), 3.30(80), (82), 3.32(84), (85), 3.33(91), 3.34(92), (93), 3.35(96), 3.38(99), 3.57(136), 9.31(70), 9.44(114), 11.24(40), 11.29(52), 11.30(57), 22.8(22)
- Schwartz Alan, *A Theory of Loan Priorities*, 18 J. LEG. STUD. 209 (1989) 14.36(74), 15.35(100)
- Schwartz Alan, *Bankruptcy Workouts and Debt Contracts*, 36 J. L. & ECON. 595 (1993) 4.22(78)
- Schwartz Alan, *Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories*, 10 J. LEG. STUD. 1 (1981) 15.29(79)
- Schwartz Alan, *The Case for Specific Performance*, 89 YALE L.J. 271 (1979) 14.43(104)

- Schwartz Alan, *The Continuing Puzzle of Secured Debt*, 37 VAND. L. REV. 1051 (1984) 3.31(83),
15.29(80), 15.32(90), 15.41(108)
- Schwartz Alan, *Who Should Pay for Bankruptcy Costs?*, 34 J. LEGAL STUD. 295 (2005) 3.30(80)
- Schwartz Eduardo S. & Torus Walter N., *Prepayment and the Valuation of Mortgage-Backed
Securities*, 44 J. FIN. 375 (1989) 6.1(5)
- Scott Robert E., *A Relational Theory of Secured Financing*, 86 COLUM. L. REV. 901 (1986)
12.63(148), 15.33(93)
- Scott Robert E., *Sharing the Risks of Bankruptcy: Timbers, Ahlers and beyond*, [1989] COLUM. BUS.
L. REV. 183 3.1(1)
- Scott Robert E., *The Mythology of Article 9*, 79 MINN. L. REV. 853 (1995) 16.16(60)
- Scott Robert E., *The Truth about Secured Financing*, 82 CORNELL L. REV. 1436 (1997) 15.32(91),
15.33(93), 15.46(125), (126), 16.28(88), 16.35(108)
- Scott Robert E., *Through Bankruptcy with the Creditors' Bargain Heuristic*, 53 U. CHI. L. REV. 690
(1986) 15.11(20)
- Seyhun H. Nejat & Bradley Michael, *Corporate Bankruptcy and Insider Trading*, 70 J. BUS. 189
(1997) 9.38(94)
- Shavell Steven, *Is Breach of Contract Immoral?*, 56 EMORY L.J. 439 (2006) 14.43(101)
- Shavell Steven, *Strict Liability Versus Negligence*, 9 J. LEG. STUD. 1 (1980) 19.23(73)
- Shavell Steven, *The Judgment Proof Problem*, 6 INT'L REV. L. & ECON. 45 (1986) 1.45(102)
- Shenker Joseph C. & Colletta Anthony J., *Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New
Frontiers Symposium: New Financial Products, the Modern Process of Financial Innovation, and
the Law*, 69 TEX. L. REV. 1369(1991) 6.1(1), 11.21(30)
- Shleifer Andrei & Vishny Robert W., *Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium
Approach*, 47 J. FIN. 1343 (1992) 22.14(44), 24.19(44)
- Silverstein Joshua M., *Hiding in Plain View: A Neglected Supreme Court Decision Resolves the
Debate Over Non-Debtor Releases in Chapter 11 Reorganizations*, 23 BANKR. DEV. J. 13 (2006)
24.44(132)
- Simkovic Michael, *The Evolution of Valuation in Bankruptcy*, 91 AM. BANKR. L.J. 299 (2017) 22.5(7)
- Simkovic Michael & Kaminetzky Benjamin, *Leveraged Buyout Bankruptcies, the Problem of
Hindsight Bias, and the Credit Default Swap Solution*, 2011 COLUM. BUS. L. REV. 118 (2011)
13.6(18), 13.51(129), 22.5(7)
- Skeel David A. Jr., *An Evolutionary Theory of Corporate Law and Corporate Bankruptcy*, 51 VAND.
L. REV. 1325 (1998) 1.45(99)
- Skeel David A. Jr., *Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance in Chapter 11*, 152 U.
PA. L. REV. 917 (2003) 3.30(81), 3.34(94), 11.40(75)
- Skeel David A. Jr., *Rethinking the Line Between Corporate Law and Corporate Bankruptcy*, 72 TEX.
L. REV. 471 (1994) 1.45(99)
- Skeel David A. Jr., *The Past, Present and Future of Debtor-in-Possession*, 25 CARDOZO L. REV. 1905
(2004) 11.40(72), 22.15(57)
- Skeel David A., *Bankruptcy Phobia*, 82 TEMPLE L. REV. 333 (2010) 7.62(121)
- Skeel David A. Jr. *The Nature and Effect of Corporate Voting in Chapter 11 Reorganisation Cases*
78 VA. L. REV. 461 (1992) 9.37(91)
- Skeel David A. Jr., *An Evolutionary Theory of Corporate Law and Corporate Bankruptcy*, 51 VAND.
L. REV. 1325 (1998) 9.39(97)
- Skeel David A. Jr., *Employees, Pensions and Governance in Chapter 11*, 82 WASH. U. L.Q. 1469
(2004) 2.23(33)
- Skeel David A. Jr., *Recharacterization and the Nonhindrance of Creditors*, 7 EUROPEAN BUS. ORG. L.
REV. 259 (2006) 16.21(73)

- Skeel David A., *The Empty Idea of 'Equality of Creditors'*, <https://ssrn.com/abstract=2909191>
(February 11, 2017) 15.14(31), 15.49(133)
- Skeel David A., *The Nature and Effect of Corporate Voting in Chapter 11 Reorganization Cases*, 78
VA. L. REV. 461 (1992) 24.6(21)
- Skeel David E., *The Uncertain State of an Unstated Rule: Bankruptcy's Contribution Rule Doctrine
After Ahlers*, 63 AM. BANKR. L.J. 221 (1989) 3.31(83)
- Skeel David A. & Jackson Thomas H., *Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy*,
112 COLUM. L. REV. 152 (2012) 14.41(95)
- Skeel David A. Jr., & Krause-Vilmar Georg, *Recharacterization and the Nonhindrance of Creditors*,
7 EUR. BUS. ORG. L. REV. 259 (2006) 13.50(125)
- Sloane Craige A., *The Sub Rosa Plan of Reorganization: Side-Stepping Creditor Protections in
Chapter 11*, 16 BANK. DEV. J. 37 (1999) 24.3(9)
- Smith N. Kyle, Larsen Jeff T., Chartrand Tanya L. & Cacioppo John T., *Being Bad Isn't Always
Good: Affective Context Moderates the Attention Bias toward Negative Information*, 90 J.
PERSONALITY & SOC. PSYCHOLOGY 210 (2006) 7.23(48)
- Smith Clifford, Jr. & Warner Jerold B., *Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure:
Comment*, 34 J. FIN. 247 (1979) 14.36(74)
- Smith Clifford, Jr. & Warner Jerold B., *On Financial Contracting – An Analysis of Bond Covenants*,
7 J. FIN. ECON. 117 (1979) 12.62(142), 16.29(89)
- Smith Gerald K., *Conflicts of Interest in Workouts and Bankruptcy Reorganization Cases*, 48 S. C. L.
REV. 798 (1997) 4.22(78)
- Smith Thomas A., *A Capital Markets Approach to Mass Tort Bankruptcy*, 104 YALE L.J. 367 (1994)
19.27(92)
- Spooner Joseph, *Seeking Shelter in Personal Insolvency Law: Recession, Eviction, and Bankruptcy's
Social Safety Net*, 44 J. L. & SOC. 374 (2017) 3.62(141), 20.6(13)
- Stearn Robert J., Jr., *Proving Solvency: Defending Preference and Fraudulent Transfer Litigation*, 62
BUS. LAW. 359 (2007) 4.5(16)
- Stigler George J., *A Theory of Oligopoly*, 72 J. POL. ECON. 44 (1964) 22.16(59)
- Stock Eric J., *The Differing U.S. and EU Positions on the Boeing/Mcdonnell-Douglas Merger:
Avoiding Another Near-Miss*, 20 U. PA. J. INT'L ECON. L. 825 (1999) 24.20(52)
- Stromberg Per, *Conflicts of Interest and Market Illiquidity in Bankruptcy Auctions: Theory and Tests*,
55 J. FIN. 2641 (2000) 3.64(148), 22.14(42)
- Sufi Amir, *Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans*,
62 J. FIN. 629 (2007) 15.24(67)
- Sullivan Teresa A., Warren Elizabeth & Westbrook Jay L., *Less Stigma or More Financial Distress:
An Empirical Analysis of the Extraordinary Increase in Bankruptcy Filings*, 59 STAN. L. REV. 213
(2006) 12.65(160)
- Sundgren Stefan, *Does a Reorganization Law Improve the Efficiency of the Insolvency Law? The
Finnish Experience*, 6 EURO. J. L. & ECON. 177 (1998) 16.51(154)

T

- Tabb Charles J., *Emergency Preferential Orders in Bankruptcy Reorganizations*, 65 AM. BANKR. L.J.
75 (1991) 14.16(36)
- Tabb Charles J., *The Brave New World of Bankruptcy Preferences*, 13 AM. BANKR. INST. L. REV. 425
(2005) 13.11(32)
- Tabb Charles J., *The Historical Evolution of the Bankruptcy Discharge*, 65 AM. BANKR. L.J. 325
(1991) 20.3(5), 21.4(7), (8)
- Tabb Charles J., *The Scope of the Fresh Start in Bankruptcy: Collateral Conversions and the
Dischargeability Debate*, 59 GEO. WASH. L. REV. 56 (1990) 12.60(136), 12.64(152)

- Teloni Foteini, *Chapter 11 Duration, Preplanned Cases and Refiling Rates: An Empirical Analysis in the Post-BAPCPA Era*, 23 AM. BANKR. INST. L. REV. 571 (2015) 8.64(162)
- Tene Omer, *Revisiting the Creditors' Bargain: The Entitlement to the Going-Concern surplus in Corporate Bankruptcy Reorganization*, 19 BANK. DEV. J. 287 (2003) 3.3(7)
- Thorburn Karin S., *Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery, and Firm Survival*, 58 J. FIN. ECON. 337 (2000) 22.8(21)
- Tracht Marshall E., *Contractual Bankruptcy Waivers: Reconciling Theory, Practice, and Law*, 82 CORNELL L. REV. 301 (1997) 8.25(54), 11.29(52)
- Tracht Marshall E., *Insider Guaranties in Bankruptcy: A Framework for Analysis*, 54 U. MIAMI L. REV. 497 (2000) 12.62(141)
- Trendelenburg Hortense, *Discharge in Germany from an International Point of View*, 9 INT'L INSOL. REV. 111 (2000) 3.64(149), 12.65(157)
- Triantis George G., *A Free-Cash-Flow Theory of Secured Debt and Creditor Priorities*, 80 VA. L. REV. 2155 (1994) 16.40(117)
- Triantis George G., *A Theory of Regulation of Debtor-in-Possession Financing*, 46 VAND. L. REV. 901 (1993) 3.14(35), 9.32(75), 9.37(92), 9.38(93), 16.42(119), 11.40(75)
- Triantis George G., *Secured Debt Under Conditions of Imperfect Information*, 21 J. LEG. STUD. 225 (1992) 14.36(74)
- Triantis George G., *Termination Rights in Bankruptcy: The Story of Stephen Perlman v. Catapult Entertainment, Inc.*, in BANKRUPTCY LAW STORIES 55 (Robert K. Rasmussen ed., 2007) 14.13(23), 14.45(116)
- Triantis George G., *The Effects of Insolvency and Bankruptcy on Contract Performance and Adjustment*, 43 U. TORONTO L. J. 679 (1993) 14.13(23)
- Tung Frederick, *Limited Liabilities and Creditors Rights: The Limits of Risk Shifting to Creditors*, 34 GA. L. REV. 547 (2000) 12.63(144)
- V
- Valcke Catherine, *Comparative Law as Comparative Jurisprudence: The Comparability of Legal Systems*, 52 AM. J. COMP. L. 713 (2004) 3.18(46)
- Vickrey William, *Counterspeculation, Auctions and Competitive Sealed Tenders*, 16 J. FIN. 8 (1961) 22.8(26)
- W
- Waas Darrell G., *Letting the Lender Have It: Satisfaction of Secured Claims by Abandoning a Portion of the Collateral*, 62 AM. BANKR. L.J. 97, Part IV (1988) 23.73(184)
- Walker David I., *Rethinking Rights of First Refusal*, 5 STAN. J. L. BUS. & FIN. 1 (1999) 24.26(74), 24.29(79), (82)
- Walsh Edward J. & Warland Rex H., *Social Movement Involvement in the Wake of Nuclear Accident: Activists and Free Riders in the Three Mile Island Area*, 48 AM. SOCIOLOGICAL REV. 764 (1983) 15.24(69)
- Ware Stephen J., *A 20th Century Debate About Imprisonment for Debt* (April 30, 2014) 4.16(52)
- Warren Elizabeth, *Bankruptcy Policy*, 54 U. CHI. L. REV. 775 (1987) 3.14(30), 3.15(41), 3.40(101), 3.45(107), 3.54(128), 3.55(131), 7.82(146), 17.21(44)
- Warren Elizabeth, *The Unstable Case for Repeal of Chapter 11*, 102 YALE L.J. 437 (1992) 3.45(108), 23.12(16)
- Warren Elizabeth, *Why Have a Federal Bankruptcy System*, 77 CORNELL L. REV. 1093 (1992) 3.63(144)
- Warren Elizabeth & Westbrook Jay L., *Chapter 11: Conventional Wisdom and Reality*, <http://ssrn.com/abstract=1009242> (Sep. 2007) 11.40(71)

- Warren Elizabeth & Westbrook Jay L., *Contracting Out of Bankruptcy: An Empirical Intervention*, 118 HARV. L. REV. 1197 (2005) 3.33(90)
- Warren Elizabeth & Westbrook Jay L., *Regulators in the Bankruptcy Arena: Who Has the Power?*, 22 AM. BANKR. INST. J. 26 (2003) 24.33(95)
- Warren Elizabeth & Westbrook Jay L., *Searching for Reorganization Realities*, 72 WASH. U. L. Q. 1257 (1994) 3.2(5)
- Warren Elizabeth & Westbrook Jay L., *Secured Party in Possession*, 22 AM. BANKR. INST. J. 12 (2003) 11.40(75)
- Webb Duncan, *Review: Commercial Law*, 2002 NZ L. REV. 199 17.30(61)
- Weber Robert F., *Can the Sauvegarde Reform Save French Bankruptcy Law? A Comparative Look at Chapter 11 and French Bankruptcy Law from an Agency Cost Perspective*, 27 MICH. J. INT'L L. 257 (2005) 7.51(105), 8.2(5), 8.37(89)
- Weinrib Ernest J., *Correlativity, Personality, and the Emerging Consensus on Corrective Justice*, 2 THEORETICAL INQ. L. 107 (2001) 19.23(72)
- Westbrook Jay L., *A Functional Analysis of Executory Contracts*, 74 MINN. L. REV. 227 (1989) 14.44(109), (111)
- Westbrook Jay L., *Choice of Avoidance Law in Global Insolvencies*, 17 BROOKLYN J. INT'L L. 499 (1991) 15.14(29)
- Westbrook Jay L., *The Control of Wealth in Bankruptcy*, 82 TEX. L. REV. 795 (2004) 16.8(31), 22.15(55)
- Westbrook Jay L. & Stayart Kelsi M., *The Abolition of Dysfunctional Contracts in Bankruptcy Reorganizations*, <https://ssrn.com/abstract=2726880> (February 15, 2016) 14.2(1)
- White Bruce H., *The Enforceability of Pre-Petition Waivers of the Automatic Stay*, 15-10 AM. BANKR. INST. J. 26 (Dec. 1996-Jan. 1997) 8.25(54)
- White James J., *Corporate Judgment Proofing: A Response to Lynn LoPucki's The Death of Liability*, 107 YALE L.J. 1363 (1998) 15.42(115)
- White James J., *Efficiency Justifications for Personal Property Security*, 37 VAND. L. REV. 473 (1984) 15.35(98)
- White Michaela M. & Caher James P., *The Dog That Didn't Bark: Domestic Support Obligations and Exempt Property After BAPCPA*, 41 FAMILY L. Q. 299 (2007) 20.3(4)
- White Michelle J., *Abuse or Protection: Economics of Bankruptcy Reform under BAPCPA*, 2007 U. ILL. L. REV. 275 4.62(199)
- White Michelle J., *Corporate Bankruptcy in the New Millennium: Why the Asbestos Genie Won't Stay in the Bankruptcy Bottle*, 70 U. CIN. L. REV. 1319 (2002) 2.18(19)
- White Michelle J., *Public Policy Toward Bankruptcy: Me-First and Other Priority Rules*, 11 BELL J. ECON. 550 (1980) 15.43(118)
- White Michelle J., *The Corporate Bankruptcy Decision*, 3 J. ECON. PERSP. 129 (1989) 8.31(73)
- White Michelle J., *The Costs of Corporate Bankruptcy: A U.S.-European Comparison* 467, in CORPORATE BANKRUPTCY – ECONOMIC AND LEGAL PERSPECTIVES (Jagdeep S. Bhandari & Lawrence A. Weiss eds. 1996) 3.32(88)
- White Michelle, *The Costs of Corporate Bankruptcy: A U.S.-European Comparison*, in CORPORATE BANKRUPTCY: ECONOMIC AND LEGAL PERSPECTIVES 467 (Jagdeep S. Bhandari & Lawrence A. Weiss eds., 1996) 8.36(85), 9.44(114)
- Widen William H., *Corporate Form and Substantive Consolidation*, 75 GEO. WASH. L. REV. 237 (2007) 12.70(172)
- Widen William H., *Lord of the Liens: Towards Greater Efficiency in Secured Syndicated Lending*, 25 CARDOZO L. REV. 1577 (2004) 16.53(163)
- Willet Sabin, *The Shallows of Deepening Insolvency*, 60 BUS. LAW. 549 (2005) 8.40(108)

- Williams Kelli Alces, *Limiting the SEC's Role in Bankruptcy*, 18 AM. BANKR. INST. L. REV. 631 (2010) 7.56(113)
- Williamson Oliver, *Corporate Governance*, 93 YALE L.J. 1197 (1984) 9.52(128)
- Winship Verity, *Delaware Invites Certified Questions from Bankruptcy Courts*, 39 DEL. J. CORP. L. 427 (2014) 8.40(104)
- Winton Andrew, *Don't Put All Your Eggs in One Basket? Diversification and Specialization in Lending*, <http://ssrn.com/abstract=173615> (September 27, 1999) 15.45(121), 17.57(131)
- Wood Justin, *Director Duties and Creditor Protections in the Zone of Insolvency: A Comparison of the United States, Germany, and Japan*, 26 PENN ST. INT'L L. REV. 139 (2007) 8.37(89)
- Woodward William J., Jr., *The Realist and Secured Credit: Grant Gilmore, Common Law Court and the Article 9 Reform Process*, 82 CORNELL L. REV. 1511 (1997) 16.33(98)
- Y
- Yermack David, *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, 40 J. FIN. ECON. 185 (1996) 10.7(9)
- Z
- Zaretsky Barry L., *Trustees and Examiners in Chapter 11*, 44 S. CAR. L. REV. 907 (1993) 9.32(73)
- Zhang Wei, *The Paradoxes of Secured Lending: Is There a Less Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy?*, 16 U. PENN. J. BUS. L. 789 (2014) 15.29(80)
- Ziegel Jacob S., *Canada's Phased-In Bankruptcy Law Reform*, 70 AM. BANKR. L.J. 383 (1996) 19.19(64)
- Ziegel Jacob S., *Corporate Groups and Crossborder Insolvencies: A Canada – United States Perspective*, 7 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 367 (2002) 12.68(167)
- Zingales Luigi, *Why Paulson is Wrong*, 5 THE ECONOMISTS' VOICE, Issue 5, Article 2 (Sep. 2008) 3.63(146)
- Zywicki Todd J., *Is Forum Shopping Corrupting America's Bankruptcy Courts?* 94 GEO. L.J. 1141 (2006) 3.9(24)
- Zywicki Todd J., *Is Forum-Shopping Corrupting America's Bankruptcy Courts?*, GEORGE MASON LAW & ECONOMICS RESEARCH PAPER No. 05-16 (2005) 3.9(24)

מפתח שונות

(ההפניות הן למספרי הפסקאות ולהערות השוליים (בסוגריים))

מקורות המשפט העברי

	מקרא
(10)21.5	דברים טו 1–3
(12)21.6	דברים טו 9–10
(11)21.6	ויקרא כה 2–7
(86)24.31	ויקרא כה 29
(3)21.2	ויקרא כה 35
(92)1.38	ויקרא כה 35–36
(127)24.44	משלי כב 7
(103)14.43	קהלת ה 4
(131)15.49	קהלת יז 18
(93)1.38	שמות כב 24
(2)17.2	שמות כב 25–26
(11)21.6	שמות כג 10–12

	משנה
(37)4.14	כתובות, פרק יג, משנה ה
(74)15.27	אבות ה, ז
(51)15.18	בבא מציעא, א, א
(44)15.17	כתובות, י, ד

	תלמוד בבלי
(4)17.2	בבא בתרא, קעה, ע"א – קעו, ע"א
(1)15.1	בבא מציעא, ב, ע"א
(102)14.43	בבא מציעא, מח, ע"א
(33)15.15	בבא מציעא, סב, ע"א
(172)16.56	בבא קמא כה, ע"א
(32)21.16	בבא קמא, עה, ע"א
(13)21.6	גיטין, לו, ע"א-ל"ז, ע"ב
(32)21.16	כתובות, מא, ע"א
(9)13.3, (46)8.23, (42)1.18	כתובות, פו, ע"א
(47)15.17, (40)15.16	כתובות, צג, ע"א
(89)15.32	סנהדרין, ג, ע"א
(9)13.3, (46)8.23, (42)1.18	ערכין, כב, ע"א

	פוסקי הלכה ונושאי כליהם
(73)17.35	בית חדש (לר' יואל סירקיס) על הטור, חושן משפט, סי' צו, ד"ה "וכן יש תשובה לגאון"
(41)15.16	טור, חושן משפט, סי' קד
(64)23.31	"פתחי תשובה" על שו"ע, חו"מ, סי' קס, ס"ק (ד)
(40)15.16	רי"ף, כתובות, י', משנה "מי שהיה נשוי שלש נשים ומת"
(50)15.17, (49)15.17	רי"ף, כתובות, י', משנה "מי שהיה נשוי שלש נשים ומת"
(40)15.16	רמב"ם, הלכות אישות, פרק י"ז, הלכה ח'
(32)21.16	רמב"ם, הלכות גניבה, פרק ג, הל' ז

(40)15.16	רמב"ם, הלכות מלוה ולוה, פרק כ, הלכה ד
(86)24.31	רמב"ם, הלכות שמיטה ויובל, פרק יב, הלכה א
(11)21.6	רמב"ם, הלכות שמיטה ויובל, פרק א', הלכה א'
(15)21.7	רמב"ם, הלכות שמיטה ויובל, פרק ט', הלכה ט'
(12)21.6	רמב"ם, הלכות שמיטה ויובל, פרק ט', הלכה ל'
(61)21.31	רמב"ם, הלכות תשובה, פרק ב, הלכה ב
(16)21.7	רמב"ם, מורה נבוכים, חלק ג, לט
(1)15.1	שולחן ערוך, חושן משפט, סימן קד, סע' א, יג
(40)15.16	שלחן ערוך, חושן משפט, סימן קד, סעיף י

ראשונים

(49)15.17	כתובות, צג, ע"א, תוספות ד"ה "בכתובת בעלת שלש מאות"
(41)15.16	כתובות, צג, ע"א, תוספות ד"ה "רבי אומר"
(40)15.16	רא"ש, כתובות, צג, ע"א

שו"תים

(11)21.6	פירוש רבי יוסף בכור שור, דברים טו 2
(64)23.31	שו"ת מהרשד"ם, אורח חיים, סימן לז

עבודות לקבלת תואר דוקטור

(1)2.2	גלברד משה הפרה צפויה (חיבור לשם קבלת תואר "דוקטור", אוניברסיטת בר-אילן, התשס"א)
--------	--

ניירות עבודה

(163)8.64	ינאי אנדרי הסדרי חוב בישראל (מכון מילקן, תשרי התשע"ד, ספטמבר 2013)
(159)8.63	פורום שווי הוגן "ביטול הדוחות הרבעוניים לתאגידים קטנים: הקלה ברגולציה או פגיעה במשקיעים?" (נובמבר 2015)
(47)5.31, (40)5.27, (38)5.25–(35)5.24	צדיק עמי "עסקים קטנים ובינוניים בישראל ובמדינות המפותחות" הכנסת – מרכז המחקר והמידע ("ט"ט טבת התשס"ז, 9.1.2007)
(25)5.18	רחבי יחיאל "התפתחות האשראי במט"ח והפקדונות במט"ח של המגזר הפרטי 2003 עד מארס 2007" בנק ישראל – המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ (ינואר 2008)

פרסומי רשויות השלטון והמינהל

הרשות המחוקקת

כנסת

(56)17.29	הכנסת השישית, מושב ראשון, פרוטוקול מס' 12 משיבת ועדת משנה א (של ועדת החוקה, חוק ומשפט) מיום י"ח סיון התשכ"ו (6.6.1966)
-----------	--

מרכז המחקר של הכנסת

(58)19.18	הכנסת, מרכז המחקר והמידע "נתונים על גבייה בתיקי מזונות" (מכתב לח"כ אורלי לוי-אבקסיס מיום ח' תשרי התשע"ז, 10.10.2016)
-----------	---

הרשות המבצעת – הממשלה ומשרדיה

הממשלה

החלטת הממשלה ה-30, בראשות אריאל שרון, מס' 741 (מיום כ"ג אב התשס"ג, 21.8.2003) (84)7.43

משרד האוצר

משרד האוצר – אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון, הוראות לעניין השקעת גופים מוסדיים באיגרות חוב לא ממשלתיות" חוזר גופים מוסדיים

(מיום ג' אב התש"ע, 14.7.2010) (35)6.12, (3)4.1

משרד המשפטים

משרד המשפטים – רשם התאגידים, דוח שנתי 2006
משרד המשפטים, דין וחשבון הועדה לחקיקת חוק חברות חדש 13 (ירושלים, התשנ"ה-1994) (138)4.36
משרד המשפטים, תזכיר חוק לתיקון פקודת החברות (שיקום חברות), התשנ"ה-1995 (מיום כ"ז שבט התשנ"ה, 27.1.1995) (201)4.63

יחידות שלטוניות

בנק ישראל

בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, הוראת ניהול בנקאי תקין 201 מדידה והלימות הון – מבוא, תחולה וחישוב דרישות (מיום כ"א סיון התשע"ג, 30.5.2013) (103)15.36
בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, הוראת ניהול בנקאי תקין 202 מדידה והלימות הון – ההון הפיקוחי (מיום כ"א סיון התשע"ג, 30.5.2013) (103)15.36, (129)13.51
בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, הוראת ניהול בנקאי תקין 203 הגישה הסטנדרטית – ניהול אשראי (תוקנה ביום ב' חשון התשע"ח, 22.10.2017) (103)15.36
בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, הוראת ניהול בנקאי תקין 211 הערכת נאותות הלימות הון (מיום כ"א סיון התשע"ג, 30.5.2013) (103)15.36
בנק ישראל, השוואת חמש הקבוצות הבנקאיות (מאוחד) – ספטמבר 2007
בנק ישראל, מערכת הבנקאות בישראל, 2008 (14)5.14 (17)6.4–(13)6.3

הכונס הרשמי

הכונס הרשמי חישוב תשלום חודשי לחייב בהליך פשיטת רגל (מיום ח' אייר התשע"ו, 16.5.2016) (47)20.17, (38)4.14
הכונס הרשמי "כתב מינוי וועדה מייצעת לשם גיבוש תכנית פירעון לחייב במסגרת הליך פשיטת הרגל" (מיום ד' אייר התשע"ד, 4.5.2014) (44)20.17
הכונס הרשמי "סיכום פעילות לשנת 2015" (2015) (1)8.1

הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה התפתחות תחום ההיי-טק בישראל 1995–2007 (2010) (16)2.16
הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, הרשויות המקומיות בישראל – 2015, הודעה לתקשורת 120 (ח' אייר התשע"ז, 4.5.2017) (58)19.18

הרשות לעסקים קטנים ובינוניים בישראל

"בדיקה מיוחדת – הישרדות עסקים בישראל" הרשות לעסקים קטנים ובינוניים בישראל (יולי 2006)
(52)5.32, (49)5.31, (48)5.31, (44)5.30

רשות ההגבלים העסקיים

רשות ההגבלים העסקיים, גילוי דעת 1/08, שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים בשינוי תנאי אגרות חוב
תאגידיות (כ"ז חשון התשס"ט, 25.11.2008) (30)6.11

רשות ניירות ערך

רשות ניירות ערך עניין אישי של גופים מוסדיים – הצבעה באסיפת החברה לאור החזקתם באג"ח של צימ
(מיום ב' חשון התש"ע, 20.10.2009) (188)23.76
רשות ניירות ערך, החלטה 1-2009 (א) בתחום התאגידיים של הרשות ניירות ערך יצירת תשתית לגיבוש
הסדרי חוב למחזיקי אג"ח בתאגידיים מרווחים (כ"ז חשון התשס"ט, 25.11.2008) (27)6.10, (29)6.10,
(19)10.10, (134)7.72
רשות ניירות ערך, החלטה בתחום תאגידיים מס' 6-2009 – חובות דיווח של חברות בקשיים (פירוק, כינוס,
הקפאת הליכים) על פי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (מיום כ"ו אב התשס"ט, 16.8.2009) (89)24.32
רשות ניירות ערך, החלטה מס' 3-105, הגשת דוחות כספיים של חברות בקשיים (פירוק, כינוס, הקפאת
הליכים) על פי חוק ניירות ערך התשכ"ח-1968 (מיום כ"ו ניסן התשס"ג, 28.4.2003) (62)16.16
(89)24.32
רשות ניירות ערך, המחלקה הכלכלית, משבר שוק אג"ח החברות בישראל ותמחור הסיכונים בשוק הראשוני
המשני 2008-2010 (פברואר 2012) (19)6.4

ועדות ממשלתיות

דו"ח הוועדה לבחינת תכנית הפירעון בהליך פשיטת הרגל סעיפים 33.1-42 ונספח ג' (מיום כ"ו חשון
התשע"ו, 8.11.2015) (ועדת חריס) (46)20.17, 20.15, (11), (10)20.5, 20.5
, (65), (64)20.28, 20.28, (54)20.24, 20.23, 20.22, (51)20.20, 20.20
(38)21.20, 21.20, 21.17
דו"ח הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות
חוב לא ממשלתיות (מיום ט' אדר התש"ע, 23.2.2010) (ועדת חודק) (34)6.12
הוועדה הציבורית לשם בדיקת נחיצותה של רפורמה בדיני פשיטת-רגל ופירוק חברות, דו"ח מס' 1 – שיקום
חברות (מיום כ"ה טבת התש"ן, 22.1.1990) (ועדת לוי) (130)4.34 – (127)4.34
דוח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון (ירושלים, ספטמבר 2004) (13)5.13
"הוועדה לבחינת הסדרי חוב בישראל" (ועדת אנדרון) (25)6.8, (157)3.68, (42)2.30, (56)23
(157)23.60, (21)10.10, (133)9.54, 9.54, (76)8.34, 8.33, (152)7.84, (55)6.17
פרק 4
פרק 7
המלצה א'
המלצה א'1

הוועדה להגברת התחרותיות בשירותים בנקאיים ופיננסיים נפוצים דו"ח מסכם (התשע"ו-2016) (ועדת שטרם) (41)5.27

פרסומים ציבוריים

דיווחים של חברות מדווחות

אי. די. בי "דו"ח תקופתי ושנתי לשנת 2012" (2013) (108)7.54
אפריקה ישראל דווח מידי על הגשת בקשה לפשרה או הסדר לבית המשפט (פורסם במאי"ה, מיום כ"ב חשון התש"ע, 9.11.2009) (1)22.1
אפריקה ישראל, דוח רבעוני לתקופה שנסתיימה ביום 30.6.2009 (מיום י' אלול התשס"ט, 30.8.2009) (146)23.56

הבורסה לניירות ערך

"גיוס הון לפי סוגי ניירות הערך, 1993 עד 2007" הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב – יחידת המחקר (כ"ב טבת התשס"ח, 31.12.2007) (31)5.20
הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, דו"ח שנתי 2016 (64)6.23, (63)6.23
הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, החלטות דירקטוריון הבורסה מיום י"ב כסלו התשס"ח, 22.11.2007 (10)5.11
הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – גיוס הון 2016 (61)6.20
הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – החזקות הציבור בני"ע, דצמבר 2016, דצמבר 2015 (67)6.24
הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – סקירה שנתית 2016 (62)6.21
הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – סקירה שנתית, 2016 (66)6.24
הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב, סקירה שנתית 2001 (7)5.9
הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב, סקירה שנתית 2007 (8)5.9, (4)5.6, (2)5.2, (1)5.4
"הבורסה משרגת את חישוב מדדיה לסטנדרטים בינלאומיים" הבורסה לניירות ערך בתל-אביב – הודעה לעיתונות (מיום י"ד שבט התשס"ח, 21.1.2008) (10)5.11
"החזקות הציבור ובעלי ענין במניות", הבורסה לניירות ערך בתל-אביב – יחידת המחקר (דצמבר 2007) (11)5.11
"התפתחות מספר החברות הבורסאיות, 2007" הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב – יחידת המחקר (כ"ב טבת התשס"ח, 31.12.2007) (28)5.19, (26)5.19

פרסומים חשבונאיים

המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות, מסגרת מושגית לעריכת דוחות כספיים והצגתם (אוקטובר 2005) (15)4.5
המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות ממשלתיית תקן חשבונאות ממשלתי מספר 1 – הצגת דוחות כספיים (יוני 2016) (23)4.6
לשכת רואי חשבון בישראל גילוי דעת מס' 58, סעיף 4 (התשנ"ד-1994) (19)4.6
תקן חשבונאות מס' 29 של המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות (17)4.5

עיתונות

“*Marvel Falls into Clutches of Chapter 11*”, **L.A. TIMES** (Dec. 28, 1996) 7.64(125)

דו"חות

- 1997 REPORT OF THE NATIONAL BANKRUPTCY REVIEW COMMISSION, *Bankruptcy: The Next Twenty Years* 90 20.4(8), 21.11(26)
- A REPORT ON THE SUPPLY OF BANKING SERVICES BY CLEARING BANKS TO SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES WITHIN THE UK ¶ 1.16 (Presented to Parliament by the Secretary of State for Trade and Industry and the Chancellor of the Exchequer by Command of Her Majesty, March 2002) 15.32(90)
- BANKRUPTCY LAW REVISION: REPORT OF THE COMMITTEE ON THE JUDICIARY, TOGETHER WITH SEPARATE, SUPPLEMENTAL, AND SEPARATE ADDITIONAL VIEWS, TO ACCOMPANY H.R. 8200 No. 95-595 (1977) 12.30(61)
- Hulya Eraslan, Gizem Koşar, Wenli Li & Pierre-Daniel G. Sarte, *An Anatomy of U.S. Personal Bankruptcy Under Chapter 13*, FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK STAFF REPORT NO. 764 20.5(12)
- REPORT OF THE REVIEW COMMITTEE ON INSOLVENCY LAW AND PRACTICE (Cmnd. 8558, 1982) 4.58(189), 9.39(104), 13.6(16), 19.19, 16.50
- ¶ 107 16.35(106)
- ¶ 109 16.13(52)
- ¶ 1416 3.47(112), 19.18(59)
- ¶ 1535 15.32(90)
- ¶ 1553 13.9(27)
- ¶ 1619 17.20(42)
- ¶ 1645 17.17(34)
- ¶¶ 1410-1411 19.18(60)
- ¶¶ 1429-1433 19.29(97)
- ¶¶ 1530-1531 19.12(43)
- ¶¶ 1538-1549 16.50(149)
- ¶¶ 1557-1558 13.6(16)
- Report on the Treatment of the Insolvency of Natural Persons, INSOLVENCY AND CREDITOR/DEBTOR REGIMES TASK FORCE, THE WORLD BANK (2014) 3.73(163)
- THE LAW COMMISSION (LAW COM No 294), ANNUAL REPORT 2004/05, THE THIRTY-NINTH ANNUAL REPORT OF THE LAW COMMISSION 17.31(68)
- THE WORLD BANK REPORT ON NATURAL PERSON INSOLVENCIES (2012) 21.4(8)

ניירות עבודה

- Armour John & Cumming Douglas, *Bankruptcy Law and Entrepreneurship*, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, WORKING PAPER NO. 300 (March 2005) 12.65(157), (161)
- Ayotte Kenneth & Morrison Edward R., *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, COLUMBIA UNIVERSITY CENTER FOR LAW AND ECONOMICS STUDIES, RESEARCH PAPER SERIES NO. 321 (January 8, 2008) 1.5(13), 8.2(2)

- Baird Douglas G., *The Hidden Virtues of Chapter 11: An Overview of the Law and Economics of Financially Distressed Firms*, Chicago Working Papers in Law and Economics No. 43 (2nd Series, March 1997) 3.3(6), 22.13(41), 22.28(86), 23.2(2), 23.49(125)
- Beck Thorsten, Demigruç-Kunt Asli & Levine Ross, *Bank Concentration and Crises* (WORLD BANK POLICY RESEARCH PAPER NO. 3041, 2003) 22.16(58)
- Bonaccorsi di Patti Emilia & Dell'Arìccia Giovanni, *Bank Competition and Firm Creation*, INTERNATIONAL MONETARY FUND, WORKING PAPER WP/01/21 (2001) 5.15(16)
- Cetorelli Nicola & Peretto Pietro F., *Oligopoly Banking and Capital Accumulation*, FEDERAL RESERVE BANK OF CHICAGO, WORKING PAPER NO. 2000-12 (2000) 15(20)
- 3 COLLIER INTERNATIONAL BUSINESS INSOLVENCY GUIDE (Richard F. Broude et al. eds-in-chief, Aug. 2007) 7.13(24), 9.46(119)
- Eckbo B. Espen & Thorburn Karin S., *Overbidding vs. Fire-Sales in Bankruptcy Auctions* (March 2002), CEPR DISCUSSION PAPER No. 3240 22.8(21)
- Franks Julian & Sussman Oren, *The Cycle of Corporate Distress, Rescue and Dissolution* (IFA Working Paper 306, 2000) 16.7(28), 16.10(43), 16.13(52), (53), 16.15(58), 16.33(100), 16.37(110), 16.49(141)
- Kahan Marcel, *An Economic Analysis of Rights of First Refusal*, NEW YORK UNIVERSITY, CENTER FOR LAW AND BUSINESS, WORKING PAPER NO. 99-009 (June 1999) 24.26(71)
- Morrison Edward R., *Bargaining Around Bankruptcy: Small Business Workouts and State Law* (January 2008), COLUMBIA LAW AND ECONOMICS WORKING PAPER NO. 320 11.6(4), 11.13(20)
- Sharabany Ran, *Business Failures and Macroeconomic Risk Factors*, DISCUSSION PAPER 2004.06, BANK OF ISRAEL – RESEARCH DEPARTMENT (June 2004) 5.32(51)
- White Michelle J., *Bankruptcy Reform and Credit Cards* (July 2007), NBER WORKING PAPER NO. W132654.62(200)

מפתח עניינים

אג"חים (ראו גם: משקיעים מוסדיים)

23.69–23.62.....	אסיפות מקדימות של –
23.74 , 23.61–23.56	אסיפות סוג ומחזיקי אג"ח
6.22–6.20.....	בשוק ההון הישראלי
23.77–23.75 , 13.56–13.55	החזקת בעלי מניות
(6)2.7 , 2.7–2.6	החזקת משקיעים מוסדיים
6.17–6.16.....	ועדת אנדרון
6.12.....	ועדת חודק
23.40–23.38.....	חישוב הצבעת מחזיקי אג"ח
23.61–23.56 , (14)1.7.....	משך חיים ממוצע (מח"מ)
6.13.....	נאמן של סדרות –
6.11–6.10.....	נציגויות –

אחריות בעלי שליטה, ראו: בעלי שליטה

אחריות מוגבלת, ראו: בעלי מניות

אחריות נושאי משרה, ראו: נושאי משרה

אחריות נושים (83)8.35.....

איגוח, ראו: פיצול תאגידיים

איחוד דינוני, ראו: הליך חדלות פירעון

איחוד תיקים, ראו: הוצאה לפועל

איש פנים

13.12–13.11 , 13.9	ביטול העברת רכוש לידי
16.21.....	חוסר תקפות שעבוד לטובתו

אכיפה מינהלית..... 10.20–10.19

אנגליה, ראו: משפט אנגלי

אסיפות נושים

אסיפות סוג

23.74–23.70.....	אחרי תיקון מס' 19
23.69–23.51.....	לפני תיקון מס' 19

במשפט האמריקני.....	23.54 (136)
בעיית הסחטנות ו- החזקות צולבות	23.52, 23.50–23.44
בתוך בית השקעות.....	23.77 (190)
החזקת מניות ואג"חים	23.77–23.75
זיקה לכפייה על סוג מתנגד	23.48, 23.49–23.47 (119)
כמענה להעדפות מנוגדות	23.43
מחזיקי אג"חים	23.74, 23.69–23.62
משקיעים מוסדיים	23.69–23.62
נושים בעלי ערבות	23.72, 23.52
נושים לא-מובטחים	23.55–23.53
נושים מובטחים	23.52–23.51
סיווג לפי החלופה להצעה	23.55–23.54, 23.43
עניין כלכלי ייחודי כמצדיק סוג נפרד	23.85, 23.73–23.70
רוכשי דירות	23.55–23.54

אסיפות סוג, ראו: אסיפות נושים; תכנית הבראה

אפקט הדומינו.....	2.18 (19)
-------------------	-----------

ארצות-הברית, ראו: משפט אמריקני

אשראי דוקומנטרי, ראו: מכתב אשראי

בזכוז משאבי החברה, ראו: נושאי משרה

ביטוח

אחריות מקצועית

אחריות דירקטורים כלפי נושים	13.38, 8.44
היעדר כיסוי בגין העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך	13.34–13.28, 13.26, 13.1
	13.47–13.42, (110)13.42
עקרון השוויון כ-.....	15.10 (19)

ביטול חוזה (ראו גם: חוזה נמשך)

הגבלתו

בחקיקת חדלות פירעון.....	14.9 (13)
מכוח עקרון תום הלב	14.4 (26)
עיכוב הליכים ו- תכליתו	12.45, 12.42
כמגן מפני הפרות נוספות.....	14.6
כמרתיע מפני הפרה יעילה.....	14.7

ביטול פעולות, ראו: העברה לנושה בעת חדלות פירעון; העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך

ביקורת מוגברת, ראו: נושאי משרה

ביקורת שיפוטית, ראו: נושאי משרה

בית המגורים, ראו: הליך חדלות פירעון לבשר ודם

בית השקעות, ראו: משקיעים מוסדיים; אג"חים

בנקאות ריכוזית, ראו: שוק ההון בישראל; נשייה מרוכזת

בעיית הטרמפיסט (free riding)

8.55..... נשייה מרוכזת כמענה לה
 15.26, 15.24..... עקרון השוויון כמחריף אותה
 7.25..... פתיחת הליך חדלות פירעון ו-

בעיית נציג (ראו גם: העדפות מנוגדות)

23.12, 22.10, 22.5, (23)15.12, 14.36, 12.34, 9.40, 1.4..... בעלי מניות מול נושים
 22.10..... הנהלת החברה מול נושייה
 17.21, 14.31..... התנייה חוזית על חדלות פירעון

בעל תפקיד

4.28..... הממונה על חדלות פירעון
 (73)9.32..... והנהלה מחלצת
 9.52, 9.48..... כיושב-ראש הדירקטוריון
 4.30, 4.27..... כינוייו השונים
 10.15..... כשחקן חוזר
 (15)22.6, 9.33-9.32, 9.10-9.9..... כשירות לתפקיד
 10.16-10.15, 9.50, 9.12..... מועמדות
 מינוי

11.15, 9.20-9.15, 8.18-8.15..... כריכת עיכוב הליכים במינוי
 9.53-9.46..... שיקול דעת בית המשפט

סמכויות

14.12..... אימוץ חוזה נמשך
 16.42..... נטילת אשראי
 9.5..... הכרעה בתביעות חוב
 9.5..... ניהול תביעות בשם החייב
 (43)9.17..... צוות בעלי תפקידים
 (105)4.25..... שכר טרחה
 9.5-9.4..... תפקידו בהבראת חברה

בעלות מבוזרת, ראו: שליטה

בעלות מרוכזת, ראו: שליטה

בעלי מניות (ראו גם: בעלי שליטה)

12.64, (136)12.60.....אחריות מוגבלת כשמיטת חובות.....
 הבראת חברה

24.31–24.26.....זכות סירוב ראשון.....

(115)23.46, 23.43.....סיווגם באסיפות.....

24.47–24.44.....שמיטת חובות.....

24.31–24.30, 3.50, 2.31.....החברה כמפעל חיים בעבור –.....

19.25.....חבות אישית כלפי נושים נדיקים.....

24.47, 12.70–12.59, 3.51.....ערבות לחובות החברה.....

2.31–2.29.....שייכותם להליכי חדלות פירעון.....

בעלי שליטה

13.56–13.55.....דחיית פירעון אג"חים המוחזקים בידיהם.....

13.54–13.51.....דחיית פירעון הלוואות מאת –.....
 הבראת חברה

(115)23.46, 23.43.....סיווגם באסיפות.....

24.52–24.48.....פטור מאחריות לחובת הגינות ב-.....

דו"חות כספיים

(62)16.16, (53)16.13.....כתחליף לרישום שעבודים.....

(89)24.32, (62)16.16.....פרסומם בעת חדלות פירעון.....

דחיית חובות

13.56–13.55.....אג"חים בידי בעל שליטה.....

13.54–13.51.....הלוואת בעלים.....

(125)13.50.....המחאת זכות.....

13.57.....חוב כלפי שותף בשותפות.....

(120)13.44.....מכוח הסכם.....

16.21, (128)13.51.....שעבוד לטובת איש פנים.....

דיבידנד, ראו: חלוקה אסורה

דילמת עציר, ראו: תורת המשחקים

דין מרשה, ראו: דיני חדלות פירעון – התניה על

דין קדימה, ראו: חובות בדין קדימה

דיני חדלות פירעון

דיני חברות ו- 1.35–1.33.....

דיני חיובים ו- 1.30.....

דיני קניין ו- (19)3.9, 1.32–1.31

דיני שעבודים ו- 4.48–4.46.....

הגישה הכלכלית ל- 11.34, 11.30, 11.25–11.24, 3.68, 3.39–3.24

התניה חוזית עליהם 11.34, 11.30, 11.25–11.24, 3.68, 3.39–3.24

כדין מהותי 1.36.....

כדינים רב צדדיים 17.19, 14.45, 1.20–1.15

משפט חוקתי ו- 12.39–12.38, (48)12.22.....

סיווגם 3.15, 1.29.....

תחומי עיסוקם 1.28–1.26.....

תכליתם

הבטחת תעסוקה 3.44.....

הגנת בעלי מניות 24.31–24.30, 12.70–12.67, 3.52–3.50.....

יעילות כלכלית 3.28–3.24, 3.8–3.6.....

כמפגש בין ערכים חברתיים מתנגשים 24.25–24.23, 22.12, 3.66, 3.58

פירעון הוגן לנושים 3.42–3.43.....

שיקום החייב 1.48–1.44, 1.38.....

דיני חוזים, ראו: דיני חדלות פירעון

דיני חיובים, ראו: דיני חדלות פירעון

דיני קניין, ראו: דיני חדלות פירעון

דירוג אשראי 6.19–6.18.....

הבראת חברה (ראו גם: הבראה חיצונית; הבראה פנימית; פתיחת הליך חדלות פירעון על ידי החברה; תכנית הבראה)

אסיפות בעלי מניות 23.46, 23.43..... (115)

דחיית תשלומים כ- 1.43.....

הבראה חיצונית, מהי 22.10–22.7, 22.2

הבראה פנימית, מהי 22.3, 22.1

הגדרתה 4.22–4.21.....

הדגם החלופי של Adler 22.24, 22.21

הדגם החלופי של AHM 22.24–22.23, 22.20

הדגם החלופי של Bebhuk 22.26, 22.23–22.22, 22.19.....

הדגם החלופי של HLLM 22.25.....

הדגם החלופי של Roe 22.9..... (30)

היחס בינה לבין תכנית הבראה 4.22.....

12.37–12.36 ,3.39–3.36 הסכמת נושים מובטחים להליך
 היעדר חקיקה מספקת..... 4.23
 זכאות עובדים לגמלת המוסד לביטוח לאומי..... 19.35–19.30
 חלופות להליכים בבית המשפט 11.3
 כהליך הכולל הקפאת הליכים..... 4.22
 לעומת פירוק חברה..... 1.43–1.42
 ניצולה לרעה על ידי הנהלת החברה 3.20–3.19
 עיכוב הליכים כלפי נושים מובטחים 12.8–12.7
 פתיחת ההליך על ידי החייב..... 8.14–8.4
 פתיחת ההליך על ידי נושים 7.51–7.47
 שחקן חוזר בה (29)10.15

הבראה חיצונית

המשך תעסוקה כשיקול להעדפת הצעה 24.25–24.23
 העדפת ההצעה שאינה הגבוהה ביותר 24.31–24.16
 הצעה היוצרת הגבל עסקי 24.22–24.19
 כהערכת שווי מהימנה 22.9–22.8
 כשוללת שליטה מהנהלת החברה..... 22.10
 מהי 22.7 ,22.2
 מיומנות המציע כשיקול להעדפתו 24.18
 מימון רכישת השליטה..... 22.22 ,22.15
 מכירות חפוזות..... 22.14
 נשייה מרוכזת כמעוותת 22.16
 ערכים חברתיים ו- 24.25–24.24 ,22.12

הבראה פנימית

המשבר הפיננסי העולמי ו- 22.27 ,22.15 (52, 51)
 הערכת שווי כבסיס ל- 22.5–22.4
 מהי 22.3 ,22.1

הברחת נכסים ראו: העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך

הגבלים עסקיים..... 24.22–24.19 ,6.11

הגינות מלאה ראו: נושאי משרה

הגישה הכלכלית לדיני חדלות פירעון

דור הביניים..... 3.22–3.19
 הדור הראשון 3.11–3.6
 הדור השני..... 3.28–3.24
 התניה חוזית על דיני חדלות פירעון..... 11.34–11.32 ,11.31–11.29 ,11.25–11.24 ,3.68 ,3.36–3.24

3.11–3.10..... עקרון השווי היחסי של זכות

הגנת הולמת

12.21..... בחקיקה הישראלית
 12.31..... ביטוח כ-
 12.35–12.34..... הערכות שווי מוטות ו-
 12.37–12.36..... השפעה על פתיחת הליך של חדלות פירעון כ-
 12.38..... ייחוד לנושים מובטחים
 12.35–12.32..... יתרת שווי בבטוחה כ-
 12.39..... כממתנת העדפות מנוגדות
 12.21..... כמענה לעיכוב הליכים כלפי נושים מובטחים
 12.23–12.20..... מקור הסעד
 12.23–12.22..... משמעותה
 12.35, 12.31..... ערבות כ-
 16.46, 12.35..... שעבוד רחב היקף ו-
 12.31..... תשלום כסף כ-

הגנת המיעוט, ראו: אישור תכנית הבראה

ההלכה היהודית

(108)23.44..... סיווג נושים
 13.3, 1.18..... פריעת בעל חוב מצווה
 15.20–15.17, (41),(40)15.16..... שוויון בפירעון לנושים

הוכחת חוב, ראו: תביעת חוב

הוצאה לפועל

(46)4.16..... איחוד תיקים
 4.16..... חייב מוגבל באמצעים
 4.15..... כמובחנת מהליכי חדלות פירעון
 (10)12.5..... כפיפות לעיכוב הליכים
 12.11–12.10..... מימוש בטוחה ב-

הכונס הרשמי, ראו: הממונה על חדלות פירעון; מתווה הכונס הרשמי

הלוואת בעלים, ראו: בעלי שליטה; דחיית חובות

הליך חדלות פירעון

איחוד דיוני

(167)12.68..... בארצות-הברית ובקנדה
 12.70–12.67, 3.52..... של חברה ושל בעל-מניה-ערב

(46)22.14 , 1.25–1.24.....	התמשכותם על פני זמן
	חדלות פירעון
7.31–7.30 , 7.15–7.13.....	כעילה לפתיחה על ידי נושה
8.57.....	כתנאי לפתיחה על ידי החברה
24.34–24.32.....	מעמד רשויות המינהל ב-
3.14.....	ניצול לרעה של (forum shopping)–
	פתיחת ההליך
8.60 , 8.58 , 8.7.....	גילוי מידע
12.37–12.36.....	הסכמת הנושה כהגנה הולמת.....
11.27–11.26.....	הסכמת נושה באנגליה כתנאי לה
12.37–12.36 , 11.31–11.29 , 11.28.....	הסכמת נושה מובטח כתנאי לה
15.43.....	העדיפות המוחלטת כדוחה אותה
19.35.....	השפעת גמלת המוסד לביטוח לאומי עליה
11.25–11.24.....	התניה חוזית עליה
14.34.....	כהפרה צפויה של חוזה נמשך
8.20 , 7.23.....	נזקי הקדמתה
	פתיחת ההליך על ידי החייב
8.24.....	אחריות נושאי משרה להקדמתה
8.50–8.47 , 8.50–8.35 , 8.32.....	אחריות נושאי משרה להשהייתה
(2 , 3)8.2.....	במשפט האמריקני
8.27–8.26.....	החלפת ההנהלה כדוחה אותה
8.57.....	ייתור חדלות פירעון כתנאי לה
8.7–8.4.....	לפי סעיף 350 לחוק החברות.....
8.25.....	פיצול תאגידים כמונע אותה
8.31.....	שליטת ההנהלה כתמריץ לה
	פתיחת ההליך על ידי נושים
(62)7.32.....	במשפט האמריקני
7.51–7.47.....	הליך הבראה
7.43.....	הקבלתה לזכות עמידה בבג"ץ.....
7.46–7.37.....	חוב שנוי במחלוקת.....
12.37–12.36 , 7.39.....	חוסר תום לב
7.22 , 7.18.....	כאמצעי לאכיפת חיובים.....
7.44 , 7.32 , 7.30.....	מספר הנושים המבקשים כעילה ל-
7.32–7.30 , 7.15–7.11.....	עילות ל-
9.66 , 9.63 , 9.20–9.19 , 8.63 , 8.18–8.15.....	רתיעת השוק מפני שימוש בו

הליך חדלות פירעון לבשר ודם (ראו גם : שמיטת חובות)

12.65.....	הגבלת זכויות החייב במהלכו
20.13–20.6.....	הגנת בית המגורים
12.65.....	התמשכות ההליך
20.28–20.17.....	ועדת חריס

12.66.....	כאות קין
1.48–1.44.....	לעומת הליך חדלות פירעון לחברה
(4)21.2, 4.16	מבחן "התועלת לנושים" כתנאי לפתיחת ההליך
(72)13.27, (8)11.3	מעשה פשיטת רגל
(163)12.67	מ"קטיפה"
21.22–21.21, (10)20.5.....	מתווה הכונס הרשמי
	עיכוב הליכים
12.6–12.5.....	כלפי נושים לא-מובטחים
12.15–12.5.....	כלפי נושים מובטחים
20.5.....	פירעון מצטבר לנושים
(37)4.14	פשיטת רגל
12.66–12.65.....	רתיעת חייבים מפניו

הממונה על חדלות פירעון

10.20–10.19.....	אכיפה מינהלית
4.28.....	מינויו כבעל תפקיד
10.18–10.14.....	פיקוח על בעלי תפקיד

(73)9.32.....	הנהלה מחלצת (turnaround management)
---------------	-------------------------------------

הסדר מחוץ לבית המשפט, ראו: תכנית הבראה; משא ומתן מוגן

הסדר נושים, ראו: תכנית הבראה

העברה לנושה בעת חדלות פירעון

13.9.....	איש פנים כנושה
(22)14.13	ביטול חוזה מחמת הפרתו ו-
14.10.....	ביטול שעבוד שוטף קבוע
13.2.....	הבחנתה מהעברת רכוש בלא תמורה שוות ערך
13.25, 13.15–13.14	המחאת זכות לנושה מובטח ביתר כ-
13.6–13.5.....	חדלות פירעון כיסוד בעלת -
	יסוד בלתי ענייני
13.12.....	אופן הגבייה מצד הנושה
13.12.....	כוונת החייב
13.9.....	יצירת שעבוד צף כ-
13.17–13.16.....	כמיטיבה עם ערב
13.3–13.2.....	כעיכוב הליכים בדיעבד
13.12–13.10.....	מבחן התנהגותי או תוצאתי
13.12.....	מבחן מודעות הנושה כתנאי לביטולה
13.25–13.24, 13.15–13.14	רכישת זכות קיזוז כ-
13.2.....	תכלית העילה

13.23, 13.13–13.12, 13.8–13.7..... תקופת הזמן לייחוס לאחור

העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך

13.39–13.38..... אחריות נושאי משרה בגינה
 13.1..... הבחנתה מהעברה לנושה בעת חדלות פירעון
 (82)13.31..... העברה בתום לב
 13.40..... היעדר כיסוי ביטוחי לאחירות נושאי משרה
 13.37..... הרמת מסך כחלופה לה
 13.32–13.31..... חדלות פירעון כיסוד בעילת –
 13.36, 13.2..... חלוקה אסורה כמקרה פרטי של –
 13.27..... יסודות עילת הביטול
 13.32..... נטל השכנוע בדבר חדלות פירעון
 13.43–13.33..... תחולה (גם) בהליך חדלות פירעון של חברה
 13.26..... תכלית הביטול
 13.30–13.29..... תקופת הזמן לייחוס לאחור

העדפות מוגדרות

23.12, 22.10, 22.5, (23)15.12, 14.36, 12.34, 9.40, 8.44, 7.60, 1.4..... בעלי מניות מול נושים
 22.21–22.17..... הצעות להאחדת ההעדפות
 1.10–1.3..... כללי
 1.4..... מחזיקי אופציות
 23.52, 3.30..... נושה בעל ערבות מול נושים אחרים
 23.73, 23.12–23.11, (43)22.14, 12.15–12.9, 11.30, 1.6–1.5..... נושים מובטחים מול נושים לא-מובטחים
 1.7..... נשייה מרוכזת מול נשייה מבוזרת
 (181)23.73..... ספקים מול נושים כספיים
 15.23–15.22, 15.12..... עקרון השוויון כמפחית אותן

העדפת מרמה ראו: העברה לנושה בעת חדלות פירעון

העדפת נושים ראו: העברה לנושה בעת חדלות פירעון

הענקה ראו: העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך

הערכת שווי

23.2, 22.9–22.8..... הבראה חיצונית
 12.34..... הטייתה לטובת צד מעוניין
 12.35–12.34..... היפוך עמדות כממתן הטיות
 22.5–22.4..... כבסיס להבראה פנימית
 23.49..... כפייה על קבוצה מתנגדת
 (1)1.2..... מבחנים חשבונאיים
 23.10–23.8..... מסירתה להכרעה שיפוטית

22.6..... על ידי גורם בלתי מעוניין

הערת אזהרה

14.47..... כחווה מכביד

(14)16.2 כשעבוד

הפטור, ראו: שמיטת חובות

הפרה יעילה

14.43..... אכיפה כמענה לה

14.7..... ביטול חוזה כמרתיע מפניה

14.34..... הפרה צפויה

הפרת חוזה (ראו גם: חוזה נמשך)

(15)14.10 אשם תורם מצד הנפגע

14.13..... חדלות פירעון כהפרה מאונס

הצבעה, ראו: אישור תכנית הבראה

הצעות רכש

(79)9.34, (128)8.50 תגובת נושאי משרה ל-

(2)9.2 Chapter 11 כ"גלולת רעל"

הצעת Adler, ראו: הבראת חברה

הצעת AHM, ראו: הבראת חברה

הצעת Bebehuk, ראו: הבראת חברה

הצעת HLLM, ראו: הבראת חברה

הצעת Roe, ראו: הבראת חברה

הקפאת הליכים, ראו: עיכוב הליכים; פתיחת הליך חדלות פירעון

הרמת מסך

13.55–13.51..... דחיית חובות ו-

13.37..... כחלופה להעברת רכוש בלא תמורה שוות ערך

13.37..... העברת נכס לידי חברה-בת

(118)8.43 הקמת סדרתית של חברות

4.49..... כסעד בחדלות פירעון

2.31–2.2, 1.5–1.3 **השקנים המשתתפים**

השקעות חסר

15.40..... עקרון העדיפות המוחלטת
 9.30..... שליטת ההנהלה בהליך חדלות פירעון

השקעות יתר

12.63–12.62..... ערבות כמענה להן
 9.31–9.30..... שליטת ההנהלה בהליך חדלות פירעון
 14.37–14.36..... תנאי מפסיק בחוזה כמרתיע מפניהן

התחייבות לשיפוי

12.71..... הבחנתה מערכות
 12.76–12.75..... הרחבת עיכוב הליכים כלפיה
 12.72..... לטובת רוכשי דירות
 12.74–12.73..... מימושה כפוגע בהליך הבראה

התמחרות, ראו: הבראה חיצונית

ועדת אנדרון

אי פירעון חוב

9.54, 8.34 חיוב הנושים לפנות לבית המשפט
 9.54, 8.49 כמחייב מינוי בעל תפקיד
 8.34–8.33 כמחייב נטילת השליטה בחברה
 6.17–6.16 הרקע להקמתה
 (78)8.34 כמעודדת מכירת נכסי החברה בלחץ

6.12 **ועדת חודק**

4.35–4.34 **ועדת לוין**

24.31–24.26 **זכות סירוב ראשון של בעלי מניות**

7.43 **זכות עמידה בבג"ץ**

14.47–14.46 **זכות קניינית**

16.34 **זקיפת תשלומים**

חברה לתועלת הציבור, ראו: מלכ"ר

חדלות פירעון

13.6, 7.15, 4.5 המבחן המאזני

13.6, 7.14–7.13, 4.6 המבחן התזרימי

13.6–13.5 העברה לנושה בעת חדלות פירעון

13.49–13.26 העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך

1.23–1.22, 1.2 חוסר ודאות בדבר קיומה

14.13 כהפרת חוזה מאונס

4.4–4.3 כמצב כלכלי

15.8 כתאונה כלכלית

14.41–14.30 כתנאי מפסיק בחוזה

חובות אבודים

חובות בדין קדימה (ראו גם: עדיפות פירעון)

19.21–19.19 במשפט האנגלי

19.36, 19.29, 19.18–19.15 הצעה לביטולם

19.14–19.12 ומעגל עדיפויות

19.36, 19.9 לטובת המוסד לביטוח לאומי בגין גמלה ששולמה

(18)19.6 לטובת משכיר מקרקעין

19.18–19.15, 19.6 לטובת רשויות השלטון

15.5–15.4 מהם

15.4 עדיפות נושים מובטחים עליהם

15.4 עדיפות על נושים לא-מובטחים

19.11, 16.7, (8)15.4 עדיפות על שעבוד צף

19.6 שכר עבודה ופיצויי פיטורים

חוזה מכביד

14.45 דרישת אישור בית משפט לויתור עליהם

14.47 הערת אזהרה כ-

14.45–14.44 ויתור עליו

14.44 זכות הנפגע מויתור לפיצויים

14.47–14.46 חסינות זכות קניינית מפני ויתור כ-

חוזה נמשך (ראו גם: ביטול חוזה; הפרת חוזה; חוזה מכביד)

24.34–24.33 ביטול רישיון מינהלי

ביטול

(22)14.13 כהעברה לנושה בעת חדלות פירעון

(13)14.9 כמפחית יעילות של הליך חדלות פירעון

14.22–14.16, 14.15–14.14 סיוג בחדלות פירעון

14.22 (הצעה ל)עדיפות לנפגע מהפרת חוזה לאחר אימוצו

14.32–14.30 חדלות פירעון כתנאי מפסיק

14.9–14.8.....	חשיבותו להבראת חברה.....
14.18.....	כחווה הניתן להפרדה לחלקים.....
14.1.....	מהו.....
(19)14.12.....	ערוכות להמשך קיומו.....
14.12.....	קיומו על ידי בעל תפקיד.....

חוק הסכמים בנכסים פיננסיים

18.20–18.19.....	קיוויו לפיו.....
14.41–14.40.....	תנאי מפסיק בחווה.....

7.73 ,6.15.....	חוק הריכוזיות
-----------------	----------------------------

12.38 ,(47)12.22.....	חוקה
-----------------------	-------------------

7.12.....	חזקת חדלות פירעון
-----------	--------------------------------

חייב מוגבל באמצעים ראו : הוצאה לפועל

חלוקה אסורה

(93)13.36.....	אחריות דירקטורים בגינה.....
(91)13.36.....	הגנת בעל מניות מקרב הציבור.....
13.36 ,13.1.....	כמקרה פרטי של העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך.....

חקיקת חדלות פירעון

4.51–4.50.....	השלמת חסרים על ידי בתי המשפט.....
4.35–4.34.....	ועדת לוין.....
4.46.....	חוק המקרקעין.....
4.48–4.47.....	חוק המשכון.....
4.36.....	סעיף 350 לחוק החברות.....
4.51–4.50.....	פערי החקיקה בין החוקים השונים.....
4.36 ,4.32.....	פקודת החברות.....
4.38 ,4.36 ,4.32.....	פקודת פשיטת הרגל.....
4.35.....	תיקון מס' 10 לפקודת החברות.....

חריג החברה הכושלת, ראו : הגבלים עסקיים

חשבונאות

(15)4.5.....	הצגה בערכים היסטוריים.....
(17)4.5.....	תקן הדיווח הכספי הבינלאומי (IFRS).....

טובת החברה

2.27..... המשך קיום החברה

1.10..... העדפות מנוגדות

8.24 , 3.55..... לעומת טובת בעלי המניות

ייחוס לאחור, ראו: העברה לנושה בעת חדלות פירעון; העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך

16.52 , 15.29 , 3.32..... **ייקור האשראי במשק**

כינוס נכסים

4.24..... בתקנות סדר הדין האזרחי

4.26–4.25..... זיקתו לחדלות פירעון

4.25..... כהליך למימוש שעבוד צף

4.24..... כהליך למימוש שעבוד קבוע

4.25..... כונס-מפעיל, מהו

כלל שיקול הדעת העסקי

8.50 , 8.41 , (100)8.39..... אחריות נושאי משרה בעת חדלות פירעון

10.29–10.26 , 10.24..... החלתו על בעל תפקיד

מומחה להסדרי אג"ח

7.76–7.71..... חובת מינויו

7.76–7.73..... ספקות בדבר נחיצותו

7.73..... תנאי כשירותו

7.71..... תפקידו

מחזיקי אג"ח, ראו: אג"חים; תכנית הבראה

מידע

7.30–7.29 , 7.19..... הוכחת חדלות פירעון ו-1

16.17–16.13..... מרשם שעבודים כאמצעי מוגבל למידע

12.70 , 12.63..... ערבות כתחליף לו

מימון, ראו: עסקים קטנים ובינוניים; שוק ההון בישראל

מימון הליך הבראה

11.41–11.37..... כאמצעי שליטה

11.41–11.40..... שוק ההון בישראל

16.46–16.42..... שעבוד רחב היקף

מכירה פומבית, ראו: הבראה חיצונית

מכתב אשראי (184)12.76

מלכ"ר (84)24.30

מממן רכישת נכס 16.41–16.40, (10)15.5

מנהל מיוחד, ראו: בעל תפקיד

מסים, ראו: רשויות השלטון

מעגל עדיפויות..... 19.14–19.12

מפרק, ראו: בעל תפקיד

מקורות האשראי בישראל, ראו: שוק ההון בישראל

מרוץ גבייה

חסרונותיו 1.13

עיכוב הליכים כמענה לו 12.4

משא ומתן

בהבראה פנימית..... 22.13, 22.6–22.3

תכנית הבראה מחוץ לבית המשפט 11.36–11.32, 11.17–11.14, 11.7–11.4

משא ומתן מוגן

כהליך חדלות פירעון בשליטת ההנהלה 11.16–11.15, 9.61, 9.59, 9.56

כמתאים לחברות החזקות בלבד 9.63

כתולדה של ועדת אנדורן 9.56

מהו 9.59–9.56

מינוי נציג נושים ב- 9.56

עיכוב הליכים חלקי ב- 12.55–12.54, (151)9.60, 9.58

פקיעתו 9.62, 9.60, 9.58

פתיחתו 9.57

משחק סכום אפס, ראו: תורת המשחקים

משכון מוסווה, ראו: ספקים

משפט אמריקני (ראו גם: Chapter 11).....

אחריות נושאי משרה בעת חדלות פירעון..... 8.41–8.39

איחוד דינוני של הליכי חדלות פירעון..... (167)12.68

דין פדרלי מול דין מדינתי 3.18

דיני חדלות פירעון והחוקה	12.22 (48)
הבראת חברה (Chapter 11)	4.64
הליך מימוש נכסים (Chapter 7)	4.64
הסדר חובות של בשר ודם (Chapter 13)	4.64
חקיקת חדלות פירעון	4.65–4.59
סעד ההגנה ההולמת	12.22
עיכוב הליכים	12.16
פתיחת הליך חדלות פירעון	
על ידי החייב	8.2 (3, 2)
על ידי נושים	7.32, 7.13 (62)
תיקון הפרת חוזה נמשך כתנאי להמשך קיומו	14.19 (42)
תניית שיור בעלות	17.29
Bankruptcy – משמעות המונח	4.60

משפט אנגלי

אחריות נושאי משרה ל-Wrongful Trading	8.37–8.38, 8.54
ביטול דין קדימה לטובת רשויות השלטון	19.19
הבראה של חברות קטנות	9.24
הסכמת נושה כתנאי לפתיחת הליך חדלות פירעון	11.27
ועדת Cork	16.35, 9.39, 4.58, 19.19
חקיקת חדלות פירעון	4.58
תניית שיור בעלות	17.31–17.30, 17.27

משפט גרמני	7.51, 4.74–4.69
------------	-----------------

משפט עברי, ראו: ההלכה היהודית

משקיעים מוסדיים (ראו גם: אג"חים)

בשוק ההון הישראלי	6.25–6.20, 5.19–5.16
החזקות צולבות	
בתוך בית השקעות	23.77 (190)
החזקת מניות ואג"חים	23.77–23.75
סיווגם באסיפות נושים	23.69–23.62

משקיף

מינויו לדירקטוריון	
מטעם בית המשפט	7.57–7.53
מטעם הנושים	9.56, 9.50

מתווה הכונס הרשמי	21.21–21.12, (10)20.5
-------------------	-----------------------

נאמן, ראו: בעל תפקיד

נאמן לסדרת אג"ח, ראו: אג"חים

נושאי משרה

אחריות אישית

8.41–8.39.....	בעת חדלות פירעון בארצות-הברית
8.61 ,8.50–8.42.....	בעת חדלות פירעון בישראל
7.22.....	כאמצעי לאכיפת חיובים
8.54 ,8.38–8.37.....	ל-Wrongful Trading באנגליה
13.39.....	לכזבוז משאבי החברה
13.38 ,13.36.....	להעברת רכוש בלא תמורה שוות ערך
(93)13.36.....	לחלוקה אסורה
13.38 ,8.43.....	לניהול עסקי חברה בתרמית
8.61 ,8.50–8.42.....	לפתיחה מאוחרת של הליך חדלות פירעון
8.24.....	לפתיחה מוקדמת של הליך הבראה
	ביקורת שיפוטית
8.61 ,8.50–8.49 ,8.41 ,(100)8.39.....	כלל שיקול הדעת העסקי
(128)8.50.....	מבחן הביקורת המוגברת
(128)8.50.....	מבחן ההגינות המלאה
9.37.....	החלפת נאמנות
	החלפתם
9.41–9.27 ,9.7–9.4.....	בעת חדלות פירעון
9.29.....	עובר להליך חדלות פירעון
9.30.....	השקעות חסר ו-
9.31–9.30.....	השקעות יתר ו-
9.24–9.21.....	כשולטים בהליך הבראה
9.50 ,8.25.....	מינויים על ידי נושה
	תכנית הבראה
24.50–24.48.....	פטור מאחריות לחובת אמונים
24.50–24.48.....	פטור מאחריות לחובת זהירות

נושה מובטח בחסר, ראו: נושים מובטחים

נושה מובטח ביתר, ראו: נושים מובטחים

נושים בעל כורחם, ראו: נושים נזיקיים; רשויות השלטון; עובדים

נושים לא-מובטחים

15.4.....	מיהם
19.3.....	נושים נזיקיים כ-

14.45–14.44	נפגע מוויתור על חוזה מכביד כ- סיווגם כאסיפת נושים
23.72	בחוק חדלות פירעון
23.55–23.53	לפני תיקון מס' 19 לחוק החברות עדיפות
15.4	של חובות בדין קדימה עליהם
15.4	של נושים מובטחים עליהם
15.42	עקרון העדיפות המוחלטת כמחצין סיכונים אליהם

נושים לא-רצוניים, ראו: נושים נזיקיים; רשויות השלטון

נושים מובטחים (ראו גם: שעבוד; עיכון)

1.6	אורך נשימה כלכלי. אסיפות נושים
23.73	סיווג נושה מובטח בחסר
23.71–23.70, 23.52–23.51	סיווגם לצורך
16.1, 15.4, (12)12.6	הגדרתם הליך הבראה
(22)12.9, 11.28–11.26	הסכמתם כתנאי לפתיחתו
(78)12.34	כדאיות עבורם העדפות מנוגדות
1.5	הטיה לעבר מימוש נכסים
12.12–12.9, 11.30, 1.6–1.5	לעומת נושים לא-מובטחים
22.15	מימון הבראה על ידי נושה מובטח ביתר מימוש בטוחה
(24)12.10	בהוצאה לפועל
12.15, 12.12–12.10	בידי נושה מובטח בחסר
(43)22.14, 12.15, 12.12–12.10	בידי נושה מובטח ביתר
12.15, (13)12.6	על ידי בעל תפקיד
16.53–16.47, (170)12.70	עדיפותם החלקית עדיפותם
15.4	על חובות בדין קדימה
15.4	על נושים לא-מובטחים
16.26–16.22, 16.3, 15.5	עדיפות פנימית ביניהם עיכון הליכים
12.15–12.13, 12.8, 12.6	אי תחולה בהליכי מימוש
12.28–12.26, 12.24	הגנה הולמת כסעד בשל –
12.15, 12.12	החלה כלפי נושה מובטח ביתר
12.15–12.13, 12.7, 4.47	תחולה בהבראה

נושים נזיקיים

הגדרתם 19.24, 19.1 (77)

(הצעה ל) חבות אישית של בעלי מניות כלפיהם 19.25

(הצעה ל) עדיפותם על נושים רצוניים 19.26

(הצעה ל) עדיפות חלקית של נושים מובטחים 19.27

כנושים לא-מובטחים 19.3

עיון במרשם השעבודים 16.15

עקרון העדיפות המוחלטת כפוגע בהם 19.24-19.23

ניגודי אינטרסים, ראו: העדפות מנוגדות

ניירות ערך ונגזרים, ראו: חוק הסכמים בנכסים פיננסיים

ניכויים במקור

דמי ביטוח לאומי 19.39

מס הכנסה 19.39, 19.21, 19.6

נכס מכביד, ראו: חוזה מכביד; חוזה נמשך

נכסים עתידיים

כמקור לפירעון חובות 20.5-20.4

תחולת שעבוד צף עליהם 16.6

נשייה מבוזרת 11.10

נשייה מרוכזת

דרישת ערבויות מבעלי מניות ו- (147)12.63

כמעוותת הבראה חיצונית 22.16

כמענה לבעיית ה"טרמפיסט" 8.55

עקרון העדיפות המוחלטת 16.16, 15.46, 15.33-15.32

שעבוד רחב היקף ו- 16.30

סטיגמה, ראו: הליך חדלות פירעון לבשר ודם – אות קין

סיווג נושים, ראו: אסיפות נושים; תכנית הבראה; אישור תכנית הבראה

סעד ההערכה (21)24.6

ספקים

היזקקותם למרשם השעבודים 17.34, 17.14-17.13, 16.15

(הצעה ל) עדיפות חלקית של נושים מובטחים 17.37-17.36, 17.34

(הצעה ל) עדיפותם על שעבוד צף 17.35-17.34

2.18.....	התמוטטות ספק מרכזי.....
	תניית שיור בעלות
17.22–17.19.....	כהתניה חוזית על דיני חדלות פירעון.....
17.9.....	כמשכון מוסווה.....
17.31–17.27.....	משפט משווה.....
17.51, 12.23.....	עיכוב הליכים כלפיה.....
17.22–17.17.....	פרשנותה החוזית.....
17.14–17.13, (5)17.4.....	רישומה כשעבוד.....
17.26–17.24, 17.11–17.8.....	תוקפה בישראל.....
(7)17.7.....	תקנת השוק ו –

ספקים חיוניים, ראו: חוזה נמשך

עדיפות חלקית, ראו: שעבוד רחב היקף

עדיפות מוחלטת, ראו: עקרון העדיפות המוחלטת

עובדים

19.44, 19.35–19.30, 19.29, 19.9, (34)3.14.....	זכאותם לגמלת המוסד לביטוח לאומי.....
	חוב בדין קדימה
19.29.....	(הצעה ל)ביטולו.....
19.45, 19.29, 19.8.....	שכר עבודה ופיצויי פיטורים.....
3.46–3.44, 2.17–2.14.....	רצונם בהמשך תעסוקה אצל החייב.....
24.24–24.23, 23.3–23.2, 3.69.....	תכנית הבראה המתחשבת בהם.....

עיכובן (ראו גם: נושים מובטחים)

17.58–17.55.....	(והצעה ל)שעבוד רחב היקף.....
17.45–17.44.....	יציר החקיקה.....
17.46.....	כנושה מובטח.....
17.45.....	כסעד עצמי.....
(94)17.45.....	לטובת רשויות השלטון.....
(96)17.45.....	מימושו.....
	עדיפות
17.54–17.51.....	לטובת נפגע מהפרת חוזה.....
17.50–17.47.....	לטובת קבלן.....
(93)17.45.....	עיכובן הסכמי.....
12.52, 12.42–12.41.....	תחולת עיכוב הליכים כלפי –

עיכוב הליכים

12.57–12.53.....	במשא ומתן מוגן.....
12.16.....	במשפט האמריקני.....

12.17.....	במשפט האנגלי
12.28–12.26 , 12.23–12.20	הגנה הולמת כמענה לו
	הליך הוצאה לפועל
(10)12.5	תחולה כלפי –
(30)13.11 , 13.2.....	העברה לנושה בעת חדלות פירעון ו-
12.7.....	הקפאת הליכים כמקרה פרטי של –
	הרחבתו
24.47 , 12.70–12.67	כלפי בעל-מניה-ערב
12.76–12.71.....	כלפי התחייבות לשיפוי בנקאית
(184)12.76	כלפי מכתב אשראי
11.25.....	התניה חוזית עליו
12.52 , 12.50 , 12.45 , 12.42–12.41	זכות לביטול חוזה
12.52 , 12.46 , 12.42–12.41.....	זכות עיכבון
12.52 , 12.44–12.43 , 12.42–12.41.....	זכות קיזוז
12.15–12.13.....	כלפי נושה מובטח בחסר
12.15–12.9.....	כלפי נושה מובטח ביתר
12.15–12.4.....	כלפי נושים מובטחים
15.23 , 12.4	כמענה לתחרות גבייה
12.1 , 4.22.....	כסעד ראשוני בהליך חדלות פירעון
11.15 , 9.20–9.15 , 8.18–8.15	כריכתו במינוי בעל תפקיד
12.2.....	מועד פקיעתו
9.66 , 9.63 , 9.20–9.19 , 8.63 , 8.18–8.15	רתיעת השוק מפניו
12.4.....	תכליות הסעד
12.52–12.51 , 12.47 , 12.42–12.41.....	תניית שיור בעלות ו-
(10)12.5 , 1.17	עיקול

עקרונות העדיפות המוחלטת

15.45.....	גיוון סיכונים
19.23 , 16.32 , 15.42.....	החצנת סיכונים ו-
16.33–16.30.....	חסרונותיו ביחס לשעבוד רחב היקף
	יישום בתכנית הבראה
24.11–24.9 , 24.7–24.6	הוגנת וצודקת, אימתי
24.42 , 24.14–24.12 , (1)23.2	חריג הערך החדש
22.13.....	סטייה ממנו ב-Chapter 11
16.30 , 15.40	כגורם להשקעות חסר
15.35.....	כמונע מימון יתר
19.24–19.22.....	נושים נזיקיים
16.16 , 15.33–15.32	נשייה מרוכזת
15.41 , 15.36–15.31	פיקוח על התנהגות החייב

פיקוח של הנושים

15.26..... בעת הליך חדלות פירעון

16.31 , 15.41 , 15.36 , 15.34–15.31 עובר לחדלות פירעון.....

15.43..... פתיחת הליך של חדלות פירעון

19.24 , 16.33 , 15.48 , 15.45 שיקולי צדק

עקרון השוויון

15.18–15.17 , (41 , 40)15.16 בהלכה היהודית.....

(20)15.11 כביטוח לנושים.....

15.13–15.8..... כהסכמה משוערת של הנושים

15.26 , 15.24 כמחריף את בעיית ה"טרמפיסט"

15.12..... כמפחית ניגודי עניינים בין נושים

15.14..... כפירעון צודק

15.15..... כפירעון שיורי

19.27 , 17.58 , 17.36–17.35 , 17.34 עדיפות חלקית לנושים מובטחים

15.16..... שוויון באחוז הפירעון

15.20–15.17 שיטת פרופסור אומן.....

עמותה, ראו: מלכ"ר

עסקים קטנים ובינוניים (SMEs)

5.29–5.28..... הרשות לעסקים קטנים ובינוניים בישראל

5.29–5.23..... מימון.....

5.32–5.30..... סיכויי הישרדותם

24.47 , 12.70–12.62 , 12.60–12.59 , 10.39–10.37 , 3.52–3.51..... ערבות אישית של בעלי מניות.....

ערבות

23.52..... אסיפות נושים

בעלי מניות

12.59 , 3.51 בעסקים קטנים ובינוניים.....

12.70–12.59..... וחדלות פירעון שלהם

24.47..... שמיטת חובות לטובתם

(53)16.13 דיווחה בדוחות כספיים.....

(173)12.71 הבחנתה מהתחייבות לשיפוי

13.17–13.16..... העברה לנושה בעת חדלות פירעון

12.62–12.61..... כמענה להשקעות יתר

12.70 , 12.63 כתחליף לאיסוף מידע על חייב

ערבות עצמאית, ראו: התחייבות לשיפוי

ערך חדש, ראו: אישור תכנית הבראה; עקרון העדיפות המוחלטת; שמיטת חובות

ערכים חברתיים, ראו: תכלית דיני חדלות פירעון

פיצויי פיטורים, ראו: עובדים

פיצול תאגידים

איגוח	.....	6.1(1), 8.25(52)
אמצעי משלים לדיני חדלות פירעון	.....	11.23
יתרונות לעומת	.....
הסדר מחוץ לבית המשפט	.....	11.22
שעבוד נכסים	.....	8.25(53)
מניעת הקדמה של הליך הבראה	.....	11.21, 8.25

פירוק (ראו גם: הליך חדלות פירעון)

הגדרתו	.....	4.18-4.20
לעומת הבראת חברה	.....	1.42-1.43
מימוש נכסים כ-	.....	4.19
עיכוב הליכים	.....
כלפי נושים לא-מובטחים	.....	12.5-12.6
כלפי נושים מובטחים	.....	12.5-12.15

פירוק מרצון

פירעון חובות, ראו: חובות בדין קדימה; מעגל עדיפויות; נושים לא-מובטחים; נושים מובטחים; נושים נויקיים; ספקים; עיכוב; עקרון העדיפות החלקית; עקרון העדיפות המוחלטת; עקרון השוויון; קיזוז; תניית שיוך בעלות

פעולה קיבוצית, ראו: בעיית הטרימפיסט

פרופ' אומן, ראו: עקרון השוויון

פריעת בעל חוב מצווה

.....	1.18, 8.23, 13.3
-------	------------------

פרשנות שיפוטית

בעידן חוק חדלות פירעון	.....	4.52-4.55
עובר לחוק חדלות פירעון	.....	4.50-4.51

פשיטת רגל, ראו: הליך חדלות פירעון לבשר ודם

פתיחת הליך חדלות פירעון, ראו: הליך חדלות פירעון

צו הקפאת הליכים, ראו: עיכוב הליכים

צו לפתיחת הליכים, ראו: הליך חדלות פירעון

צילו של הדין

11.24, 11.19	אישור תכנית הבראה מחוץ לבית המשפט
23.49.....	אישור תכנית הבראה בבית המשפט
(61)11.24	Chapter 11

קופות גמל, ראו: משקיעים מוסדיים; אג"חים

קיוזו

18.6–18.3.....	הדין שקדם לחוק חדלות פירעון
18.17–18.16, 18.9.....	הלכת השורה התחתונה
18.18–18.16.....	(הצעה ל)ייחודו לטובת מוסדות כספיים
18.3, 1.16.....	כזכות מהותית
18.15–18.13, 18.8.....	כפירעון צודק
18.18, 18.11.....	כתחליף לשעבוד
18.4.....	לפי חוק החוזים (חלק כללי)
18.20–18.19.....	לפי חוק הסכמים בנכסים פיננסיים
18.27–18.21.....	לפי חוק חדלות פירעון
12.44–12.41.....	עיכוב הליכים
18.4.....	קיוזו הסכמי
13.25–13.24, 13.15–13.14.....	רכישת הזכות באמצעות המחאת זכות

קניין, ראו: דיני חדלות פירעון; שעבוד

קרנות פנסיה, ראו: משקיעים מוסדיים; אג"חים

ריכוזיות, ראו: חוק הריכוזיות

רשויות השלטון

24.42–24.35.....	ביטול רישיון בהליך חדלות פירעון
24.42–24.32.....	סמכויות בהליך חדלות פירעון
19.21–19.15, 19.8.....	חובות בדין קדימה לטובתן
(94)17.45.....	עיכובן לטובתן
2.20.....	שימור משאבים חיוניים
2.14.....	שימור תעסוקת עובדי החייב
19.5, (21)16.5.....	שעבוד לטובתן

שוויון, ראו: עקרון השוויון

שוק ההון בישראל

5.19–5.16..... אשראי חוץ-בנקאי

6.25, 5.15–5.14..... בנקאות ריכוזית

6.17–6.16..... ועדת אנדרון

5.13..... ועדת בכר

6.12..... ועדת חודק

6.15..... חוק הריכוזיות

9.43, 6.24, 5.12–5.7..... מבנה הבעלות במניות

11.41..... מימון הליך הבראה

6.25, 5.27–5.26, 5.19–5.14..... מקורות האשראי במשק

6.23–6.21, 5.21–5.20, 5.18–5.17..... שוק אגרות החוב

6.19–6.9..... תמורות בעקבות המשבר הפיננסי העולמי

שורה תחתונה, ראו: הלכת השורה התחתונה

13.57..... שותפות

שחקן חוזר

10.15..... בעל תפקיד כ-

(29)10.15..... חברה בהבראה ו-

(9)17.7..... כממתן הפרות חוזה רצונית

2.20..... שירותים חיוניים, שימורם

שכר טרחה, ראו: בעל תפקיד

שכר עבודה, ראו: עובדים

שליטה

10.29–10.23..... אחריות אישית של השולט בהליך
בהליך הבראה

9.24..... באנגליה

9.24..... בגרמניה

9.24..... בקנדה

9.23–9.21, 8.31, 8.27..... בארצות-הברית

22.10..... בהבראה חיצונית

(97)9.39, 9.37..... ובעלות מבוזרת

9.38..... ובעלות מרוכזת

9.41–9.40..... ומבנה הנשייה בחייב

9.53–9.46..... שיקול דעת בית המשפט בקביעתה

24.13.....	כערך חדש בתכנית הבראה
11.41–11.37.....	מימון הליכי הבראה כאמצעי
9.8	מנהלים המתמחים בהבראה (CROs)
9.45 , 9.35	סוג הליך חדלות הפירעון שיינקט
9.34 , 8.31–8.30 , 7.27	פתיחת הליך חדלות פירעון
16.8.....	שעבוד צף כאמצעי –

שמיטת חובות

לחייב בשר ודם

21.34–21.33.....	אי גילוי מידע כמגביל –
21.11–21.10.....	במשפט המשווה
21.32–21.30.....	התנהגות בלתי מוסרית כמגבילה –
21.29–21.25.....	התנהגות פלילית כמגבילה –
21.36–21.35.....	חוסר תום לב
21.8 , 21.2.....	כ"פתיחת דף חדש"
21.1.....	כתכלית חוק חדלות פירעון
21.21–21.12 , (10)20.5.....	מתווה הכונס הרשמי
21.23.....	שמיטה לאלתר

בחברות

24.52–24.43.....	בתכנית הבראה
12.64 , (136)12.60.....	כאחריות מוגבלת של חייב
24.52–24.48 , 24.46–24.44	לטובת בעלי מניות ונושאי משרה
24.47.....	לטובת ערב
21.7–21.5.....	בהלכה היהודית

שעבוד (ראו גם : נושים מובטחים ; שעבוד רחב היקף)

12.38 , 1.32	כקניין
16.21 , (128)13.51.....	לטובת איש פנים
19.5 , (21)16.5.....	לטובת רשויות השלטון
	מרשם השעבודים
16.18.....	אי הצדקת פיצול המרשמים
17.14–17.13 , 16.15 , 15.32.....	היזקקות ספקים לו
16.17–16.13.....	מגבלות המידע המופק ממנו
16.25 , 16.22 , 16.12 , 16.2–16.1.....	שכלול באמצעות
16.16 , 16.12.....	תכליתו
	עדיפות
16.26–16.22 , 16.3 , 15.5	בין שני שעבודים
16.26–16.25 , 16.9 , 16.4–16.3	המועד הקובע
17.59 , 17.54–17.48 , 17.46 , 15.5.....	עיכבון
(93)17.45	עיכבון הסכמי
18.18 , 18.11.....	קיוויו כתחליף לו

שעבוד צף (ראו גם: שעבוד רחב היקף)

אופן מימושו 4.25.....

הגדרתו (20)16.4

הכלאה עם שעבוד קבוע 16.34, 16.13, 16.10.....

זניחתו לטובת שעבוד רחב היקף 16.38–16.37.....

ייבואו מאנגליה 16.8–16.6.....

כאמצעי שליטה בחייב 16.8.....

מעגל עדיפויות 19.14–19.11.....

עדיפות חובות בדין קדימה על פניו 19.11, 16.7, (8)15.4.....

עדיפות חלקית על חובות לא-מובטחים 16.66–16.63, 16.53–16.47, (170)12.70.....

תחולה על נכסים עתידיים 16.46–16.43, 16.6.....

שעבוד צף משופר

ביטולו מדין העברה לנושה בעת חדלות פירעון 16.10.....

יתרונו על פני שעבוד צף 16.9.....

עדיפות חובות בדין קדימה על פניו 16.10.....

שעבוד רחב היקף

הגדרתו 16.38–16.37.....

הגנה הולמת 12.35.....

(היעדר) תחולה על נכסים הנרכשים בהליך הבראה 16.46–16.43.....

השפעתו

על בעלי עיכבון 17.56–17.55.....

על ספקים 17.37–17.36, 17.34.....

חסרונות העדיפות המוחלטת 16.33–16.30.....

יתרונותיו 16.29–16.27.....

עדיפותו החלקית 16.66–16.63, 16.53–16.47, (170)12.70.....

עדיפות מממן רכישת נכס על פניו 16.41–16.40, (10)15.5.....

עיצובו מחדש 16.53–16.35.....

תביעה נגזרת (49)8.24.....

תביעת חוב

בדיקתה 21.19–21.18.....

מהי 21.19–21.18.....

תום לב

היעדרו כמגביל שמיטת חובות 21.36–21.35.....

הליך חדלות פירעון

סחיטה באמצעות ההליך 7.43.....

העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך (82)13.31.....

26)14.14 סיווג זכות ביטול חוזה מכוחו

תורת המשחקים

חדלות פירעון כ-

3.8 ,1.49 ,1.14 דילמת עציר

3.8 ,1.49 ,1.14 משחק סכום אפס

(9)17.7 משחק חוזר

תכלית דיני חדלות פירעון, ראו: דיני חדלות פירעון

תכנית הבראה (ראו גם: אסיפות נושים; הבראה חיצונית; הבראה פנימית; משא ומתן מוגן)

23.10–23.8 אישור בית המשפט

23.12–23.11 אישור נושים ובעלי מניות

אישורה

23.41 אסיפת נושים שזכויותיה לא נפגמו

(184,180)23.73 ,23.47 ,(105)23.43 ,(80)23.37 ,(74)23.36 במשפט האמריקני

24.3 הגנת המיעוט בתוך סוג

24.11–24.4 הגנת קבוצה מתנגדת

23.37–23.30 הרוב הדרוש באסיפת נושים

23.50–23.43 ובעיית הסחטנות

24.31–24.26 זכות סירוב ראשון של בעלי מניות

24.15–24.4 כפייה על סוג מתנגד

23.49 משא ומתן בצל הדין

24.15–24.12 ,23.2 מתן ערך חדש

23.74–23.42 סיווג אסיפות נושים

(4,3)24.1 פסילת תכנית שאושרה בידי הנושים

(60)11.34 ,11.20–11.14 ,11.7–11.4 הסדר חוץ לבית המשפט

24.25–24.23 ,23.3–23.2 ,3.69 חשיבות העובדים

4.22 כסיום הליך הבראת חברה

8.60–8.59 כתנאי סף לפתיחת הליך על ידי החברה

23.29–23.13 מספר ההצעות שיועלו להצבעה

24.15–24.4 תכנית הוגנת וצודקת

11.6 ,9.39 The London Approach

תנאי מפסיק בחוזה

14.30 חדלות פירעון כ-

14.39–14.37 ,14.32–14.31 חוסר תקפותו בהליך חדלות פירעון

14.36–14.35 כמרתיע מפני השקעות יתר

14.37 ,14.35 כמרתיע מפני פתיחה מוקדמת מדי של הליך חדלות פירעון

14.37 ,14.34 כסעד להפרה צפויה

14.41–14.40 לפי חוק הסכמים בנכסים פיננסיים

14.38–14.33.....תכליותיו

תניית שיור בעלות, ראו: ספקים

תקנת השוק

18.14, (132)17.57, (106)17.50, 1.31 במשפט האזרחי
 17.57, 17.50 עיכבון כ-
 17.17, (7)17.7..... תניית שיור בעלות ו-.

תרמית

13.38, 8.43–8.42 אחריות נושאי משרה בגינה
 (118)8.43 הרמת מסך בשל תרמית

Bankruptcy Remote Entity, ראו: פיצול תאגידים

Chapter 11

11.35..... הבראות בזק (prepacks)
 (2)9.2..... כ"גוללת רעל"
 23.49–23.47..... כפייה על סוג מתנגד
 23.11..... כשילוב של מקל וגזר
 22.10–22.8..... מול הבראה חיצונית
 11.40–11.37..... מימון הליך הבראה
 22.13..... סטייה מעקרון העדיפות המוחלטת
 (180)23.73 סיווג נושה מובטח בחסר
 (136)23.54 סיווג נושים לאסיפות
 (61)11.24 צילו של הדין
 9.23–9.21, 8.27..... שליטה בהליך

9.8..... **CRO**

9.23–9.22..... **Debtor-in-Possession (DIP)**

DIP, ראו: מימון הליך הבראה

Lender's Liability, ראו: אחריות נושים

Special Purpose Vehicle, ראו: פיצול תאגידים

11.6, 9.39 **The London Approach**

שער ראשון
חלק כללי

פרק ראשון

יסודות

א. תנאי פתיחה

1. מחסור במשאבים

(א) ריבוי תביעות

1.1 חדלות פירעון היא מצב כלכלי המציב בעיות ואתגרים לא-פשוטים למערכת המשפט. אישיות משפטית הנתונה בנסיבות כלכליות של חדלות פירעון (להלן: החייב), ולה משאבים כלכליים מוגדרים ומוגבלים, נאלצת להתמודד עם התחייבויות רבות. הרכוש של החייב בהווה ובעתיד (ככל שניתן לצפותו ולהווננו) הוא האמצעי הכלכלי היחיד לקיום התחייבויותיו כלפי נושיו. נכסי החייב וכושר ייצור ההכנסות שלו הם, ואפס זולתם, המקורות שיש לו לצורך פעילותו בין בתחום ההשקעה, בין בתחום הצריכה, בין להוצאות השוטפות ובין, כאמור, לקיום התחייבויות כלפי נושיו. כדרכו של עולם, ומסיבות שונות ומגוונות, מגלה החייב לא אחת כי משאביו מוגבלים ולא יוכלו לענות על כל צרכיו ושאיפותיו. כל עוד מגבלת המשאבים צופה פני עתיד בלבד – כלומר, החייב מעריך כי הוא לא יוכל להתחייב בהתחייבויות כלכליות ומשפטיות נוספות מלבד אלה שבהן הוא כבר מחויב בהווה – לא נוצר כל אתגר משפטי. האתגר היחיד הקיים במצב זה הוא אתגר אישי-כלכלי של החייב לצמצם את פעילותו ולרסנה כדי שלא ייקלע למשבר חמור בעתיד. ברם, כאשר לצד מגבלת המשאבים הנתונה, החייב כבר קשור בהתחייבויות משפטיות אשר אין ביכולתו עוד לקיימן, מתעורר האתגר המשפטי במלוא עוזו.

חייב עלול להיקלע לנסיבות שבהן יהיה כבול ביחסים משפטיים רבים עם נושים שונים. כל אישיות משפטית אשר כלפיה התחייב החייב לפרוע חוב כספי בשל הלוואה שקיבל, נכס שרכש, שירות שקיבל או עובד שהעסיק, או אשר הוא חב לה על פי דין, היא בבחינת נושה של החייב. מלבד התחייבויות לתשלום, קשור החייב לא פעם גם בהתחייבויות קיום, כגון התחייבויות להשכיר נכס, לתת שירות, לספק מוצרים או להעסיק עובדים לתקופה מוגדרת. גם התחייבויות אלה יוצרות יריבויות משפטיות בינו לבין נושים. קשייו הכספיים של חייב מסכלים את יכולתו לקיים את התחייבויותיו המשפטיות כלפי נושיו. החייב נחשף לתביעות משפטיות רבות בלי יכולת כלכלית להשביע את זכויות נושיו.

(ב) חוסר ודאות בדבר חדלות הפירעון והיקפה

1.2 כאשר חייב נתון בקשיים כספיים והוא מסוכן בהתחייבויות משפטיות שאותן הוא מתקשה לקיים, לא תמיד יש מידע בדוק וזמין המאפשר לקבוע את מצבו הכלכלי המדויק. ייתכן חשד או תיתכן הערכה מבוססת כי החייב הוא חדל פירעון. ברם, פעמים רבות לא ניתן לקבוע זאת בוודאות. לשם קביעת מצבו הכלכלי של אדם יש לבחון משתנים רבים. המשתנים העיקריים הם שווי נכסיו וכושר ייצור המזומנים העתידי שלו, מצד אחד, ושווי התחייבויותיו – מצד אחר. ברם, כל אחד ממשתנים אלה אינו מדע מדויק. קביעת שווי נכסיו של אדם נעשית רק בשעת מכירתם. בשעה זו, הנכסים ממומשים,

ומוצמדים להם תגי מחיר בפועל. כל עוד מוחזקים הנכסים בידי בעליהם, אין בידי איש תמונה מהימנה באשר לשוויים העדכני.¹ לפיכך, כל שווי שיוצמד לנכסים המוחזקים בידי בעליהם אינו אלא **הערכה** כלכלית. הערכה כלכלית זו אינה אמת אובייקטיבית. היא פרי שיקול דעת אנושי. שיקול דעת זה עשוי להיות מקצועי, מושכל ומהימן, אולם, בסופו של דבר, הוא הערכה אנושית. על כן, הוא חשוף לטעויות ולהערכות אנושיות סותרות. אם אלה הם פני הדברים באשר להערכת שווי של נכסים קיימים, קל וחומר באשר לקביעת כושר ייצור המזומנים העתידי של אדם. מטבעה, כל התייחסות אל העתיד היא הערכה בלבד ולעולם אינה קביעה ודאית. העתיד – מי ישורנו. ניתן לשער, לצפותו, להעריכו מבחינה הסתברותית, אך אין כל ודאות כי השערות והערכות אלה אכן תתגשמה בפועל. לאחר שהופעל שיקול דעת אנושי והוערך כושר ייצור המזומנים העתידי של החייב, נדרשת הפעלת שיקול דעת נוסף כדי להוון את כושר ייצור המזומנים המשוער, היינו לתרגמו לערכים כלכליים בהווה (present value, בלע"ז). אף כאן הדעת האנושית נדרשת להעריך גורמים משתנים, כגון מחיר הכסף (ריבית שלילית) וההסתברות שתחזית ההכנסות האמורה לא תתממש. אף המשתנה שמנגד – כלומר, שיעור התחייבויותיו של החייב – אינו קבוע, אינו מוגדר וחד-משמעי. החייב עצמו לא בהכרח מכיר את מלוא התחייבויותיו העתידיות. כך, למשל, החייב עלול להיות חשוף לעילות תביעה שונות אשר טרם גובשו בפועל בכתב תביעה אזרחי. החייב גם עלול לחוב בהתחייבויות מותנות אשר קיומן ושיעורן אינם ברורים לפי שעה.² דוגמה לכך היא הפרשות פנסיוניות שמעביד נדרש להפריש לטובת עובדיו. חישובן האקטוארי של הפרשות אלה אינו ודאי וקבוע, ושיעור ההתחייבויות הגלומות בהן עלול להיות גבוה וניכר. גם הלוואות לטווח ארוך, שהתחייב החייב לפרוע, טעונות הוון.³ מקדם ההיוון הוא עניין להערכה אנושית המועדת לשגיאות ולהטיות. אמור מעתה: הדיון על אודות חייב הנתון בקשיים כספיים הוא דיון על אודות חייב אשר הוא, נושיו או בית המשפט **מעריכים** כי הוא חדל פירעון. לעתים הערכה זו מבוססת ברמת הסתברות קרובה לוודאות. לעתים הערכה מבוססת הרבה פחות.⁴

- 1 משום כך נסמכו בעבר כללי הדיווח החשבונאי על הצגת ערכי נכסים לפי שווי עלות רכישתם (השווי ההיסטורי). שכן שווי זה משקף את המימוש האחרון, נכון ליום הדיווח, של הנכס המדווח. עם זה, עם המעבר בישראל בשנת 2008 לדיווח לפי תקן חשבונאות 29 של המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות (המאמץ את תקני הדיווח הכספי הבינ-לאומיים (IFRS)), הומרו עקרונות הדיווח החשבונאי והונהג דיווח של הערך ההוגן של נכסים במקום עלותם ההיסטורית. ראו גד פניני "מגדל בבל מקומי או אספרנטו בינלאומי" **רואה החשבון** נה 241 (התשס"ז); שלומי שוב **חשבונאות פיננסית חדשה: IFRS 2010** א 193 – 213 (2009).
- 2 על אף שתקני החשבונאות הפיננסית מחייבים את החברות לדווח על אודות התחייבויות מותנות, דוגמת ערבויות, לא פעם אין הן מוצגות במפורש בדו"חות הכספיים של חברות, אלא נזכרות, לכל היותר, בביאורים לדו"חות.
- 3 ההיוון נדרש אם החייב יישאר כעסק פעיל בעקבות הליך הבראה. לעומת זאת, אם יחוסל העסק מחמת חדלות הפירעון, יש לחשב את שיעור ההתחייבות לפי ערכה הנקוב במלואו. חיסול העסק יהא בגדר אירוע מאיץ תשלום. Thomas H. Jackson, *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements and Creditors' Bargain*, 91 YALE L.J. 857 (1982); Thomas H. Jackson, *Translating Assets and Liabilities to the Bankruptcy Forum*, 14 J. LEG. STUD. 73 (1985).
- 4 עניין **אי. די. בי פיתוח** הוא דוגמה מובהקת למחלוקת בהערכת שווי של חייב ובהערכת יכולת פירעונו, כאשר שלושה מעריכים הציגו הערכות שונות זו מזו בהפרש של מיליארדי שקלים. ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 36681-13-04 בעניין **אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ' אייר התשע"ג, 30.4.2013).

2. מגוון ההעדפות המעורבות

1.3 כאשר חייב נקלע לקשיים כספיים, מעורבים במשבר גורמים רבים. עם גורמים אלה ניתן למנות את החייב עצמו, נושיו, עובדיו, לקוחותיו, רשויות השלטון, ואף בעלי המניות של החייב (אם הוא תאגיד). קבוצות אלה נבדלות זו מזו. לכל קבוצה ישנן העדפות משלה אשר אינן עולות בהכרח בקנה אחד עם אלה של האחרות. כך, למשל, **עובדי החייב** יעדיפו לא אחת כי יינקטו הליכים משפטיים לשמירת פעילותו העסקית של החייב כבעבר. העדפתם זו נובעת מרצונם לשמור על מקור פרנסתם כעובדים שכירים.⁵ העדפה זו אינה משתנה לנוכח קשייו של החייב-המעביד או לאור סיכוייו להיחלץ מן המשבר. ההעדפה האמורה היא העדפה פרטית, מחנאית, של קבוצה זו. **לקוחותיו של החייב** עשויים להירתם למהלך רחב היקף אשר יסייע לחילוץ של החייב מן המשבר בנסיבות שבהן החייב הוא מותג נכבד שהלקוחות מעדיפים יותר מכל חלופה בשוק. בנסיבות אחרות, ינטשו הלקוחות את החייב שנקלע לקשיים ויתאימו את העדפותיהם הצרכניות לחלופות הקיימות או המתחדשות בשוק. **רשויות השלטון** יתייחסו למשבר של החייב בין כנושות ישירות, שהוא חייב להן תשלומי חובה על פי דין, ובין כגורם אשר יישא מבחינה כלכלית בהפסד הכספי של נושים אחרים של החייב. כך, למשל, פיטורים של עובדי החייב עלולים להשית עלויות כספיות בלתי מבוטלות על המדינה, עקב מימון שירותי הרווחה שתידרש המדינה לספק למפוטרים ולבני משפחותיהם.⁶

1.4 בנפול חברה, יגלו **בעלי המניות**, בדרך כלל, שערך השקעתם ירד לטמיון.⁷ גילוי כאמור עלול לגרום להם לגבש העדפה חד-ממדית, כדין מהמר שהשקעתו כבר אבדה לו. בנסיבות כאמור, עלולים בעלי המניות להעדיף כל צעד שיסייע להשיב את החברה לפעילות עסקית, יהא הזמן הנדרש לכך אשר יהא ותהא כדאיותו הכלכלית נמוכה ככל שתהא. ממילא אין להם עוד מה להפסיד כי אם להרוויח בלבד. לשיטתם אפוא מדוע לא לנסות? הפסד גדול יותר (בעבורם) כבר לא ייגרם מכך.⁸ על פי רוב, העדפת בעלי המניות תהיה אפוא לאמץ תחזיות חיוביות ביותר באשר לגורלו בעתיד של החייב, בין שתחזיות כאמור הן מציאותיות ובין שהן תלושות מהמציאות וחסרות שחר. דומים לבעלי המניות הם **מחזיקי אופציות לקבלת מניות** אשר טרם מומשו. נושאי משרה ועובדים בכירים בחברה, אשר חלק מתגמול עבודתם מגולם בהקצאתן של אופציות לרכישה בעתיד של מניות בחברה, נכווים בשעה

5 מובן כי שיקול זה אינו משותף בהכרח לכל העובדים בכל החברות. אכן, יש כיום לא מעט ענפי תעשייה שבהם ניירות העובדים רבה ויכולתם למצוא לעצמם מקומות עבודה חלופיים גבוהה יחסית לענפי תעשייה אחרים. דוגמה לענף נייד כאמור הוא ענף הטכנולוגיות העיליות (ההיי-טק). ראו על כך עוד להלן בפסקה 2.16.

6 ראו עוד שם.

7 אך ראו הסתייגות מסוימת להלן בפסקה 1.23.

8 אף הכללה זו, כקודמתה, טעונה הסתייגויות מסוימות. כך, למשל, בעל מניות אשר אף ערב אישית לחובות החברה, מכוח הסכם בינו לבין אחד מנושיה, עלול להינזק אישית מ"הימור" כאמור על עתיד החברה. על ערבויות אישיות כאמור ראו David Hahn, *Velvet Bankruptcy*, 7 THEORETICAL INQUIRIES IN LAW 523 (2006); ע"א 2223/99 קריספי נ' ח. **אלקטרוניקה (1988) בע"מ**, פ"ד נז(5) 116 (התשס"ג-2003). מאידך גיסא, דווקא חששו מפני מימוש ערבותו האישית עלולה לדוחקו להוסיף להפעיל עוד את החברה, אף בדרך מסוכנת, ולנסות למונעה, ככל כוח השפעתו, מלהיכנס להליכים רשמיים בבית המשפט. המשך ניהול החברה עלול להתברר בהמשך כהרסני לערכה ולפגוע גם ביתר הנושים והמשקיעים. ראו, למשל, ע"א 4747/93 דומת טקסטיל בע"מ (בפירוק) נ' ביטי, פ"ד נ(2) 27 (התשנ"ו-1996).

שהחברה נקלעת לקשיים כספיים.⁹ ערכה הכלכלי של האופציה מתאיין, ובשפה הפיננסית היא "מצויה מחוץ לכסף". ככל שחלקה של חבילת האופציות הוא גדול בסך תגמולו של נושא המשרה, הוא יעדיף כי החייב יוסיף לפעול, בתקווה שהעתיד צופן שגשוג לחייב ולאופציות שבידי נושאי המשרה.

1.5 ההעדפות הפרטיות של הנושים הכספיים מעניינות במיוחד. הנושים נתפשים כבעלי העדפה אחידה. לכאורה, כל מבוקשם הוא פירעון החובות, ובהקדם האפשרי. ברם, לנוכח קשייו הכספיים של החייב, אחידות לכאורה זו נסדקת. הנושים הכספיים נבדלים זה מזה בהעדפותיהם עד כדי התנגשות חזיתית ביניהם. התנגשות זו נובעת מטעמים אחדים. ראשית, נושים שונים נבדלים בסדרי העדיפות שמקנה הדין לתביעותיהם בנסיבות של חדלות פירעון. כפי שיורחב בהמשך, קיימת הבחנה ברורה בדיון בין נושים שחובותיהם מובטחים, בעיקר באמצעות שעבודים, לבין נושים בעלי חובות לא-מובטחים. חובות מובטחים נפרעים בעדיפות על פני חובות לא-מובטחים.¹⁰ כל נושה כספי באשר הוא מעוניין, יותר מכול, בפירעון מלא של כספו. כאשר החייב נתון בקשיים כספיים ומתחוויר לנושיו כי אין אפשרות מעשית לפרוע לכל אחד מהם את מלוא חובו, יהא כל נושה מעוניין שהחייב יתנהל באופן שיגרום לפירעון מלא החוב כלפי אותו נושה. לפיכך, בכל הליך משפטי שיינקט לגביית חובות, יבקש כל נושה (ככל שיש לו השפעה על כך) לכוון את ההליך באופן שייטיב עמו באופן אישי, אף אם טובה זו אינה מתיישבת עם טובתם של שאר הנושים. כך, למשל, נושה מובטח בשעבוד נכס של החייב יבקש מן הסתם להיפרע מהר יחסית, באמצעות מימוש הנכס המשועבד. לעומתו, נושה לא-מובטח, שזכותו נחותה כאמור בעדיפותה מזו של הנושה המובטח, יעדיף כי מימוש נכסי החייב יושהה עד לשעה שבה יהיה אפשר לממשם בערך גבוה יותר.¹¹ כל תוספת ערך מעל לגובה הפירעון לנושה המובטח תעמוד לפירעון החובות הלא-מובטחים.¹² לפיכך, נושה מובטח ונושה לא-מובטח לא בהכרח יראו עין בעין את ההתמודדות המשפטית הראויה עם החייב שהפך חדל פירעון.¹³

9 אופציות כאמור הן אופציות מסוג Call. על אופציות כמכשירים פיננסיים ראו חיים לוי, משה סמית ומרשל סרנת הבורסה וההשקעות בני"ע 143 (1999); רפי אלדור אופציות, חוזים עתידיים וניהול סיכונים – שוק מעו"ף פרק 4 (מהדורה שמינית, 2010). על תגמול נושאי משרה באמצעות אופציות, ראו שרון חנס "אופציות למנהלים בשוק הון עם בעלות מרוכזת – הערכה מחודשת ודיון במקרה הישראלי" משפטים לו 119 (התשס"ו); יוסף גרוס תגמול דירקטורים ונושאי משרה פרק ט (2010). לביקורת על שיטת תגמול זו וחסירת כשלים שבהם היא לוקה ראו Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, 17 J. ECON. PERSPECTIVE 71 (2003); Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION* Chs. 11, 13, 14 (2004).

10 להלן פרקים חמישה-עשר ושישה-עשר.

11 על ההעדפות המנוגדות של הנושים באשר למימוש הנכס המשועבד ראו להלן פסקאות 12.9–12.29.
12 על ההעדפות המנוגדות של נושה מובטח ושל נושה לא-מובטח ראו דוד האן "הגנה הולמת לחובות מובטחים בהבראת חברות" משפטים לב 247 (התשס"ב); Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *A New Approach to Valuing Secured Claims in Bankruptcy*, 114 HARV. L. REV. 2386, 2398–2401 (2001); David Hahn, *When Bankruptcy Meets Antitrust: The Case for Non-Cash Auctions in Concentrated Banking Markets*, 11 STAN. J. L. BUS. & FIN. 28 (2005).

13 ראו גם Kenneth Ayotte & Edward R. Morrison, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, COLUMBIA UNIVERSITY CENTER FOR LAW AND ECONOMICS STUDIES, RESEARCH PAPER SERIES NO. 321 (January 8, 2008), available at <http://ssrn.com/abstract=1081661>

1.6 מקור אפשרי נוסף להבדל בין הנושים השונים הוא אורך הנשימה הכלכלי השונה. יש נושים אשר מחזורם העסקי מושתת על העמדת אשראי קצר מועד לחייביהם. דוגמה אופיינית לנושים כאמור הם ספקים. על פי רוב, הללו נוהגים להעמיד לחייביהם, הרוכשים, אשראי של חודשים ספורים לכל היותר. ממילא, נושים כאמור יתקשו להסכים לפתרון משפטי אשר יפרוס את פירעון החוב על פני פרק זמן ארוך יחסית. לעומתם, מוסדות פיננסיים הם נושים בעלי נשימה ארוכה יותר. הללו עשויים לגבש עם החייב פתרונות משפטיים לפריסת תשלומי החוב של החייב על פני חודשים רבים. פרק הזמן שייקצב לחייב לפירעון חובותיו הופך אפוא אף הוא למוקד מתיחות בין הנושים השונים. ואמנם, השיקול הכלכלי להסכים לפריסת תשלומים בזכות הנשימה הארוכה יחסית של נושים מובטחים, משפיע עליהם פעמים רבות במגמה מנוגדת לרצונם לממש את בטוחותיהם במהירות יחסית. ואילו אצל הנושים הלא-מובטחים, חרף רצונם העקרוני להשהות את ההליכים ולנהלם במתינות עד להשגת שיפור בערכם של נכסי החייב, נשימתם הקצרה יחסית עלולה להטותם לעבר מימוש מהיר, אפילו ייאלצו להסתפק בשל כך בשיעורי פירעון נמוכים.

1.7 נושים פיננסיים, המחזיקים באגרות חוב, עשויים להציג השקפות שונות באשר להתמודדות הרצויה מבחינתם עם חובותיו של החייב. השונות עשויה לנבוע מכך שאחדות מסדרות האג"ח שהנפיק החייב אמורות להיפרע בפרק זמן קצר יחסית, ואילו סדרות אחרות אמורות להיפרע בפרק זמן ארוך בהרבה.¹⁴ שוני זה ממריץ לא פעם את בעלי הסדרות קצרות המועד לחתור להמשך פירעון שוטף של חובות החייב, דבר שיפעל, בראש ובראשונה, לטובתם. למצער, מחזיקי האג"ח של הסדרות הקצרות יתבעו פירעון משופר לטובתם בהשוואה למחזיקי האג"ח של הסדרות ארוכות המועד בשל קרבתו של מועד הפירעון של האג"ח שלהם. לעומתם, מחזיקי האג"ח של הסדרות הארוכות יבקשו להכליל את כל סדרות האג"ח יחדיו ולטעון כי דין אחד חל על כולן ואין לשלם תשלום ייחודי לאג"ח הקצר.¹⁵

1.8 לעתים, נושים שונים או חזים בידיהם אותה נשייה כלפי החייב, לכל דבר ועניין, ועדיין הם יגלו העדפות שונות באשר לאופן ההתמודדות עם קשיי התשלום של החייב. נושים מסוימים, דוגמת הבנקים, נוטים להישאר בגדר יחסי מלווה ולוה עם החייב. מבחינתם, כל פתרון והצעה להסדר בעיית

14 בעולם הפיננסי מתייחסים למועדי התשלום בסדרת אג"ח לפי המח"מ של אגרת החוב, מח"מ הוא משך חיים ממוצע של אגרת החוב. נפקותו היא שככל שהמח"מ ארוך יותר, כך גדל הסיכון של אי הפירעון. לפיכך, מח"מ ארוך יותר מנביע לרוב תמחור של ריבית גבוהה יותר, כתמורה שיקבל המשקיע בעד הסיכון המוגדל שהוא מסתכן בו. ראו ROBERT C. RADCLIFFE, INVESTMENT: CONCEPTS, ANALYSIS AND STRATEGY 249-253 (1982).

15 מחלוקת עזה כאמור ניטשה בין מחזיקי שתי-עשרה סדרות אג"ח של חברת אפריקה ישראל להשקעות לבין מחזיקי אג"ח סדרה ט', הסדרה השלוש-עשרה של החברה האמורה. אג"ח סדרה ט' עמדו להיפרע בתוך שבועות ספורים מאז שהודיעה החברה כי היא מוכרחה לגבש הסדר פירעון עם מחזיקי האג"ח שלה לנוכח מצוקתה הפיננסית. על רקע נסיבות אלה, טענו מחזיקי אג"ח סדרה ט' כי הם זכאים לתשלום שוטף, או – לכל הפחות – משופר, בהשוואה לאג"ח של יתר הסדרות. ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 10344-11-09 בעניין אפריקה ישראל להשקעות בע"מ, בקשת הסדר מטעם החברה, פסקאות 36-37 (פורסם בנבו, מיום כ"ב כסלו התש"ע, 9.11.2009). להחלטת בית המשפט במחלוקת זו ולדין בה ראו להלן פסקאות 23.56-23.61.

התשלומים מצד החייב צריך שיימצאו בדל"ת האמות של החובות, בין שהחובות יעמדו לפירעון בטווח זמן קצר או בטווח זמן ארוך. ברם, לעומתם, נושים אחרים בעלי אותה זכות נשייה לכל דבר ועניין – דוגמת מחזיקי אג"ח – עשויים לשקול בחיוב פתרון מוצע שלפיו חייב תאגידי ימיר את החוב כלפיהם להון עצמי בחייב בדרך של הקצאת מניות לנושים אלה.¹⁶ חוסר האחידות כאן במאפייני ההתנהלות של הנושים מצמיח שונות נוספת, הסודקת את המקשה המאוחדת של הנושים.¹⁷

1.9 אף שיעור החוב שדורש כל נושה עלול להנביע הבדלי העדפות בהתמודדות עם החייב. לא הרי נושה ריכוזי כהרי נושים מבוזרים. כאשר סכום תביעה גבוה מרוכז בידי נושה אחד, ייתכן ששיעורו הרב של החוב לבדו יהפוך את הנושה לרגיש מאוד לכל פשרה מוצעת. הנושה עלול להסס להתפשר כשמדובר בשיעורי חוב גבוהים, שמא תסב לו הפשרה נזק כספי אישי רב. נושה כאמור עשוי לגלות אורך רוח ולתת לחייב הזדמנות נוספת להצליח בעסקיו, לפני שידרוש לגבות את חובו. באמצעות מתן הזדמנות נוספת לחייב, מקווה הנושה לחלץ שיעור גבוה יותר מן החוב ולהימנע ממחיקת החוב כחוב אבוד. לעומת זאת, יש סכום תביעה רב מפוזר בין נושים רבים, אשר כל אחד מהם נושה כשלעצמו בסכום נמוך באופן יחסי. כך, למשל, עשויה סדרת אגרות חוב שהנפיק בשעתו החייב להתפזר בין משקיעים רבים בשוק, כאשר כל אחד מן המשקיעים מחזיק באגרות חוב אחדות. כל מחזיק באגרת חוב הוא נושה של החייב. כאשר החוב הכללי מתפזר כאמור בקרב נושים רבים, ההתפשרות לבדה אינה מסכנת במישרין את מחזיקי אגרות החוב השונים בהתמוטטות כלכלית שלהם, זולת אם מדובר במשקיע אשר רכש לבדו אגרות חוב רבות במיוחד.¹⁸ לפיכך, ייתכן שנכונותם של משקיעים אלה להתפשר עם החייב בשל קשייו הכספיים תהיה רבה מזו של הנושה הריכוזי.

16 פתרונות מסוג זה עשויים להתקבל על דעתם של מחזיקי אג"ח פרטיים ושל משקיעים מוסדיים כאחד, בהיותם משקיעים בשוק ההון הרוכשים מניות של החברות לבד מאג"ח. גורם בולט נוסף אשר עשוי לרכוש אג"ח ולהסכים, ואפילו לדחוף, להמרת האג"ח של החברה שבקשיים להון עצמי שלה הוא קרנות השקעה דוגמת קרנות גידור המתמחות ברכישת אג"ח של חברות בקשיים. Daniel McNulty, *Why Hedge Funds Love Distressed Debt*, available at Investopedia (<https://www.investopedia.com/articles/bonds/08/distressed-debt-hedge-fund.asp>).

17 למקרים בולטים שבהם בא לידי ביטוי חוסר האחידות שבין העדפות הבנקים להמשך נשייה לבין העדפות מחזיקי האג"ח, שהיו מוכנים לשקול המרת החוב למניות החברה, ראו עניין אי. די. בי פיתוח, לעיל ה"ש 4. שם הוצעו כמה הצעות הבראה מטעם מחזיקי אג"ח שכללו המרת חוב במניות, אך הבנקים סירבו לכך ואף הסכימו לפרוס את החזר החוב למספר רב יותר של שנים. כפי שצוטט בכיר בבנק: "אנו רוצים את החוב שלנו, לא מניות". לדיווח המלא ראו גולן חזני "הבנקים מתנגדים להסדר הנציגויות, ידחו חובות דנקר באי. די. בי פיתוח במסגרת הסדר משלהם" **כלכליסט** (2.6.2013). www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-42576-02-13-42576-02-13,3603997,00.html, באופן דומה, גם בתיק פר"ק (מחוזית ת"א) 42576-02-13 בעניין **אלביט הדמיה בע"מ**, התנהל מו"מ שעל פיו יומר החוב לכ-90% ממניות החברה. גם כאן הבנקים, ובראשם בנק לאומי, התנגדו להסדר. ראו מיכאל רוכוורגר "בגלל חוב של 47 מיליון שקל – לאומי מתנגד להסדר החוב באלביט הדמיה" **TheMarker** (12.12.2013) www.themarket.com/markets/1.2188574.

18 החזקות גדולות של אגרות חוב מאפיינות בעיקר את המשקיעים המוסדיים בשוק ההון. לפי בנק ישראל, המשקיעים המוסדיים מחזיקים בממוצע יותר ממחצית (50%) מאגרות החוב הסחירות הפרטיות. ראו http://www.boi.org.il/he/DataAndStatistics/Lists/BoiTablesAndGraphs/tnc12_h.xls.

1.10 מגוון ההעדפות המעורבות הופך כל החלטה באשר לחייב הנתון בקשיים כספיים לעניין שנוי במחלוקת. כל נושא העולה על הפרק בהליכים המשפטיים הננקטים בעניינו של החייב מעורר התגוששות בין בעלי ההעדפות השונות. מעניין להשוות עימות זה לזירות מקבילות שבהן מתקבלות החלטות המשפיעות על ציבורים רחבים. זירה כאמור היא החברה העסקית.¹⁹ בחברות פעילות ובנות פירעון נדרשים מקבלי החלטות לפעול "לטובת החברה".²⁰ בהקשר זה זיהוי "טובת החברה" אינו מסובך במיוחד. אמנם המושג מורכב ומעורר דיון פילוסופי נרחב,²¹ אך ניתן לומר בהכללה כי השאת רווחי החברה היא טובתה.²² על פי רוב, החלטות המכוונות להשאת רווחי החברה אינן מעוררות התנגשות בין העדפות. ההנחה היא כי כל הגורמים בחברה מעוניינים בהשאת ערכה. לפיכך, החלטות ניהוליות בחברה, המכוונות להשיג יעדים של רווחיות, בדרך כלל לא יהיו שנויות במחלוקת. ואמנם, במציאות העסקית, ההחלטות הניהוליות בחברות אינן נתקלות ברובן בהתנגדות מצד בעלי המניות, הנושים או עובדי החברה.²³ אכן, להרמוניה ניהולית זו יש גם חריגים. חריג בולט כאמור הוא החלטות המבקשות להגדיל את רווחיות החברה תוך כדי פגיעה מודעת באחת הקבוצות המעורבות – בעובדיה. פיטורי עובדים לשם השאת הרווחיות, או העתקת מפעלי החברה לאזור אחר שבו כוח העבודה זול יותר, אכן מעוררים התנגשות העדפות בקרב הדמויות המעורבות בחברה, באורח הדומה מעט להתנגשויות המאפיינות חברות חדלות פירעון.²⁴ לעומת זאת, בהשוואה לחברות בנות פירעון, חדלות

- 19 להקבלה בין החברה העסקית לפתרון קונפליקטים בעולם הפוליטי, ראו James G. March, *The Business Firm as a Political Coalition*, 24 J. POLITICS 662 (1992) סעיפים 252 ו-254 לחוק החברות.
- 20 ראו, למשל, ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ', פסקאות 121–122 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, מיום כ"ח כסלו התשע"ז, 28.12.2016); ידידיה צ' שטרן **תכלית החברה העסקית** (2009); ידידיה צ' שטרן "האם חברות נועדו להשיא את רווחיהם של בעלי המניות? ניתוח כלכלי וביקורתי" **משפט ועסקים** א 105 (התשס"ד) (להלן: שטרן "ניתוח כלכלי וביקורתי"); עמיר ליכט "תכליות החברה" **משפט ועסקים** א 173 (התשס"ד); עלי בוקשפן "על חברה וחברה, ועל מעמדו של סעיף 11 לחוק החברות במשפט הישראלי" **משפט ועסקים** א 229 (התשס"ד); ידידיה צ' שטרן "תכלית החברה העסקית – פרשנות והשפעות מעשיות" **משפטים** לב 327 (התשס"ב); זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש – תכליות החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" **משפטים** לב 381 (התשס"ב); אוריאל פרוקצ'יה "הבעלות על הפירמה וסייגיה – נושים, עובדים, אלמנות ויתומים בדיני החברות" **משפטים** כב 301 (התשנ"ב); ידידיה צ' שטרן "החברה כאישיות משפטית חסרת בעלים – תיאוריה, דין, מציאות" **מחקרי משפט** כא 245 (התשס"ב).
- 22 סעיף 11(א) לחוק החברות ("תכלית חברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה, וניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין השאר, את ענייניהם של נושיה, עובדיה ואת ענינו של הציבור").
- 23 ההנחה בכתב העיקרי היא כי מדובר בהחלטות עסקיות הנקיות משיקולים אישיים של מקבל החלטה. אכן, כאשר שיקולים אישיים משתרבים להחלטה, הופכת החלטה למועדת יותר לתקיפה משפטית. זהו מבחן ההגינות המלאה אשר פותח בפסיקה בדלאוור. ראו, למשל, *Kahn v. Lynch Communication Systems Inc*, 638 A.2d 1110, 1115 (Del. 1994); *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 710 (Del. 1983); *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156, 1162 (Del. 1995).
- 24 ראו, למשל, Kent Greenfield, *The Place of Workers in Corporate Law*, 39 B.C. L. REV. 283 (1998); Marleen A. O'Connor, *Restructuring the Corporation's Nexus of Contracts: Recognizing a*

פירעון היא מצב כלכלי שבו התרחיש האופייני הוא של התנגשות בין ההעדפות של הדמויות המעורבות. לפיכך, ההליכים המשפטיים בנסיבות אלה הופכים להליכים טעונים, שנויים במחלוקת ומעוררי רגשות.

ב. ההתמודדות המשפטית עם תנאי הפתיחה

1. התבוננות מקיפה על זכויות הנושים

(א) המשפט האזרחי הכללי ומגבלותיו

1.11 המשפט האזרחי-מסחרי הקלאסי, כגון דיני החוזים ודיני הנזיקין, מתמקד בסוגיות משפטיות אשר המשותף להן הוא הגדרת הזכויות המשפטיות למיניהן והגדרת הסעדים העומדים לרשות מי שזכותו נפגעה מסיבה כלשהי. כך, למשל, חוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973, עוסק בסוגיות בדבר התנאים לכריתת חוזה (פרקים א'–ב' לחוק), כיצד יש לפרשו (פרק ג' לחוק) וכיצד יש לקיימו (פרק ה' לחוק). נלווה אליו ומשלימו חוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה), התשל"א-1970, המפרט את הסעדים העומדים לרשות צד הנפגע מהפרת חוזה. אף דיני הנזיקין מתמקדים בהגדרת ההתנהגויות העולות כדי עוולה בת תביעה בנזיקין ובהגדרת הסעדים המשפטיים לטובת הנזוק מאחת העולות האמורות. ואולם, דינים אלה אינם מתמקדים יתר על המידה בשאלה מה תהיינה מגבלות הזכויות שנוצרו מכוחם. כלומר, דינים אלה אינם נותנים מענה לשאלה אימתי זכות חוזית או זכות נזיקית צריך שתיסוג, כולה או מקצתה, מפני מערכת מורכבת יותר של זכויות, הנותנת משקל ראוי לשיקולים חיצוניים זולת כיבוד הזכות החוזית או הנזיקית המסוימת.²⁵ עצם קיומה של הזכות המשפטית אינו מביא מאליה לידי תוצאה בלתי נמנעת של כיבוד הזכות במלואה. אכיפת הזכות המשפטית אמנם ניזונה מעצם קיומה של הזכות, אך שיקולים נוספים, החורגים מגדרי הזכות עצמה, עשויים להביא לידי כך שהזכות לא תמומש במלואה. כך, למשל, שיקולים של יעילות כלכלית עשויים להגביל את אכיפתן של זכויות ניזוקים. חרף בקשתו לקבל צו מניעה להפסקת פעילות עולתית המזיקה לו, ייתכן שלניזוק ייפסקו פיצויים כספיים בלבד, בעוד שהפעילות המזיקה עצמה תימשך. בדומה, כאשר שימוש בזכות במלואה מביא לידי תוצאה בלתי צודקת, לא יהססו בתי המשפט לפנות לעקרונות הכלליים העומדים לרשותם, כגון תום לב, תקנת הציבור וכדומה, לשם סיוג אכיפתה של הזכות. לא רק עקרונות משפטיים, פילוסופיים וכלכליים עשויים לסייג את עוצמתה של זכות ואת מימושה המלא. אף אדני המציאות מסכלים לא אחת, הלכה למעשה, את מימוש הזכות. כך, למשל, כאשר החייב אינו מקיים את חיובו, נדרש הנושה לנקוט הליכי תביעה וגבייה שיפוטיים. הליכים אלה גוזלים זמן ודורשים השקעת עלויות

Fiduciary Duty to Protect Displaced Workers, 69 N.C. L. REV. 1189 (1991). ידידיה שטרן מבליט התנגשות עניינים אפשרית נוספת: זו שבין משקיעים המתעניינים ברווחיות החברה בטווח הארוך לבין אלה שדורשים רווחיות מיידית וקצרת טווח, אפילו על חשבון הצמיחה בטווח הארוך. שטרן "ניתוח כלכלי וביקורתי", לעיל ה"ש 21.

25 עוד על היחס בין דיני חדלות פירעון לענפי המשפט האזרחי-מסחרי ראו להלן פסקאות 1.29–1.35.

נוספות מצד הנושה. לא אחת, התועלת הצפויה אינה מצדיקה את השקעת העלויות ועל כן הנושה מתפשר או מוותר על סכום תביעתו. קיומה של זכות הוא אפוא, לכל היותר, אך תחילת הדרך לבחינת התוצאה הכלכלית בעבור הנושה. מנקודת מוצא זו יש להוסיף לפסוע ולבחון אם ניתן לממש את הזכות כפשוטה לאור הנסיבות, או שמא יש שיקולים נוספים המלמדים כי קיום הזכות אינו כה מוחלט כפי שהוא נחזה להיות מלכתחילה.

1.12 כאמור, האתגר המשפטי המיוחד למצבים של חדלות פירעון נובע מכך שמול החייב מדולל המשאבים ניצבים נושים רבים. כל נושה נשען על אדני זכות משפטית מוכרת במשפט האזרחי-המסחרי. לנושה "מגיע" דבר-מה מן החייב. אם דבר זה לא יינתן לו, יימצא הנושה "נפגע" או "חסר". מחשבה זו מעוררת מיד טיעונים בעד "פיצוי" הנושה-הנפגע. ברם, במצבים של חדלות פירעון, הזכויות המשפטיות של נושי החייב עומדות זו לצד זו, כל אחת מוצדקת ביסודה לא פחות מחברתה. הדין מתבסס על ההנחה שכל הנושים באים אל החייב בידיים נקיות וחמושים בזכויות משפטיות אמיתיות. אין מדובר ברצון להדוף נושים לכאורה אשר, לאמיתו של דבר, אינם מסוגלים להצביע על זכות משפטית אמיתית כלפי החייב. האתגר המשפטי במצבים של חדלות פירעון הוא להתמודד דווקא עם נושים אמיתיים. ברם, הנושים הם רבים ואין אחד מהם "צודק" יותר מחברו. כולם צודקים. לכולם מגיע דבר-מה מן החייב – אך הנסיבות הכלכליות הנתונות מלמדות כי במצב דברים זה לא ניתן להגשים את כל אותן זכויות משפטיות. אל מול פני תביעות מוצדקות רבות, הבור של החייב ריק ואין הוא מתמלא מחולייתו.

לב האתגר המשפטי במצבים של חדלות פירעון הוא אפוא בהתייחסות מורכבת ורחבה למעמדו של החייב כלפי בעלי תביעות רבות ומגוונות. משאבי החייב אינם מספיקים להגשמת כל הזכויות, וממילא נמצא כי בחלקם הם יישארו חסרים. השאלות שמצב של חדלות פירעון מעורר הן כיצד יש לנהוג בנושה ומה טיב זכויותיו כאשר לחייב אין די לסיפוק זכויותיהם של כל בעלי התביעות נגדו. האם זכאי הנושה לפעול כמימים ימימה? האם חדלות פירעון היא מצב מצער מבחינה כלכלית, אך אין לה כל השפעה על טיב היחסים המשפטית שבין החייב לנושהו (או לנושיו)? או אולי מצב זה מחייב שינוי של כללי המשחק המשפטיים לעומת הכללים המשפטיים החלים על יחסי נושה וחייב בר פירעון? ואם שינוי כאמור מתחייב, מהו השינוי הנדרש ומה היקף התפרסותו? האם מדובר בשינויים מזעריים, או אולי מדובר בשינויים בעלי השפעה מהותית על עצם מעמדו של הנושה ועל טיב זכויותיו המשפטיות כלפי החייב?²⁶

26 VANESSA FINCH, CORPORATE INSOLVENCY LAW – PERSPECTIVES AND PRINCIPLES 7 (2002) ("Part of the drama of insolvency law flows... from its potentially having to unpack and reassemble what were seemingly concrete and clear legal rights")

(ב) משפט יחידני – שלוש השפעות שליליות

1.13 החלת כללי המשחק המשפטיים "הרגילים" בלא כחל ושרק אף במצבים של חדלות פירעון עלולה להביא לידי תוצאות קשות. כללי המשחק המשפטיים הרגילים עוצבו מנקודת מבט יחידנית. כלומר, המשפט משקיף על כל מערכת יחסים בין חייב לבין נושהו כעל מערכת דו-צדדית, אשר מכוחה זכאי הנושה לתבוע מן החייב את קיום זכותו ולאוכפה באמצעים משפטיים. מערכת זו אינה מתחשבת בקיומו של נושה נוסף של החייב ואינה אמורה להביאו בחשבון שיקוליה. כל נושה מקיים מערכת של יחסים משפטיים פרטית ונבדלת עם החייב, ואין חיוב אחד נוגע בחברו. לפיכך, אף אכיפת הזכות המשפטית מתנהלת כמנגנון יחידני המשרת את צרכיו של נושה מסוים שנוזקק למערכת האכיפה, בלי שהדבר ישפיע על אכיפתן של זכויות נושים אחרים של אותו חייב.²⁷ האמצעי המשפטי העיקרי לאכיפת זכויות הנושה הוא מערכת ההוצאה לפועל. בהוצאה לפועל יזכה הנושה לסעדים שונים כלפי החייב אשר תכליתם היא לקיים את החיוב כלפי הנושה. עם הסעדים העיקריים העומדים לרשות הנושה ניתן למנות את העיקול ואת כינוס הנכסים.²⁸ הליכי אכיפה כאמור נועדו, אם כן, להוציא רכוש מידי החייב לטובת נושהו. ברי אפוא כי אכיפת חיוב מדללת את קופת החייב. ברם, כאשר קופת החייב מדוללת מלכתחילה, כבמצבים של חדלות פירעון, נוצרת בעיה חריפה. כללי המשפט היחידני, המכבדים באופן מלא ומוחלט את זכותו של כל נושה לבדו, יביאו את הנושים לידי מירוץ גבייה מן החייב, בבחינת כל הקודם – זוכה. מכיוון שאין המעט (המשאבים) מכיל את המרובה (התביעות), תיווצר תחרות חזיתית בין הנושים השונים של החייב להקדים ולגבות ממנו תחילה. המירוץ לגבייה מן החייב גורם, למעשה, למלחמת כול בכול, שבה כל נושה מקציץ את אמצעי האכיפה ומזרז אותם ככל האפשר. כל נושה שישכיל לגבות מהר די הצורך, ייצא וידו על העליונה, ואילו חברו שלא זכה לפעול די מהר, ייוותר מול שוקת שבורה ויאבד את היכולת המעשית לרדת אל משאבי החייב.²⁹ למירוץ כאמור עלולות להיות השפעות שליליות שונות. ראשית, מנקודת מבטו של החייב, מירוץ גבייה כאמור עלול להחריב את פועלו הכלכלי עד היסוד. בעקבות ריקון קופתו לא תיוותר בידי החייב תשתית בסיסית להמשך עסקיו. לעומת זאת, מיתון הליכי האכיפה הננקטים נגדו וקיומם המבוזר עשויים לסייע בידיו לשמור על תשתית כלשהי שממנה יוכל להוסיף ולהיבנות בעתיד, בתום המשבר הנוכחי.³⁰ שנית, אף מנקודת מבטם של הנושים עלול המירוץ לגבות מחיר יקר. מירוץ הגבייה הוא מירוץ המעודד כל נושה לנקוט הליכי אכיפה מהר ככל האפשר, גם אם גבייה מתונה ומבוקרת עשויה להשביח את ערכם הכולל של נכסי החייב למען כלל הנושים. מירוץ הגבייה כשלעצמו מסב לנושים עלויות גבוהות הכרוכות בהשגת מידע ובאכיפה, ולעתים הן כפולות ומיותרות. כל נושה זקוק למידע לא רק על אודות

27 עם זה, כשנושה מובטח מממש נכס המשועבד גם לנושה אחר, אזי הליך האכיפה מערב בהכרח גם את האחר, שכן הנכס אינו ניתן לחלוקה. מטעם זה קיימות בחוזי ההלוואה הבנקאיים הסטנדרטיים תניות האוסרות על שעבוד נוסף. ראו שלום לרנר **שעבוד נכסי חברה** פסקאות 8.19–8.27 (התשנ"ז).

28 פרקים ב'–ה' לחוק ההוצאה לפועל, התשכ"ז-1967.

29 הסיבות להתמהמהותם של נושים שונים הן מגוונות ובהן היעדר זכות גבייה של הנושה לפי שעה משום שתביעתו טרם בשלה לכדי פסק דין, נקיטת ניסיונות פשרה, סכום חיוב נמוך יחסית שאינו מצדיק הליכי אכיפה יקרים, או חוסר ידיעה של הנושה על אודות קשייו הכספיים של החייב.

30 השאלה, אם רצונו של החייב להמשיך להתקיים ולפעול מבחינה כלכלית הוא עניין הראוי להגנה באמצעות דיני חדלות פירעון, תידון להלן בפרק שלישי.

מצבו הכלכלי של החייב, כי אם על אודות התנהגותם של יתר הנושים. מכיוון שהוא נתון בתחרות בינו לבין שאר הנושים, עליו לפקח על צעדיהם של אלה למען לא יוותר מאחור. זאת ועוד, בשל התחרות ביניהם, יימנע נושה מלחלוק את המידע שיש לו על אודות מצבו הכלכלי של החייב עם יתר הנושים ויבקש להקדים ולנקוט הליכי אכיפה בהתבסס על המידע שצבר. עלויות אלה גורעות, בסופו של דבר, מן התועלת הכללית שיניבו הנושים מגבייה מן החייב. יתרה מזו, עקב המירוץ יוחרפו כאמור הליכי הגבייה ויזורזו, ועל כן עלולים משאבי החייב להתרוקן בטרם עת, ולהניב ערך כלכלי מופחת, ואילו המתנה ופירעון מבוקר כעבור זמן עשויים להניב ערך כלכלי גבוה יותר למשאבי החייב, וממילא – פירעון כללי גבוה יותר לנושים. **שלישית**, גם בנסיבות שבהן אין כל סיכוי להגדיל את ערכם הכלכלי של משאבי החייב, עדיין תוצאות הגבייה היחידנית לא בהכרח הן מניחות את הדעת. בכבודו את זכותו של כל נושה כשלעצמו, מעניק המשפט האזרחי-מסחרי (היחידני) פרס לנושה הזריז וקונס את חברו האיטי ממנו, בנסיבות שבהן הפך החייב המשותף לחדל פירעון. הראשון יזכה לגבות מן החייב ואילו השני יוותר בלא כל מקור לפירעון. ברם, האם הזריזות לבדה היא הנמקה ערכית לביכור משפטי של נושה אחד על פני חברו? נניח כי הנושה הראשון הוא בנק שהלווה לחייב כסף והנושה השני הוא מי שניזוק מהתנהגותו של החייב. וכי משום שהבנק פתח ראשון בהליכי גבייה, ראוי להעניק לו את הבכורה? נניח, לחלופין, כי הנושה הראשון הוא רשות המסים והנושה השני הוא עובד של החייב אשר משכורתו הולגה. האם גבייה זריזה יותר של מס ההכנסה מצדיקה כשלעצמה את הותרת העובד בלי שכר? דומה שבהיעדר נימוקים עיוניים, הנדרשים לגופו של כל חוב ולבחינת השפעותיו הפרטיות והכלליות, אין מקום להעדיף באקראי חוב אחד על פני רעהו. גבייה זריזה מדרגת נושים באקראי. לעתים נושה מתמהמה בגבייה משום שהוא מעוכב, מבחינה משפטית, בשל התמשכות הליכי תביעתו ואי הגעתו לשלב הוצאה לפועל. האם בשל כך בלבד, בהיעדר אשם מצדו, יהיה עליו לסבול מאי פירעון? דומני כי מתבקשת תשובה שלילית על שאלה זו.

(ג) חדלות פירעון בתורת המשחקים

1.14 שלוש ההשפעות השליליות של מירוץ הגבייה מאפיינות שתי תופעות בסיסיות בתורת המשחקים. שתי ההשפעות הראשונות מתמקדות בחוסר היעילות הכללי הנגרם עקב ההתנהגות האנוכית של כל אחד מן הנושים. אמנם לשם השאת התועלת הכללית, לחייב ולנושים גם יחד, יש עדיפות להתמנה ולהימנעות מגבייה מהירה, אך החשש האישי של כל נושה מפני הפסד במירוץ לנושה (בלתי ממושמע) אחר, מדרבן כל נושה שלא לרסן עצמו אלא לנקוט הליכי גבייה עצמאיים ומהירים. התנהגותו של כל נושה בנסיבות אלה היא ביטוי אופייני להתנהגות שחקן הנתון **בדילמת העציר**.³¹ דילמת העציר מתארת מצב שבו כל שחקן משחק עם האחרים על פי שיקולים שבתועלתו הפרטית ובלי להתחשב בטובת הכלל. לפיכך, אף אם ישתכנע אותו שחקן כי שאר השחקנים במשחק יתחשבו בהתנהגותם בטובת הכלל, ייטה השחקן שלא להתחשב בהם אלא להשיא את תועלתו הפרטית. ניגוד

31 המונח המקובל בעברית לתופעה הנדונה הוא "דילמת האסיר" (prisoner's dilemma, בלע"ז). ברם, כפי שהעירה עמיתתי קרן שפירא-אטינגר, לאמיתו של דבר הדילמה היא של עציר הנתון בחקירה משטרתית, ולא של עבריין שכבר הושת עליו עונש מאסר.

העניינים בין תועלתו הפרטית לבין התועלת הכללית מביא כל שחקן לידי התנהגות בלתי מתחשבת.³² בכך מוחטאת המטרה של השאת טובת הכלל. אדגים את דילמת העציר המתקיימת במצבים של חדלות פירעון באמצעות דוגמה מספרית: נניח כי לחייב מסוים יש שני נושים, ראובן ושמעון. כל אחד מהם נושה בחייב סכום של עשרה שקלים. ברם, לחייב יש בקופה בסך הכול חמישה שקלים. נניח עוד כי ידוע לכל אחד מן הנושים כי אם תתקיים תחרות גבייה ביניהם, ייוותרו בסופו של דבר לחייב רק ארבעה שקלים, כשלא ברור מי משניהם הוא הנושה הזריז יותר שיזכה בסכום זה. לעומת זאת, אם שניהם יתאזרו בסבלנות וימתונו, תגדל קופת החייב ויהיו בה שישה שקלים. סכום זה יחולק בין שניהם שווה בשווה. אם ראובן ינקוט הליכי גבייה מיידיים ושמעון יתאזר בסבלנות, או להיפך, יזכה הנושה הגובה בחמישה שקלים והאחר ייוותר בלא כלום. כיצד צפויים ראובן ושמעון לנהוג? הטבלה הבאה ממחישה את התפתחות המשחק:

		שמעון	
		איפוק	גבייה
ראובן	איפוק	(3, 3)	(0, 5)
	גבייה	(5, 0)	(2, 2)

הטבלה מלמדת כי לראובן ולשמעון כדאי בכל מקרה לנקוט הליכי גבייה, תהיה דרך הפעולה שיאמץ הנושה האחר אשר תהיה. טלו, למשל, את נקודת הראות של ראובן. נניח ששמעון יבחר להתאפק. בנסיבות אלה יצליח ראובן לגבות מן החייב חמישה שקלים, בעוד שאיפוק יזכנו בשלושה בלבד (מחצית מן התועלת הכללית שניב החייב באיפוק כללי – שישה שקלים). גם אם יבחר שמעון לנקוט הליכי גבייה, מצבו של ראובן ישפר רק אם גם הוא ינקוט הליכי גבייה. אם ראובן יתאפק כאשר שמעון יגבה, ייוותר ראובן בלא כלום. אם, לעומת זאת, יצטרף ראובן למירוץ הגבייה, ייוותר לחייב סכום של ארבעה שקלים לפירעון לראובן ולשמעון. מכיוון שלא ברור מראש מי מהם יהיה זריז יותר, ויזכה בסכום זה, ניתן לומר כי יש לכל אחד מהם הסתברות של 50% לזכות, ולכן סיכויי הזכייה שלו הם 50% של ארבעה שקלים, היינו שניים. עקב דילמת העציר נוצרת, בלשון תורת המשחקים, אסטרטגיה דומיננטית. אסטרטגיה זו מסומנת בטבלה בצבע אפור. דילמת העציר צופה כי כל נושה יצטרף למירוץ הגבייה לשם השאת תועלתו האישית. בכך יוחרף המירוץ ויקטן השווי הכללי של המשאבים שיהיה אפשר להפיק מן החייב. התועלת הכללית תושא אם כולם כאחד ינקטו דווקא את דרך הפעולה החלופית, היינו **יימנעו** מלגבות את החוב לעת עתה.³³

32 זוהר גושן "הצבעה אסטרטגית בדיני חברות – מדיקטורה לדמוקרטיה" **משפטים** כג 109 (התשנ"ד).
 33 על דילמת העציר במצבים של חדלות פירעון ראו גם, Robert D. Aicher & William J. Fellerhoff, *Characterization of a Transfer of Receivables as a Sale or a Secured Loan upon Bankruptcy of the Transferor*, 65 AM. BANKR. L.J. 181, 233 et seq. (1991); Sayantan Ghosal & Marcus Miller, *Coordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures*, 113 ECON. J. 276, 281–

ההשפעה השלישית של מירוץ הגבייה שנזכרה לעיל היא ביטוי ל**משחק סכום אפס**.³⁴ במשחק זה, גובה הסכום העומד לחלוקה בין כל הנושים הוא קבוע ואינו ניתן להגדלה. מכיוון שסכום התביעות של השחקנים השונים עולה על הסכום האמור, הרי שזכיותו של האחד גורעת מסכום הזכיות של האחר. משחק סכום אפס מקטב את ניגוד העניינים בין השחקנים עוד יותר מאשר דילמת העציר. בדילמת העציר, כל שחקן יודע כי שיתוף פעולה עם האחרים עשוי להגדיל את הסכום הכולל שיעמוד לחלוקה ביניהם. לפיכך, בנסיבות שבהן הסכום הכולל ניתן להגדלה של ממש, ויוכל להניב לכל אחד מן השחקנים יותר ממה שישכיל לגבות מיד לבדו, תצטמצם הדילמה. כל נושה יפיק תועלת אישית מהמתנה להגדלת הקופה הכוללת, שכן מקופה זו יקבל חלק גדול מזכיותו המרבית בגבייה מיידית. ברם, במשחק סכום אפס השחקן יודע כי זכיותו תלויה אך ורק בחלק שיקבל עתה. בנסיבות אלה, כל התמהמהות מצדו תביא לידי הפסדת הערך העומד לחלוקה לטובת השחקן האחר, הזריז ממנו. לפיכך, משחק סכום אפס מקציץ את מירוץ הגבייה בין הנושים. לצורך המחשה, נניח שוב אותן הנחות שהנחנו לעיל בנוגע לראובן ולשמעון, שני הנושים של החייב המשותף. במשחק הנוכחי, אף אם יימנעו ראובן ושמעון מלגבות את החוב לפי שעה, ייוותר ערך קופת החייב חמישה שקלים, ואף אם שניהם יפעלו ויבקשו לגבות בעת ובעונה אחת, ערך הקופה לא יפחת מחמישה שקלים. בנסיבות אלה, התנהגותם של ראובן ושמעון תביא לידי כך שאחד מהם, הזריז יותר, יצליח לקבל חמישה שקלים ואילו חברו לא ייפרע כלל. בנסיבות האמורות, התנהגות הנושים המעורבים אינה מגדילה ואינה מפחיתה את התועלת הכללית לנושים. ההתחבטות היחידה היא כמה ייטול כל אחד. זו שאלה חלוקתית גרידא. תועלתו האישית של כל נושה תושא באמצעות דאגה לעצמו. כל ויתור או התנהגות אבירית מצדו יסיפו ערך לחלק שיקבל הנושה האחר, ויגרעו במישרין מחלקו של הנושה המתאפק.

(ד) מעבר לדינים רב-צדדיים

1.15 המצב הכלכלי של חדלות פירעון משפיע במישרין על מערכות היחסים המשפטיות של החייב עם כל נושיו. אמנם כל מערכת יחסים משפטית כאמור מכוננת בנבדל ובמנותק מן האחרות. אולם, בנסיבות הכלכליות של חדלות פירעון, הופכת כל מערכת יחסים דו-צדדית בין החייב לאחד מנושיו למערכת יחסים המשפיעה על יתר מערכות היחסים והניזונה מהן בו-בזמן. כפי שראינו, מימוש זכויות של נושה מסוים משפיע מיד על גורל הזכויות של יתר הנושים – וחוזר חלילה. לפיכך, הסדרתה של כל מערכת יחסים כאמור לבדה, בדל"ת אמותיה, בהתעלם מגורל מערכות היחסים המקבילות לה, תהיה שגויה. אכן, לטעמי, זהו לב דיני חדלות הפירעון. ענף משפטי זה הוא מערכת של כללים משפטיים המשקיפים מעיקרא על יחסי חייב ונושיו מנקודת מבט רב-צדדית. דיני חדלות הפירעון אינם רואים ביחסים שבין חייב לבין כל אחד מנושיו מערכות יחסים יחידניות (אינדיווידואליות, בלע"ז) אלא מערכת יחסים קיבוצית (קולקטיבית, בלע"ז). המשפט האזרחי-מסחרי הרגיל דן בקשר שבין כל נושה לבין החייב, ואינו נדרש כל כך לקשר אפשרי בין נושי החייב לבין עצמם. לעומתו, דיני חדלות הפירעון

84 (2003); Stanley D. Longhofer & Stephen R. Peters, *Protection for Whom? Creditor Conflict and Bankruptcy*, 6 AM. L & ECON. REV. 249 (2004).
WINTON E. WILLIAMS, GAMES CREDITORS PLAY ch. 4 (1998)

טווים רשת בין-נושית שבה כל נושה ממשיך להיות קשור אל החייב, אך גם קשור אל יתר נושיו. דיני חדלות הפירעון מתמקדים במכלול הנושים כקבוצת ייחוס הניצבת לצד החייב.

דרך החשיבה בדיני חדלות פירעון שונה אפוא מדרך החשיבה הבסיסית המקובלת בדין האזרחי-מסחרי הרגיל.³⁵ בדיני חדלות פירעון זכויות נושה כלפי החייב אינן חזות הכול. הן רק בסיס להגדרת התחייבות משפטית אחת, אשר היא גופה מהווה חלק ממכלול התחייבויות רחב של החייב שהמשפט נדרש להתמודד עמו. דיני חדלות פירעון מבקשים לפתור בעיה כלכלית רחבת היקף (מבחינת מספר האישויות המשפטיות המושפעות ממנה במישורין) באמצעות גישה משפטית רחבה המביאה בחשבון, על כל צעד ושעל, את השפעות ההחלטה העומדת לדיון הן על החייב, הן על הנושה המסוים העומד מולו והן על שאר הנושים של החייב.

1.16 דוגמה יפה למורכבותם של דיני חדלות הפירעון היא דין הקיזוז. נניח כי ראובן, אחד הנושים של חייב, נושה בו מאה שקלים. במערכת היחסים המסחריים ביניהם, החייב אף הוא נושה בראובן מאה שקלים. לחייב נושים נוספים, שמעון ולוי, אשר אף לכל אחד מהם הוא חייב מאה שקלים. נניח עוד כי, מלבד זכות התביעה כלפי ראובן, אין לחייב נכס אחר. האם יהיה זכאי ראובן לקזוז את סכום החבות כנגד סכום הזכות? אם ראובן זכאי לקזוז, ממילא לא ייוותר כסף בקופת החייב לפירעון חובותיו לשמעון וללוי. אם, מצד אחר, ראובן לא יהיה זכאי לקזוז את הסכומים, אזי ייפרעו ראובן, שמעון ולוי בחלקים שווים.³⁶ אך, לכאורה, מדוע לאלץ את ראובן לקזוז רק חלק מהחבות הכספית של החייב כלפיו, כאשר סכומי החיובים ההדדיים שווים בדיוק? מדוע לא יוכל ראובן לקזוז את מלוא חיוביהם ההדדיים ובכך יסולקו חיובים אלה במהירות ובנוחות? אכן, לו התמקדנו בזכויותיו של ראובן-הנושה כלפי החייב, דומה כי לא היה כל נימוק משפטי משכנע מדוע לא להכיר במלוא זכות הקיזוז. הקיזוז הוא דרך יעילה, מהירה וזולה לעריכת התחשבנות סופית בין הצדדים ולסילוק תביעותיהם ההדדיות.³⁷ ברם, בנסיבות חדלות הפירעון של החייב, כאשר החשיבה מוסבת לחשיבה קיבוצית על אודות כל המעורבים: החייב, ראובן, שמעון ולוי כמכלול, ההצדקה לקיזוז אינה מובנת מאליה. בנסיבות אלה, הקיזוז יהווה מכשיר לחלוקת הפסדים בין נושי החייב, שיבכר את ראובן. העדפה זו טעונה הצדקה עניינית שונה מכיווני ההנמקה העומדים ביסוד הקיזוז במשפט האזרחי-מסחרי. דיון עיוני נרחב ופתרונו של דין הקיזוז יפורטו להלן בפרק שמונה-עשר. בשלב זה, לא הובא דין הקיזוז אלא כדי להמחיש שבנסיבות כלכליות של חדלות פירעון שומה לזנוח את החשיבה היחידנית על זכותו של כל נושה לטובת חשיבה קיבוצית על זכויות הנושים, כשמודגש לשון הרבים, ועל מעמד החייב.

35 פש"ר (מחוזי ת"א) 1361/02 (בש"א 9258/01) "בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ נ' תבל תשדורת בינלאומית לישראל בע"מ, פ"מ התשס"א(2) 699 (התשס"ב-2002); פש"ר (מחוזי ת"א) 1361/02 (בש"א 22036/02) הנאמן והמנהל המיוחד של "תבל" תשדורת בינלאומית לישראל בע"מ נ' Warner Bros. International Television Distribution, פ"מ התשס"ב(2) 19 (התשס"ג-2003).
 36 על עקרון השוויון בפירעון החובות ראו להלן פרק חמישה-עשר.
 37 ע"א 2390/92 גרינשפון נ' שכטר, פ"ד מט(1) 843 (התשנ"ה-1995); ע"א 4548/91 משקי עמק הירדן אגודה מרכזית חקלאית שיתופית בע"מ נ' הספקה חברה מרכזית לחקלאים בע"מ, פ"ד נג(4) 8 (התשנ"ט-1999).

1.17 הבנת דיני חדלות הפירעון כדינים רב-צדדיים עשויה לבוא לידי ביטוי בהקשרים שונים ומגוונים, מלבד סוגיית הקיזוז. החוט המקשר בין הקשרים אלה יהיה החשיבה הקיבוצית שתתווה את הכללים המשפטיים. כך, למשל, בשל התפישה הקיבוצית החלה על חדלות פירעון, יושעו סעדי הגבייה המקובלים במשפט האזרחי היחידני. **סעד העיקול**, סעד עיקרי בחוק ההוצאה לפועל, התשכ"ז-1967, לא יזכה את הנושה ביתרון גבייה בעת שהמערכת המשפטית תחיל את דיני חדלות הפירעון. סעד העיקול יושעה ומימוש הנכס המעוקל לא יושלם עוד לשם פירעון חובו של הנושה המסוים.³⁸ הטעם לכך הוא שנושה זה אינו מתמודד עוד לבדו עם החייב, כי אם מתמודד עם החייב ועם יתר נושי החייב על משאבים משותפים. התמודדות כאמור תיערך לפי כללי משחק ייחודיים לה. אלה הם כללי המשחק הקיבוציים של דיני חדלות פירעון.

1.18 ביטוי נוסף לנפקות הלך המחשבה הקיבוצי הוא **ביטול העברת רכוש לידי נושה, בעת חדלות פירעון**.³⁹ דין זה קובע כי העברות מסוימות (כספיות ואחרות) מן החייב אל אחד מנושיו, בעת היות החייב חדל פירעון ובתקופת זמן סמוכה לפני תחילת ההליכים המשפטיים המגיבים על מצב חדלות הפירעון, ניתנות לביטול.⁴⁰ הנושה יידרש להשיב לקופת חדלות הפירעון את שקיבל מן החייב קודם לכן. ודוק: מדובר בהעברה כלכלית של רכוש אשר, על פניה, אין דבר כשר ממנה.⁴¹ מדובר בהעברה לידי **נושה** של החייב – כלומר, לפנינו פעולה כלכלית המקדמת את פירעון החוב לנושה, והרי פריעת בעל חוב מצווה!⁴² אלא שבנסיבות הכלכליות של חדלות פירעון נדרש מבט אשר אינו מתמקד ביחסי הנושה המסוים והחייב, כי אם מבט הרואה ביחסים אלה חלק ממכלול רחב. יש לבחון את השפעתה של כל פעולה במערכת היחסים הפרטית שבין חייב לאחד מנושיו על גורל המכלול כולו. לפיכך, העברת נתח כלכלי מקופת חדלות הפירעון הכללית עלולה להיחשב לבלתי כשרה בפוגעה במכלול הנכסים שמהם ניתן להפיק ערך כלכלי לטובת המכלול (זו הבעיה של "דילמת העציר"), או בפוגעה בחלוקה הפנימית של המכלול הקיים בקרב כלל נושי החייב (זו הבעיה של "משחק סכום אפס").⁴³

- 38 סעיפים 29, 121 לחוק חדלות פירעון. קדמו להם סעיף 20 לפקודת פשיטת הרגל וסעיף 267 לפקודת החברות.
- 39 סעיף 219 לחוק חדלות פירעון. קדמו לו סעיף 98 לפקודת פשיטת הרגל וסעיפים 355 ו-359 לפקודת החברות.
- 40 כשמדובר בהליכי פשיטת רגל, התקופה הסמוכה האמורה היא שלושה חודשים לפני הגשת הבקשה לפשיטת רגל (סעיף 98 לפקודת פשיטת הרגל). כשמדובר בחברה, התקופה הסמוכה היא שלושה חודשים לפני הגשת הבקשה לפירוק או לפני הגשת בקשה למתן צו הקפאת הליכים בהבראה (סעיף 355 לפקודת החברות וע"א 3911/01 **כספי נ' נס, רואה-חשבון (הנאמן לנכסי דיור לעולה בע"מ)**, פ"ד נו(6) 752 (התשס"ג-2002), בהתאמה). התקופה האמורה מוכפלת ועומדת על שישה חודשים, אם העברת הערך בוצעה באמצעות יצירת שעבוד צף על נכסי חברה לשם הבטחת חוב עבר התלוי ועומד כלפי נושה שלה (סעיף 359 לפקודת החברות). על ביטולה של העברת רכוש לידי נושה בעת חדלות פירעון ראו בהרחבה להלן פסקאות 13.25–13.4.
- 41 פש"ר (מחוזי ת"א) 1149/02, בש"א 20041/03 בעניין **ריקמור בע"מ (בהסדר נושים)** (פורסם בנבו, מיום י' אדר התשס"ד, 3.3.2004).
- 42 ערכין, כב, ע"א; כתובות, פו, ע"א.
- 43 לדיון מורחב בהצדקות לביטולה של העדפת נושים פסולה ראו דוד האן "העברת ערך לנושה והמחאת זכות על-ידי נושה – על העדפת נושים בחדלות-פירעון" **מחקרי משפט** טז 197 (התשס"א).

1.19 אף גורלם של חוזים אשר עדיין טעונים קיום על ידי שני הצדדים נגזר במישרין מדרך החשיבה הקיבוצית הנדרשת בדיני חדלות פירעון. נניח, למשל, כי חייב קשור אל בעל מקרקעין בחוזה שכירות ארוך טווח. שני הצדדים חייבים לקיים חיובים מתמשכים. על פי החוזה נדרש החייב לשלם דמי שכירות עתיים והמשכיר נדרש להתיר לשוכר להשתמש במושכר למשך תקופת החוזה. נניח כי החייב נקלע לחדלות פירעון ובשל כך הוא מפגר בתשלום דמי השכירות. האם הפרת חוזה זו מזכה את הנושה בסעד הביטול, כדין כל נפגע מהפרת חוזה? או אולי, מכיוון שביטול החוזה עלול לפגוע בערך שניתן להפיק ממכלול משאבי החייב, יש מקום לסייג את זכות הביטול? אכן, סוגיה סבוכה זו ושאלות קרובות לה יידונו להלן בפרק ארבעה-עשר, אולם ניכר לעין כול כי שאלות אלה מבליטות את שונות החשיבה הקיבוצית מהחשיבה היחידנית. בחשיבה הקיבוצית זכויות הנושה היחיד אינן חזות הכול. הן אך חלק אחד מתוך תצרף רחב בהרבה.

1.20 כל האמור לעיל אין פירושו כי יש לזנוח את זכויותיו של כל נושה, כפי שנקבעו במשפט האזרחי-מסחרי הכללי, מחוץ לדיני חדלות הפירעון. אכן, זכותו היחידנית של נושה שייכת בהחלט למסגרת הקיבוצית של חדלות פירעון. לעתים תכובד זכות זו במלואה, ולעתים – לא. ברם, הדיון בטיב הזכות אינו יכול להתנהל כפשוטו על ציר יחסי נושה-חייב יחידניים. כדי שהזכות תוכר במלואה, נדרשת הצדקה עניינית שתביא בחשבון את שיקולי המכלול הקיבוצי. הכרה בזכות וכיבוד המלא יכול שיישענו על הצדקה חלוקתית או על הצדקה תועלתנית, אך אין הם יכולים להתבסס על הצדקה פשטנית בנוסח "מגיע לנושה ועל כן צודק וראוי שיפעיל את כל זכויותיו". זו הצדקה היחידנית החייבת לסגת מפני המכלול. אכן, לכולם מגיע. ממילא על המחשבה להתמקד עתה בשאלה כללית יותר: כיצד ניתן ליישב ולגשר היטב בין הזכויות והאינטרסים המוצדקים אך השונים אלה מאלה. דיון מהותי בשאלת היחס בין עיצוב הזכויות במשפט האזרחי-מסחרי היחידני לבין מידתו של כיבוד הזכויות הללו בדיני חדלות הפירעון ייערך בהמשך, הן בפרק שלישי, העוסק בתכליתם של הליכי חדלות הפירעון, והן בשער רביעי, העוסק בזכויות הנושים השונים לגופן. בפרק הנוכחי, העוסק בעקרונות היסוד של התחום, לא ביקשתי אלא לעגן את הבנת דיני חדלות פירעון כמענה המשפטי על משבר רב-צדדי. מכיוון שהמשבר הוא רב-צדדי, אף התגובה המשפטית הנדרשת היא יישום של כללים משפטיים רב-צדדיים.

2. רגישות למגוון ההעדפות

1.21 הובלט לעיל כי לבעלי העניין השונים בנכסיו של חייב הנתון בקשיים כספיים קיימות העדפות שונות. גיוון ההעדפות בקרב הדמויות המעורבות מאלץ את מעצב המדיניות המשפטית בתחום לתת את דעתו על קשיים המתעוררים בעת קבלת החלטות בתנאים אלה. כדי להתמודד עם בעיה זו, יידרש הדין לפסוע באחת משתי דרכים: האחת – לנסות לראות את הזכויות של כל הדמויות כזכות משותפת ואחידה יחסית; השנייה – להגדיר בבירור גורם נטול עניין שיהיה אמון על הפעלת שיקול הדעת ועל קבלת ההחלטות בנסיבות של חדלות פירעון. בחירת החלופה השנייה טעונה תוויית קווי מדיניות שלאורם יפעל מקבל ההחלטות המוסמך. להלן נראה כי החלופה הראשונה (איחוד הזכויות) היוותה

מקור הראה לכמה הצעות משפטיות-פיננסיות יצירתיות מבית המדרש האקדמי האמריקני,⁴⁴ ואילו החלופה השנייה נהגת ברמה בשיטות המשפט השונות. מוקד מרכזי בדיני חדלות פירעון הוא מודעות ועירנות מתמדת להתנגשות ההעדפות המתמשכת בין בעלי הזכויות השונים. מקבל ההחלטות המוסמך בנסיבות אלה, בין שהוא בעל תפקיד מקצועי, הנהלת החברה הנותרת על מכונה, רשות מינהלית או בית המשפט האחראי להליך, נדרש למתן התנגשויות אלה עת הדבר אפשרי, ולהכריע ביניהן על בסיס הכרעות ערכיות עת המיתון אינו אפשרי.

3. זהירות בהדרת בעלי תביעות נחותות

1.22 צוין לעיל כי הערכת שווי נכסיו של אדם היא עניין לשיקול דעת אנושי, ומשום כך לא ניתן לקבוע בכיורו בכל שעה אם חייב הוא חדל פירעון, ואם כן – באיזה שיעור. כל שניתן לעשות הוא להעריך שהחייב הוא חדל פירעון. על סמך נתונים כלכליים מצטברים, שאותם משקללים יחדיו, ניתן לגבש הערכה של שווי מצבו הכלכלי של החייב. יש בהערכה זו כדי לחדד את ההבחנה אם מדובר בחייב חדל פירעון, אם לאו. ברם, כזכור, ההערכה אינה חד-משמעית.⁴⁵ זאת ועוד, גם אם מעריכים חייב מסוים כחדל פירעון, נשאלת השאלה עד כמה הוא חדל פירעון. השאלה בדבר עומק חדלות הפירעון חשובה במיוחד כדי לנסות לקבוע מי הן הדמויות שעדיין יש להן עניין כלכלי בחייב ומי הן הדמויות אשר, לעומת זאת, יצאו מן המשחק.⁴⁶ כך, למשל, האם נושים לא-מובטחים, אשר – כפי שיובהר בהמשך – הם הנחותים מקרב קבוצות הנושים, הם דמויות רלוונטיות בתיקי חדלות פירעון? כלומר, האם ראוי להקנות לנושים אלה זכות עמידה וטיעון בהליכים המתנהלים בבית משפט בקשר לחייב (שנטען לגביו כי הוא) חדל פירעון? התשובה תלויה בשאלת עומקה של חדלות פירעונו של החייב – כלומר, אם ייוותרו משאבים כלכליים כלשהם לפירעון לנושים הלא-מובטחים. אם ההערכה היא כי לנושים אלה ייוותר דבר-מה לחלוקה, כי אז שייכים הם להליך. אם, מצד אחר, ההערכה היא כי לא ייוותר דבר בעבורם, הם אמורים להיות מודרים מן ההליך, שכן אין להם עניין כלכלי אמיתי בו. ברם, שאלת מפתח זו היא שאלה עובדתית הנותרת בלא מענה חד-משמעי בנסיבות העניין.⁴⁷

1.23 בדומה, עצם חדלות הפירעון ועומקה משפיעים על שאלת מעמדם של בעלי מניות בהליכים המשפטיים העוסקים במשבר הכספי של חברה. כל עוד מתנהלים עסקי החברה לפי הכללים הרגילים של דיני החברות, יחולקו הסמכויות להפעלת החברה ולקבלת ההחלטות בה בין שלושה גופים עיקריים: המנכ"ל, הדירקטוריון והאסיפה הכללית.⁴⁸ האסיפה הכללית, המורכבת מבעלי המניות,

44 להלן פרק עשרים-ושניים.

45 השוו עוד מנחם מאוטנר "פשיטת-רגל – האמנם סוף מעשה במחשבה תחילה?" ספר לובנברג 108 (דניאל פרידמן ויצחק שילה עורכים, התשמ"ה).

46 Barry E. Adler & Ian Ayres, *A Dilution Mechanism for Valuing Corporations in Bankruptcy*, 111 YALE L.J. 83, 85 (2001) ("valuation is the most hotly contested and debated topic in the realm of corporate bankruptcy law").

47 ראו, למשל, Lynn M. LoPucki, *The Nature of the Bankrupt Firm: A Response to Baird and Rasmussen's The End of Bankruptcy*, 56 STAN. L. REV. 645, 660-665 (2003).

48 סמכויות המנכ"ל מוגדרות בסעיף 121 לחוק החברות, סמכויות הדירקטוריון מוגדרות בסעיף 92 לחוק ואילו סמכויות האסיפה הכללית מוגדרות בסעיפים 57, 59 לחוק.

מחליטה בעניינים המהותיים לחברה, כגון שינוי תקנון החברה, מינוי הדירקטורים⁴⁹, מינוי רואה חשבון מבקר לחברה, אישור עסקאות מיזוג,⁵⁰ אישור תכניות תגמול לנושאי המשרה הבכירים בחברות ציבוריות⁵¹ ובחברות אג"ח⁵² ואישור עסקאות מסוימות של החברה שבהן יש לנושא משרה, או לבעל שליטה בחברה ציבורית, עניין אישי באישור העסקה.⁵³ זכות ההצבעה מסורה לבעלי המניות משום שהם הנהנים השיוריים מהכנסות החברה. כלומר, לבעלי המניות יש זכות ליהנות מן התפוקה הכלכלית של החברה רק לאחר קיום כל יתר התביעות הכספיות כלפיה (רשויות השלטון, נושים, עובדים). בעלי המניות מצויים בתחיתה של רשימת הנהנים מכספי החברה. ואולם, משנקבעה זכאות בעלי המניות ליהנות מהכנסות החברה, הם זכאים ליהנות מהן עד בלי די. ככל שהחברה תהיה רווחית יותר, כך יגדל חלקם השיורי של בעלי המניות (שכן תביעות הנושים קצובות בשיעורן). בשל כך, דיני החברות מוסרים לבעלי המניות את זכות ההצבעה המכריעה בחברה. ההנחה שביסוד זכות ההצבעה היא כי, יותר מכל גורם אחר הקשור לחברה, בעלי המניות הם שייטיבו לנווט את החברה להשגת היעד של השאת הרווחים. יעד זה מיטיב במישרין עם בעלי המניות כבעלי הזכות השיורית בהכנסות החברה. ממילא, החלטות מושכלות של בעלי המניות יתעלו את החברה לכיוון השאת רווחים, שממנה ייהנו כאמור כל בעלי התביעות. לשון אחר, טובתם האישית של בעלי המניות מתיישבת עם טובת החברה בכללה.⁵⁴ ברם, כאשר החברה היא חדלת פירעון, לכאורה אין עוד לבעלי המניות עניין כלכלי אישי בגורל החברה. הלא את התחייבויותיה לנושיה אין בידי החברה לספק, ואם כן – מה עניין בעלי המניות אצל זו? על פניו, העניין השיורי בנכסי חברה חדלת פירעון ובהכנסותיה (אם היא ממשיכה להתקיים) הוא של הנושים.⁵⁵ ואולם, טיעון זה יפה רק אם החברה היא חדלת פירעון, כלומר שווייה הכלכלי אינו מספיק לקיום כל התחייבויותיה כלפי נושיה. ברם, הקביעה כי החברה היא אכן חדלת פירעון אינה ודאית כלל ועיקר. מדובר בהנחה ובהשערה כלכלית מסתברת, שאינן מאומתות (לפחות לא בראשית ההליכים). לפיכך, ייתכן שבמצבים שעליהם חלים דיני חדלות פירעון – כלומר, מצבים שבהם יש חשד מבוסס לחדלות פירעון של חברה אף כי אין ודאות בכך – יש מקום לשקול את הדרתם של בעלי המניות ביתר זהירות מן המקובל. מאידך גיסא, קביעת כללים נחרצים וברורים המדירים את בעלי

49 על סמכות זו של האסיפה הכללית ניתן להתנות בתקנון החברה. ראו סעיף 59 לחוק החברות.
 50 עם זאת, מאז חוק החברות (תיקון מס' 3), התשס"ה-2005, בהתקיים נסיבות מסוימות ניתן לאשר את עסקת המיזוג אף בלא אישור האסיפה הכללית של החברה הקולטת או של חברת היעד. ראו סעיף 320(א) לחוק.
 51 סעיף 1 לחוק החברות מגדיר "חברה ציבורית" כך: "חברה שמניותיה רשומות למסחר בבורסה או שהוצעו לציבור על פי תשקיף כמשמעותו בחוק ניירות ערך, או שהוצעו לציבור מחוץ לישראל על פי מסמך הצעה לציבור הנדרש לפי הדין מחוץ לישראל, ומוחזקות בידי הציבור". כמו כן, הסעיף מגדיר חברת אג"ח כך: "חברה שאיגרות חוב שלה רשומות למסחר בבורסה או שהוצעו לציבור על פי תשקיף כמשמעותו בחוק ניירות ערך, או שהוצעו לציבור מחוץ לישראל על פי מסמך הצעה לציבור הנדרש לפי הדין מחוץ לישראל, ומוחזקות בידי הציבור".
 52 מדיניות תגמול נקבעת על ידי ועדת תגמול והיא מאושרת על ידי האסיפה הכללית. ראו סעיפים 118א, 118ב ו-267 לחוק החברות.
 53 ראו, למשל, סעיפים 121(ג), 274, 275 לחוק החברות.
 54 על הזכות השיורית כבסיס להצבעה ראו FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 63–89 (1991).
 55 Douglas Baird, *The Uneasy Case for Corporate Reorganizations*, 15 J. LEGAL STUD. 127 (1986).

המניות משנפתח הליך רשמי של חדלות פירעון עשויה לשפר את הוודאות של כל הצדדים באשר ל"כללי המשחק" ואף לקצר הליכים והתדיינות בכתבי המשפט, חרף היותם לוקים בהכללת יתר.⁵⁶ התחבטות זו תידון בהמשך.

4. התגובה המשפטית צורכת זמן

1.24 דיני חדלות פירעון מגיבים על המצב הכלכלי המשברי של החייב. תגובה זו אינה מהלך רגעי. היא דורשת זמן. כאשר החייב נקלע להליכי חדלות פירעון, נדרשות פעולות מגוונות, חלקן מתנהל בד בבד, וחלקן – בסדר זמנים עוקב. מיד עם פתיחת ההליכים עשוי החייב לנסות לייצב את המצב ולמנוע תגובות חפוזות ונחרצות מצד נושים החשים נפגעים בשל מצבו. הגורם האמון על ניהול ענייני החייב בהליכי חדלות הפירעון נדרש לרכוש את אמנם של הנושים, של העובדים ושל הלקוחות השונים. ברם, לרבים מאלה אצה הדרך. בשל ההליכים הרשמיים, המעמידים אותם – לפחות לפי שעה – בפני שוקת שבורה, יתפתחו אצלם לעתים עכבות שבגללן יהססו להמשיך לסחור עם החייב. פגיעה במסגרת העסקית עלולה לחרוץ את גורל החייב לשבט בעוד ההליך באבו, אפילו היה להליך סיכוי לשמור על עסקו של החייב כעסק פעיל. בדומה, אם יש מגמה לנקוט מהלך שיאפשר את אישוש החייב והבראתו, יש לשכנע גם את הבנקים הנושים להאמין במהלך ואולי גם להירתם לטובתו. אף פעולות שכנוע אלה אינן מסתיימות בן לילה. לפיכך, מצד אחד, יש לנקוט מהלכים עסקיים מהירים, באופן יחסי, בפתח ההליכים, ומצד אחר יש לזכור כי לחלק מפעולות אלה נחוץ זמן לשם הבשלתן. זמן הוא אולי המצרף היקר ביותר הדרוש לחייב הנתון בקשיים כספיים. ברם, בעלי התביעות שמולו לא בהכרח נדיבים בהענקת זמן. רבים מהם עומדים על קיום זכויותיהם ומנופפים בהן מול החייב. ככל שיש בידיהם אמצעים ומשאבים שהחייב זקוק להם להמשך קיומו העסקי, הם לא יהססו להשתמש במשאבים אלה כמנוף למימוש זכויותיהם האישיות. המשפט חייב אפוא לספק כלים לשם הרגעת הרוחות ומתן ארכה ליישוב המתחיות בין הצדדים.

לצד המשבר בפן העסקי, אף הפן המינהלי-משפטי אורך זמן. ההתנהלות עם הנושים מחייבת בירור ראיתי ראשוני של זהות הנושים, תוקף תביעותיהם המשפטיות ושיעורן. בירור זה אורך זמן ודורש קשר בין החייב (או הממונה על ניהול ענייניו) לבין המבקשים להיפרע ממנו. הליך זה מכונה בלשון דיני חדלות הפירעון "הגשת תביעות חוב ואישורן". מן העבר האחר, הממונה על ניהול ענייני החייב זקוק לעתים לזמן לשם ריכוז נכסי החייב. ראשית, זיהוי נכסי החייב עשוי לחייב חקירה ובדיקה. לא כל הנכסים מצויים בחזקתו של החייב דווקא, ולא תמיד מתנהלים לגביהם רישומים מסודרים בחברה. נכסים רבים בימינו הם בלתי מוחשיים. קניין רוחני עשוי להוות חלק נכבד משווי נכסי החייב, אך לשם הגדרתו, תיחמו ואכיפתו, נדרש זמן. נכסים מסוימים ניתנים למימוש רק בהתקיים תנאים מסוימים, כגון השגת אישורים או רישיונות שלטוניים. אף אלה דורשים זמן בטרם יהיה אפשר לנצל את הנכסים לשם פירעון חובות לנושים.

56 שאיפה זו לוודאות בהתנהלות ההליכים ולייעולם ניכרת בדו"ח ועדת אנדרון. לדיון מורחב בדו"ח זה ובהמלצותיו ראו להלן פסקאות 7.77–7.83 ו-9.56–9.63.

1.25 מכל האמור לעיל עולה כי דיני חדלות פירעון עוסקים בהליך משפטי. בתיקים מסוימים, עשוי ההליך להיות קצר יחסית. בתיקים אחרים הוא ימשך זמן רב יותר.⁵⁷ ברם, בכל מקרה, אין מדובר בנקיטת פעולה אחת בודדת המסיימת את כל המשבר כהרף עין. יחלוף זמן, ולו קצר, מאז שיתחיל המהלך הקיבוצי ועד שיגיע לשיאו באישור הפתרון על ידי הנושים. בינתיים נמצא החייב במשבר כספי. מכיוון שזכויות הנושים בשלב זה אינן מכובדות, אין המשפט יכול להעלים עין ולצפות כי הצדדים יסדירו את המתחים ביניהם בשלב זה לשביעות רצון הכול. המתחים בין כל נושה לחייב ובין הנושים לבין עצמם לא ייושבו אלא בתום כל ההליך וגיבוש ההסדר המשפטי הכללי. לפיכך, כורח השעה הוא לגבש כללי משחק משפטיים לתקופת ביניים זו, תהיה התקופה קצרה ככל שתהיה.

חשיבות ההבנה כי חייבת להיות תקופת ביניים, הנמשכת מאז המעבר למשטר קיבוצי ועד לגיבוש ההסדר המשפטי הכללי, תבאר בהמשך. להלן בפרק עשרים-ושניים יידונו דגמים שונים שהוצעו בספרות לעיצוב ההסדר המשפטי הכללי הראוי לחברות שנקלעו לחדלות פירעון. דגמים אלה מתייחסים בעיקרם לשלב הסיום של הטיפול המשפטי בחדלות הפירעון. כך, למשל, דגמים אלה עוסקים בשאלה כיצד ייפרעו הנושים, האם בדרך של הארכת מועדי התשלום של החובות כלפיהם או באמצעות מימוש נכסים. עוד הם בוחנים אם עדיף לממש את הנכסים כחבילה אחת או לממש במכירת חיסול, שבה כל נכס נמכר כשלעצמו. ברם, אין בדגמים האמורים מענה משפטי מעשי להתמודדות עם המתחים שבין החייב לבין נושיו ובין הנושים לבין עצמם בתקופת הביניים. הדגמים המוצעים בספרות אינם נוקטים עמדה באשר להשעיות זכויות הגבייה של הנושים בתקופת הביניים ואינם מתחבטים בשאלה אם השעיה כאמור צריך שתזכה נושים מסוימים בפיצוי. דגמים אלה גם אינם פותרים את המתח שבין החייב לבין נושה שלו המבקש לבטל לאלתר את החוזה שביניהם עקב חדלות הפירעון. בהתמקדם בשלב הסיום של ההליך, מחטיאים הדגמים האמורים את שלב הביניים אשר, כאמור, צורך זמן. הדגמים האמורים לוקים אפוא בחסר. רבים מפרקי ספר זה מתמקדים דווקא בשלב הביניים האמור ועומדים על ההסדרים המשפטיים הראויים לו. לצד אלה יידונו גם ההסדרים המשפטיים הראויים לשלב הסיום שבו מתגבש הסדר משפטי כללי.

57 בעניין סלטי שמיר (פש"ר (מחוזי ת"א) 1024/06), השכיל בעל התפקיד להשלים התמחרות על השליטה בחברה בתוך כשבוע ימים בלבד מפתחת הליך הבראה. ראו על כך דברי השופטת אלשיך, כפי שאוזכרו בתוך: www.ynet.co.il/articles/1,7340,L-2502534,00.html (משווה בין משך הליך ההקפאה בתבל לעומת און מזגנים). כן ראו, Lynn M. LoPucki, *The Trouble with Chapter 11*, 1993 Wis. L. Rev. 729, 740-741 (מאזכר כמה מחקרים שבדקו את משך הזמן הממוצע של תיקי חדלות פירעון בארצות-הברית ולפיהם הזמן הממוצע הוא בין 17.5 ל-21.6 חודשים עד לאישור תכנית הבראה. בחברות ציבוריות גדולות משך הזמן הממוצע הוא בין 16 ל-32 חודשים); Hon. Samuel L. Bufford, *Chapter 11 Case*; Management and Delay Reduction: An Empirical Study, 4 AM. BANKR. INST. L. REV. 85, 101-107 (1996) (השוואה בין משך הליכי הבראה בין השנים 1988-1989 לבין השנים 1990-1993. הממוצע בשנים 1990-1993 היה 190 יום עד לסיום ההליך).

ג. מיקומם של דיני חדלות פירעון במרחב המשפטי

לאחר הצגת המתחים הבסיסיים הקיימים בנסיבות חדלות פירעון של חייב, והצגת תנאי הפעולה הטיפוסיים השוררים בנסיבות כאמור, ראוי לשאול: במה בדיוק עוסקים דיני חדלות פירעון? האם דינים אלה מהווים ענף משפטי העומד לעצמו? האם אלה הם דינים אשר עיקרם הוא דיוני או אולי מהותי? שאלות אלה יידונו כסדרן.

1. תחומי העיסוק של הדין

- 1.26 בהכללה, ניתן לומר כי דיני חדלות פירעון עוסקים בשני עניינים מרכזיים:⁵⁸
- (א) עיצוב השימוש בנכסי החייב חדל הפירעון והשליטה בהם;
- (ב) קביעת אופן הפירעון לנושים השונים ושיעורו.

עיצוב השימוש בנכסי החייב טעון הסדרה בשתי תקופות. משנכנס החייב להליכים של חדלות פירעון, ניהול עסקיו עובר שינוי. מניהול עסקים עצמאי ושוטף לפני ההליכים המשפטיים, עוברים העסקים לניהול שמרני וזהיר במשך תקופת הביניים. בהשאלה משפת המחשבים ניתן לומר כי עסקי החברה מנוהלים בתקופה זו ב-safe mode. דיני חדלות הפירעון נדרשים לקבוע כללי משחק לניהול זה. לפיכך, דינים אלה עוסקים בשאלת זהותו של השולט בנכסי החייב בתקופה זו. על הדין לקבוע בעניין זה מי תהיה הדמות המוסמכת להחליט בסוגיית היקף הפעילות העסקית, אופייה, או שינויים שיינקטו לנוכח הקשיים הכספיים.⁵⁹ עוד יידרש הדין לקבוע באלו תנאים, אם בכלל, יורשה אותו שולט להמשיך לקיים חוזים עסקיים שבהם קשור החייב, בהתחשב בכך שבסמוך לפני פתיחת ההליכים או בעצם פתיחתם הופרו חוזים אלה על ידי החייב. כמו כן, יהיה על הדין לקבוע חובות התנהגות ורמת אחריות משפטית של אותו שולט בנכסי החייב שלאורן ייבחן תפקודו בתקופת הביניים. לצד סמכות השליטה בנכסי החייב יתמודדו דיני חדלות הפירעון עם כללי המשחק שיחולו על היחסים שבין החייב (או הממונה על נכסיו) לבין הנושים בשעה זו. בהקשר זה יידרשו דיני חדלות הפירעון לשאלת העיתוי הראוי להעברת ענייני החייב ממשטר משפטי יחידני למשטר קיבוצי. מחד גיסא, אל להם לדינים אלה להקדים יתר על המידה ולפגוע בזכות הגבייה של נושה מסוים. מאידך גיסא, על הדין לכוון את הצדדים המעורבים ולעודדם להיכנס למערכת הקיבוצית בטרם יפעל "מירוץ הגבייה" את פעולתו המזיקה. דיני חדלות פירעון גם אמורים לקבוע הוראות ישירות המכוונות למנוע את "זליגת" משאבי החייב לידי חלק מנושיו בתקופת הביניים האמורה. בעניין זה קובעים דיני חדלות הפירעון "עיצוב הליכים" שהוא הסעד הראשון במעלה למניעת "מירוץ הגבייה" ההרסני. סעד זה טעון עיצוב דקדקני, לרבות הכרעה ערכית בעניין רוחב הסעד – האם הוא יחול כלפי כל הנושים או אך כלפי חלקם? האם עיצוב הליכים מזכה

58 לבד מכך, כאשר בחייב בשר ודם עסקינן, קיימת תכלית עיקרית של דיני חדלות פירעון. תכלית זו היא שיקום חייב זה והעמדתו על רגליים כלכליות עצמאיות. ראו להלן פרקים שלישי, עשרים ועשרים-ואחד.

59 Baird ו-Rasmussen סוברים כי שאלת השולט בהליך היא השאלה העיקרית בדין, והיא חשובה אף יותר משאלת קביעתם של סדרי העדיפות בין הנושים. Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, 87 VA. L. REV. 921 (2001).

נושה בפיצוי אם לאו? כל אלה הן שאלות המעצבות את כללי הפעולה בתקופת הביניים שבין פתיחת ההליך קיבוצי לבין השגת ההסדר המשפטי הכולל המקובל על הצדדים.

1.27 אופן השימוש בנכסי החייב צריך שיהא מוסדר גם בתקופה השנייה, התקופה הנמתחת מגיבוש ההסדר המשפטי הכולל ואילך. בהקשר זה יידרש הדין להציע מסלולים שונים לשימוש בנכסי החייב אשר, לקראת תום תקופת הביניים, יאושר אחד מהם כמתווה פעולה עתידי. מסלול אפשרי אחד הוא מימוש נכסיו בדרך של "מכירת חיסול" (piecemeal liquidation). דרך זו מביאה למעשה לידי כך שעסקי החייב יחדלו מלהתקיים באופן שבו התקיימו, ונכסיו יופצו בין רוכשים שונים לשימוש הראוי בעיניהם. מסלול שימוש חלופי עשוי להיות המשך ניהול הנכסים כמכלול עסקי מאוחד כבעבר. שימוש זה עשוי להימשך באמצעות הותרת השליטה בנכסים בידי החייב המקורי. כאשר החייב הוא תאגיד, ממילא נפקות הדבר היא הותרת מפתחות השליטה בידי ההנהלה המסורתית.⁶⁰ ייתכן שהמשך פעילות עסקית כבעבר ידרוש התאמות והקלות משפטיות. כך, למשל, ייתכן שחלק מנושי החייב יידרש לוותר על חלק מן החובות, או – לפחות – לדחות את מועדי הפירעון למען הקל על החייב להגשים את התכנית העסקית. הגשמת התכנית העסקית בהצלחה תביא מצדה, בסופו של דבר, לידי פירעון חובותיהם של הנושים. לחלופין, ייתכן שהמשך ניהול עסקי החייב כבעבר יושג דווקא באמצעות חילופי שולט אצל החייב. כך, למשל, ייתכן שהמכלול העסקי כולו יועמד למכירה לרוכש חיצוני. אף זו דרך אפשרית לעיצוב השימוש העתידי בנכסי החייב. הרוכש ימשיך להפעיל את העסק של החייב, כמובן בכפוף לשיקול דעתו העסקי של הרוכש ולפי העדפותיו. דיני חדלות פירעון נדרשים אפוא לקבוע מהו השימוש שייעשה, אם בכלל, בנכסי החייב בתום תקופת הביניים. כפי שניווכח לדעת להלן, דיני חדלות פירעון הנוהגים אינם קובעים בנוקשות אופן שימוש אחד, כי אם פותחים פתח לנקיטת אחת משלוש החלופות הבסיסיות שזוה עתה תוארו בקצרה. הספרות האקדמית, לעומת זאת, הציעה כאמור דגמים חלופיים המושתתים ברובם על יישום עקב של אחת החלופות, תוך ויתור ביודעין על האחרות. חלק זה של דיני חדלות פירעון הוא, בלא ספק, אחד הנושאים השנויים במחלוקת בתחום. נושא זה יידון בהרחבה להלן בשער שיש.

1.28 העניין העיקרי השני שדיני חדלות פירעון עוסקים בו הוא, כאמור, קביעת אופן הפירעון לנושים השונים ושיעורו. כאשר בעלי התביעות הם רבים, ומנגד המשאבים שישמשו למילוי תביעותיהם הם מועטים, מתעוררת מניה וביה שאלת הקדימה או העדיפות הפנימית ביניהם. חלק מן הנושים יזכה לפירעון וחלק אחר לא יזכה לפירעון. המציאות הכלכלית של החייב מחייבת זאת. ברם, איזה נושה ייפרע, ועד כמה ייפרע – אלה שאלות שפתרון נובע מהכרעות ערכיות ומשיקולי מדיניות. דיני חדלות הפירעון נדרשים להתוות עקרונות כלליים לקביעת סדרי עדיפות, ולצדם כללי עדיפות פרטניים לכל נושה. במילים אחרות, הדין נדרש לבסס תחילה השקפה עקרונית לפי איזו אמת מידה ייפרעו הנושים, אם ראוי כי הנושים ייפרעו לפי עקרונות של שוויון, פשרה ("יחלוקו"), או עדיפות. אם תיבחר שיטה הקובעת סדרי עדיפות בפירעון, תתעורר בעקבותיה השאלה: כיצד? היש לנקוט עדיפות מלאה או

60 מעל ההנהלה והדירקטוריון תכהן אסיפה כללית של בעלי המניות. ברם, בעלי המניות עשויים להתחלף. ייתכנו הסדרים משפטיים אשר יביאו לידי כך שבעלי מניות בתקופה החדשה יהיו דווקא נושיה לשעבר של החברה. ראו להלן פסקאות 22.1–22.2.

עדיפות חלקית? כן יש לבחון מהו המפתח לקביעת העדיפות: עדיפות לפי לוח זמנים, עדיפות למי שנקט פעולה כלשהי (כגון רישום פומבי של זכותו), או אולי עדיפות על בסיס שיקולים מהותיים (יעילות כלכלית או צדק חברתי)? אכן, נושא קביעת סדרי הפירעון הוא מורכב לאין ערוך. קיימים שיקולים כבדי משקל לנקוט פתרונות שונים, ודומה כי כל פתרון שייבחר אינו חסין לגמרי מביקורת. בסופו של דבר, מדובר בהכרעות ערכיות. מטבען של הכרעות כאמור שהן ישכנעו חלקים מהציבור, בעוד שחלקים אחרים יסברו כי הכרעה חלופית תקדם יותר את הטובה הכללית. דיון כבד משקל כאמור יישזר לאורך פרקי השער הרביעי, אשר ייוחד כולו לקביעת סדרי הפירעון בין הנושאים השונים.

2. דיני חדלות פירעון – ענף משפטי עצמאי

1.29 העניין השני הטעון בירור הוא אם הדינים המתמודדים עם המצב הכלכלי של חדלות פירעון מהווים ענף משפטי לעצמו, או אולי מדובר בפשטות בליקוט כללים משפטיים מענפי משפט שונים וביישומם זה לצד זה. שאלת הסיווג של דינים לענפי משפט שונים היא שאלה עתיקת יומין.⁶¹ חכמי המשפט התלבטו לאורך הדורות אם סעד מסוים או זכות מסוימת שייכים לענף משפטי זה או אחר, והיכן בדיוק עובר הגבול בין הענפים השונים. שאלה בסיסית עוד יותר היא אפוא לשם מה נחוץ לנו הסיווג לענפי משפט שונים. האם הוא מקדם את הדיון המשפטי, את ההכרעה המשפטית? ייתכן שהסיווג אינו אלא עניין של נוחות מחשבתית גרידא?⁶² שמא הסיווג נובע משאיפתו של האדם לארגן את מחשבותיו ולסדרן,⁶³ שכן זהו, בסופו של דבר, טבעו של המדע?⁶⁴ אין לחדד, הסיווג המשפטי מעצב את התודעה ואת ההבנה המשפטיות ומהווה מצע לפיתוח עיוני-תיאורטי של ההמשגה ושל הטיעון המשפטי בכל ענף משפטי כשלעצמו.⁶⁵ לדעתי, כאשר מסכת עובדות טיפוסית נבדלת ממסכתות אחרות שבעובדה – שכן היא מעוררת שאלות ובעיות משפטיות אחרות, בעלות קוד חשיבה

61 GEOFFREY SAMUEL, EPISTOMOLOGY AND METHOD IN LAW 221 (2003) (“The history of legal thought, at least within the civilian tradition, is a history of *scientia iuris*. And since the whole notion of a rational science implies systemization, classification and conceptualization, the history of law, like the history of science, is likely to be one in which the development of a genealogy of categories is of major importance”)

62 ראו, למשל, שלום לרנר “משפט מסחרי ומשפט אזרחי – אנטומיה של סיווג” ספר זיכרון לגד טדסקי 503, 517–513 (התשנ”ו).

63 Roscoe Pound, *Classification of Law*, 37 HARV. L. REV. 933, 944 (1924) (“Classification is a shaping and developing of traditional systematic conceptions and traditional systematic categories in order to organize the body of legal precepts so that they may be: (1) stated effectively with a minimum of repetition, overlapping and potential conflict, (2) administered effectively, (3) taught effectively, and (4) developed effectively for new situations”)

64 בדיני קניין – סקירה ביקורתית “משפטים יא 41, 62–64 (התשמ”א).
64 לניתוח כאמור של המניע לניסיון ההיסטורי הנמשך לסווג זכויות במשפט הפרטי, ולהערות על אודות המוגבלות הפנימית של יכולת סיווג זו בשל מורכבות המשפט, ראו STEPHEN WADDAMS, DIMENSIONS OF PRIVATE LAW: CATEGORIES AND CONCEPTS IN ANGLO-AMERICAN LEGAL REASONING ch. 1, 11 (2003).

65 SAMUEL, לעיל ה”ש 61, בעמ’ 222. בכך מצטרף הסיווג המשפטי לפעולת הסיווג בכל מדעי האדם, ובשונה במידה מסוימת ממדעי הטבע. שם, בעמ’ 219. ראו עוד אהרן ברק פרשנות במשפט כרך ב – פרשנות החקיקה 306–308 (התשנ”ג).

משותף וצורת התמודדות משותפת, הנשענים על מדיניות מאחדת – נוצר ענף משפטי.⁶⁶ לעניות דעתי, דיני חדלות פירעון מהווים ענף משפטי עצמאי. תודעה זו אכן הולכת ומשתרשת בשיטות משפט ברחבי העולם.⁶⁷ לדינים אלה יש קודים עצמאיים לחשיבה, הנבדלים מן היסודות של ענפי משפט אחרים.⁶⁸ להלן נבחן את היחס שבין דינים אלה לבין ענפי משפט אורחי ומסחרי הקרובים אליהם.

(א) דיני חדלות פירעון ודיני חיובים

1.30 כפי שהובלט לעיל, יש לדינים החלים בתחום חדלות הפירעון קוד חשיבה נבדל: דינים אלה מתייחסים לכלל בעלי הזכויות כלפי החייב לפי **חשיבה קיבוצית**.⁶⁹ החשיבה הקיבוצית ניצבת מול כיבוד הזכויות הפרטניות של נושה מסוים. היא אף מתמודדת בכל שעה עם ניגודי העניינים בין הנושים לבין עצמם. דינים אלה אינם מתמקדים בנסיבות היווצרותה של הזכות ובעילה שביסודה, כי אם בוחנים את תוקף הזכות לאור הנסיבות הקבוצתיות. בכך נבדלים דינים אלה מדיני החיובים, היינו דיני החוזים ודיני הנזיקין. אמנם דיני חדלות פירעון מקיימים זיקה מתמדת עם ענפים משפטיים אלה, אך – כאמור – כל ענף עניינו שונה. דיני החיובים מתמקדים בנסיבות שבהן זכות משפטית צומחת לאדם ובכיבוד הזכות היחידנית באמצעות מערכת של סעדים נלווים.⁷⁰ בדיני החיובים, הזכות ראויה, על פי רוב, להגנה כמעט מוחלטת ויש לכבדה כמות שהיא, כפוף לסייגים הכלליים כגון עקרון תום הלב. לעומתם, דיני חדלות פירעון מתמקדים בעימות של הזכות הקיימת עם זכויות של נושים אחרים ועם שיקולי טובת החייב, בשל קשיים אובייקטיביים שמהם הכול סובלים.⁷¹

(ב) דיני חדלות פירעון ודיני קניין

1.31 על פניו, הענף המשפטי האזרחי הקרוב ביותר לסוגיית אופן הפירעון וסדרי העדיפות בין נושים הוא דיני קניין. אכן, דיני קניין עוסקים בתוקף של זכות כלפי צדדים שלישיים. סוגיות קלאסיות בדיני קניין מתמודדות עם "תחרות זכויות", כלומר עם קיומן של התחייבויות ושל עסקאות נוגדות באשר למשאב משותף, כאשר ברור כי רק צד אחד יוכל לזכות במשאב. כאלה הן תחרויות הזכויות המתוארות

- 66 על סיווג משפטי התלוי במסכת עובדות טיפוסית ראו J.A. Jolowicz, *Fact Based Classification of Law*, in THE DIVISION AND CLASSIFICATION OF THE LAW 1 (J. A. Jolowicz ed., 1970).
- 67 VANESSA FINCH, CORPORATE INSOLVENCY LAW – PERSPECTIVES AND PRINCIPLES 1 (2002). לביקורת על הניתוק לכאורה של דיני חדלות פירעון מהדינים הטובבים אותם ראו Theodore Eisenberg, *Bankruptcy Law in Perspective*, 28 UCLA L. REV. 953 (1981) ("[T]he problem is the way in which bankruptcy law is perceived as an area separate from the rest of the legal world. In many respects the new bankruptcy [code] inadequately reflects bankruptcy law's existence as part of a legal structure that includes many other [...] laws...").
- 68 ראו גם Irit Haviv-Segal, *Bankruptcy Law and Inefficient Entitlements*, 2 BERKELEY BUS. L.J. 355 (2005).
- 69 לעיל פסקאות 1.15–1.20.
- 70 כך, למשל, בהתמודדות הפרטית בין חייב לבין נושהו לפי דיני החיובים, בולט עקרון הקיום ההדדי של חיובים. ראו, למשל, ע"א 1632/98 ארבוס נ' אברהם רובינשטיין ושות' בע"מ, פ"ד נה(3) 913 (התשס"א–2001). עיקרון זה של הדדיות, טבעי פחות כאשר אחד הצדדים הוא חדל פירעון. ראו על כך להלן, פרקים ארבעה-עשר ושבעה-עשר.
- 71 ראו עוד לעיל, פסקה 1.10.

בסעיף 9 לחוק המקרקעין, התשכ"ט-1969, בסעיף 12 לחוק המיטלטלין, התשל"א-1971, ובסעיף 4 לחוק המחאת חיובים, התשכ"ז-1967.⁷² תחרויות כאלה מופיעות גם בסעיפי תקנות השוק למיניהן, כגון סעיף 34 לחוק המכר, התשכ"ח-1968, סעיף 10 לחוק המקרקעין, וסעיף 37(1) לפקודת השטרות [נוסח חדש], התשי"ז-1957.⁷³ עסקאות נוגדות הן דוגמה טובה להתמודדות של ענף משפטי אחר, דיני הקניין, עם ההתנגשות בין זכותו של פלוני לזכותו של אלמוני, שעה שלשניהם חייב משותף. אך דווקא הדוגמאות של עסקאות נוגדות מלמדות על השוני שעודנו קיים בין המקרים האופייניים לעולם דיני הקניין לבין המקרים האופייניים לעולם חדלות הפירעון. מאפיין העובר כחוט השני בהתדיינויות המשפטיות הנסבות על עסקאות נוגדות הוא מרכזיותו של המשאב המסוים וחשיבותו לצדדים המתדיינים. עיקר הדיונים המעשיים עוסק בנכס מקרקעין המהווה קרקע מריבה (תרתי משמע) בין רוכש הנכס לבין צד המתחרה בו מכוח עסקת רכישה נוגדת.⁷⁴ ברכישת נכסים או בשכירתם, יש לנכס גופו חשיבות מיוחדת אצל המתקשר בעסקה. הוא מעוניין בשימוש בנכס זה דווקא, בשל התאמתו לצרכיו, בשל העדפותיו וטעמו האישי. לפיכך, ההתדיינות המשפטית בדיני קניין מתמקדת בשאלה מי יזכה, בסופו של דבר, בנכס גופו וייהנה מן השימוש בו. ואמנם, סוגיות עיקריות בדיני הקניין מתמקדות בשימוש בנכסים על ידי בעלי הזכויות ובגבולות השימוש האמור. לעומת זאת, בתחום דיני חדלות הפירעון, עיקר עניינם של הנושים השונים אינו דווקא השימוש בנכס כלשהו המוחזק בידי החייב חדל הפירעון. עניינם של הנושים הוא בעיקר הסדרת החובות הכספיים של החייב כלפיהם. אף כי לעתים המינוח המשמש להכרעה בין זכויות הנושים שאוב מדיני הקניין, הרי שבסופו של דבר ההכרעה הנדרשת היא כספית. במילים אחרות, בדיני חדלות פירעון נדרשת הכרעה בעניין **עדיפותו הכספית של נושה פלוני על פני נושה אלמוני**, כאשר במרבית המקרים ההיזקקות לנכס אינה אלא בבחינת מדד

72 על עסקאות נוגדות ראו, למשל, חנוך דגן **קניין על פרשת דרכים** פרק רביעי (התשס"ה); מיגל דויטש **קניין** כרך ג, פרק 15 (התשס"ו); מיגל דויטש "נפילתה (? ועלייתה של הזכות שביושר במשפט הישראלי" **עיוני משפט** כד 313 (התש"ס); מנחם מאוטנר "עסקאות נוגדות ורשלנות הקונה שאינו רושם הערת אזהרה" **הפרקליט** מ 521 (התשנ"א); אוריאל רייכמן "הערת אזהרה מהות, יצירה והגנה כנגד עסקאות נוגדות" **עיוני משפט** י 297 (התשמ"ג).

73 על תקנת השוק במשפט הישראלי ראו יהושע ויסמן **דיני קניין – חלק כללי** 312–318 (התשנ"ג); דגן, לעיל ה"ש 72; חנוך דגן "תקנת השוק כביטוח" **ספר ויסמן – מחקרי משפט לכבודו של יהושע ויסמן** 15 (שלום לרנר ודפנה לוינסון-זמיר עורכים, התשס"ב); מיגל דויטש **קניין** כרך ד, פרקים 22, 23 (התשס"ז); איל זמיר "תקנת השוק, טעות משותפת, עשיית עושר ועוד" **משפטים** כו 359 (התשנ"ו); דניאל פרידמן "תקנת השוק והשפעתה על יחסי מוכר-קונה" **עיוני משפט** 122 (התשל"ו); דניאל פרידמן "הערות בדבר זכויות הבעלים המקורי כלפי צד שלישי לאור החקיקה הישראלית החדשה" **עיוני משפט** ד 245 (התשל"ה); ישראל צינגלאוב "תקנת השוק, התפתחותה של תקנה ופיתוחו של דין" **משפטים** לא 837 (התשס"א); אורי שטרומן "תקנת השוק" **הפרקליט** לד 353 (התשמ"א).

74 אמנם, הפסיקה קבעה במפורש כי סעיף 9 לחוק המקרקעין חל לא רק על התחייבות לרכישת בעלות או חכירה במקרקעין, כי אם גם על התחייבות לרכישת זכויות אחרות בהם. ראו, למשל, ע"א 189/95 **בנק אוצר החייל בע"מ נ' אהרונוב**, פ"ד נג(4) 199 (התשנ"ט-1999). ברם, בבדיקה כמותית לא-מדעית של פסיקת בית המשפט העליון שערכתי נמצא כי, עד לאמצע שנת התשס"ו, יותר משני-שלישים מפסקי הדין של בית המשפט שבהם נדונה תחרות בין זכויות לפי סעיף 9 לחוק המקרקעין (23 מתוך מספר של 34 פסקי דין, כלומר 67.64%), התמודדו על נכס המקרקעין שני רוכשי זכות בעלות או חכירה. אף בחמישה פסקי דין נוספים (14.7%) נדונה זכותו של רוכש זכות בעלות או חכירה, המתנגשת עם בקשתו של נושה לעקל את נכס המקרקעין הנדון.

לקביעת שיעור עדיפותו הכספית של הנושה המועדף. כך, למשל, אם נכס של החייב משועבד לנושה פלוני, הנכס גופו אינו מעניין את הנושה האמור. הוא אינו מתכוון להשתמש בו בעצמו. הנכס אינו אלא מנוף להגשמת פירעון החוב. שוויו הכספי של הנכס הוא המגדיר את שיעור עדיפותו של אותו נושה על פני נושים אחרים של החייב. אופן השימוש בנכסים וניצולם הכלכלי הוא אמנם עניין חשוב אף בנסיבות של חדלות פירעון, אולם הוא מעניין דווקא את החייב, ומתוך כך, בעקיפין, גם את נושיו כקבוצה. השאלה שהללו נדרשים להכריע בה היא אם המשך השימוש בנכסים או דווקא מכירתם הוא שגיב את התועלת המרבית לצדדים. ברם, אין כאן כל דיון באשר למידת עניינו הישיר והאישי של נושה מסוים בשימוש בנכס כלשהו של החייב. לפיכך, הסוגיות העיקריות בדיני הקניין נבדלות מדיני חדלות הפירעון מנקודת הראות של עניינו של הנושה בנכס.

1.32 לכאורה, דיני הקניין קנו להם שביטה בנסיבות חדלות הפירעון של חייב. זאת, משום קיומן של בטוחות לטובת נושים מסוימים ברבים ממצבי חדלות הפירעון. ואמנם, נושים שונים של החייב נהנים מכך שנכס של החייב משמש כערובה לפירעון חובם. ערובות כאמור גלומות בזכות השעבוד ובזכות העיכבון. זכויות אלה מוכרות ברבים כ"זכויות קניין". אם כן, לכאורה, הכרה בזכויות אלה בנסיבות של חדלות פירעון אינה אלא יישום של דיני הקניין הכלליים. ואולם, לשיטתי, לא אלה הם פני הדברים. ההיפך הוא הנכון: שעבודים ועכבונות אינם אלא מכשירים משפטיים המגדירים עדיפות כספית של נושה אחד על פני חברו – בראש ובראשונה, בנסיבות חדלות הפירעון של החייב המשותף. הנושים נזקקים לזכויות אלה כדי למצב עצמם בעמדת עדיפות בנסיבות האמורות. עיקר כוחן של זכות השעבוד וזכות העיכבון נובע מן ההכרה בעדיפותן בנסיבות של חדלות פירעון.⁷⁵ לפיכך, סיווגה של כל אחת מזכויות אלה כ"זכות קניין" הוא תוצאה של דיני חדלות הפירעון.⁷⁶ במילים אחרות, מכיוון שזכות השעבוד וזכות העיכבון מוכרות בדיני חדלות הפירעון כזכויות המקנות לנושה עדיפות על פני יתר נושי החייב, ממילא ניתן לכנותן "זכות קניינית". המבחן המהותי של מעמד נושים כלפי חייב הוא מבחן מעמדם במצב חדלות פירעונו של האחרון. מעמד זה ייקבע על פי שיקולי מדיניות של יעילות וצדק. לכשיביאו שיקולים אלה לידי ביכור נושה מסוים על פני חבריו, יהיה אפשר לסווג את זכותו של אותו נושה כ"קניין".⁷⁷ סיווג הזכות כקניין הוא עבד של דיני חדלות הפירעון, ולא אדונם.⁷⁸ כשמדובר בזכויות אשר עיקרן הוא קביעת סדרי פירעון כספי, ולא שימוש בנכס גופו, דיני חדלות פירעון הם

75 על שיקולי המדיניות בקביעת עדיפותן של זכות השעבוד ושל זכות העיכבון ראו להלן פרקים חמישה-עשר עד שבעה-עשר.

76 SARAH WORTHINGTON, PERSONAL PROPERTY LAW: TEXT AND MATERIALS 665 (2000) ("At the end of all the readings in this book, it is necessary to ask what is really meant by the word 'property'. Is it simply a label which the law attaches to achieve a desired end. Is it a word which describes a unified concept, or does it have different meanings in different contexts? The extracts on this chapter will not necessarily provide answers; they may add uncertainty rather than remove it" ראו JAMES W. HARRIS, PROPERTY AND JUSTICE 6 (1996) ("any general notion of property is notoriously elusive").

77 ד"נ 21/80 ורטהיימר נ' הררי, פ"ד לה (3) 253 (התשמ"א-1981).

78 יהושע ויסמן "זכות קניין" בפסיקה – התאוריה בשירות הפרקטיקה" עיוני משפט טו 53 (התש"ן).

הסיבה. הסיווג "קניין" הוא המסובב.⁷⁹ לפיכך, חדלות פירעון אינה זירה ליישום כללים משפטיים שמקורם בדיני הקניין. דיני חדלות פירעון הם ענף משפטי העומד על רגליים עצמאיות לחלוטין, ואשר נקבעים בו באופן ערכי סדרי העדיפות בין נושיו השונים של החייב.⁸⁰

(ג) דיני חדלות פירעון ודיני חברות

1.33 מעמדם של דיני חדלות הפירעון כענף משפטי עצמאי נבחן גם בהשוואה לדיני החברות. אכן, ככל שמדובר בחייב שהוא חברה, קיימות סוגיות משפטיות חשובות שבהן ניכרות הקבלות בין דיני החברות לדיני חדלות הפירעון. כך, למשל, דיני חברות עוסקים בחלוקת הסמכויות ובקבלת ההחלטות בחברה. שאלת זהות השולט בחברה חדלת פירעון ומקבל ההחלטות בה היא סוגיה עיקרית אף בדיני חדלות פירעון. סוגיה משותפת נוספת היא בעיית הנציג. דיני החברות מתמקדים בניסיונות למתן בעיות נציג שונות המתעוררות במהלך ניהולה של חברה. בעיית נציג מתעוררת כאשר אישיות אחת שולטת, למעשה, בגורל רכוש השולט בחברה חדלת פירעון ומקבל ההחלטות על ידי נציג בעניינים המשפיעים על גורל רכוש של המיוצג או על שוויו, מעוררת חששות. החששות הם שמא ההחלטות שתקבלנה מתוך אדישות יחסית וחוסר זהירות מספקת, או אף תוטינה ביועצין מטובת המיוצג לטובת עניין אישי של הנציג.⁸² דיני החברות מתמקדים בשתי בעיות נציג עיקריות: הבעיה האחת היא בעיית הנציג המתעוררת ביחסים שבין נושאי המשרה בחברה לבין בעלי העניין הכלכלי בערך החברה, כאשר הקבוצה הכוללת מקרב בעלי תביעות אלה היא זו של בעלי המניות.⁸³ הבעיה השנייה היא בעיית הנציג המתעוררת ביחסים שבין בעלי מניות השליטה לבין בעלי מניות המיעוט בחברה.⁸⁴ דיני חדלות פירעון, לעומת זאת, מתמקדים בבעיות נציג אחרות: בעיית הנציג המתעוררת ביחסים שבין בעלי המניות לבין נושי החברה,⁸⁵ ובעיית הנציג המתעוררת ביחסים שבין נושי החברה לבין עצמם. דינים אלה מתמודדים עם אופני פעולה אשר באמצעותם מבקשים בעלי מניות להיטיב עם עצמם, לפני תחילתם של הליכי

79 ראו בהרחבה דוד האן "שעבוד כ'קניין'" ספר ויסמן – מחקרי משפט לכבודו של יהושע ויסמן 43 (שלום לרנר ודפנה לוינסון-זמיר עורכים, התשס"ב).

80 לעיצוב זכות השעבוד מתוך דיני חדלות פירעון תיוודע חשיבות עת יידון דין עיכוב ההליכים. ראו להלן פסקאות 4.47, 12.38.

81 Michael Jensen & William H. Meckling, *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).

82 EASTERBROOK & FISCHER, לעיל ה"ש 54, בעמ' 90-108; ד"ר 29/84 קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח(4) 565 (התשמ"ד-1984).

83 אמנם, כל עוד החברה היא בעלת כושר פירעון, בולטים בעלי המניות מקרב כלל המשקיעים הכלכליים בחברה כקבוצה שזרקורי דיני החברות מופנים אליה. עם זה, תביעות לפי דיני החברות על הפרת חובותיהם של נושאי משרה (הנציג) לפעול לטובת החברה תוגשנה גם על ידי מפרקים של חברות חדלות פירעון. בנסיבות כאמור, אם יזכה המפרק בתביעתו, ייהנו מפירות התביעה בראש ובראשונה נושי החברה. ראו, למשל, עניין קוסוי, שם; ע"א 610/94 בוכבינדר נ' מפרק בנק צפון אמריקה, פ"ד נז(4) 289 (התשס"ג-2003).

84 זוהר גושן "בעיית-הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטירו פרוקצ'יה – חיבורי משפט 277 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ'יה ומרדכי א' ראבילו עורכים, התשנ"ז).

85 דעה אחרת סוברת כי בעיית נציג זו היא בעיית נציג שלישית בתחום דיני החברות דווקא. ראו גושן, שם, בעמ' 260-266.

חדלות הפירעון הרשמיים, על חשבון יכולת הגבייה של הנושים. דינים אלה גם נדרשים למתחים ולניגודי עניינים המתגלעים בין נושים עדיפים לנושים נחותים, בין נושים בעלי אורך נשימה כלכלי לבין נושים נעדרי אורך נשימה כלכלי, ועוד. ניגודי עניינים כאמור אינם בולטים כל עוד החברה החייבת היא בעלת כושר פירעון. יתרה מזו, טבען של בעיות נציג אלה אינו ייחודי לחברות. אף אצל חייב בשר ודם יתגלעו ניגודי עניינים בין העדפות החייב גופו (המקבילות לעניינים הכלכלי של בעלי המניות) לבין העדפות נושיו, וניגודי עניינים בין הנושים לבין עצמם.

1.34 ייחוד מהותי של דיני חדלות פירעון בהשוואה לדיני חברות הוא זה: דיני החברות דנים בחברה בעלת כושר פירעון. במצב כלכלי כאמור, בעלי העניין השיווי בערך החברה הם בעלי המניות. ממילא, נקל למחוקק לעצב סביבם את הוראותיו של ענף זה. בעיני הדין, בעלי המניות הם קבוצת המשקיעים העיקרית שטובתה צריך שתשמש נר לרגליהם של מקבלי ההחלטות בחברה.⁸⁶ הם אף הגורם הבוחר את מקבל ההחלטות העיקרי בחברה, הלא הוא הדירקטוריון. ההנחה שביסוד מדיניות זו היא כי בעלי הערך השיווי הכלכלי ינווטו את החברה להשאת ערכה, שכן תשואה זו מיטיבה עמם באופן אישי.⁸⁷ ברם, בהיותם בעלי העניין השיווי, ייהנו מהשאת ערך זו אף כל בעלי התביעות הקודמים להם. בניגוד למאפייני אב הטיפוס של חברה בעלת כושר פירעון, נדרשים דיני חדלות פירעון להגדיר כללי פעולה לחברה דווקא בתקופה שבה אין כל ודאות מיהו בעל העניין השיווי בחברה. כפי שהראיתי לעיל, בעיה חשובה שעמה נדרשים דיני חדלות פירעון להתמודד היא הקושי לקבוע אם החייב חדל פירעון, ואם כן – מה עומק חדלות הפירעון של החייב. לפיכך, קשה להגדיר אל-נכון אם בעלי המניות עודם בעלי העניין השיווי בחברה או שמא עתה אלה הם הנושים. ואם אכן הנושים הם בעלי העניין השיווי, האם אלה הנושים הלא-מובטחים או אולי הנושים המובטחים? קביעת זהות השולט בנסיבות אלה קשה בהרבה בהשוואה לקביעתו בנסיבות של חברה בעלת כושר פירעון. אף בעיית הנציג שבין סוגי הנושים השונים קשה לפתרון כאשר אין זה ברור לחלוטין מיהו בעל העניין השיווי ואת טובתה של איזו קבוצה אמור מקבל ההחלטות לשאוף לקדם. נמצאנו למדים אפוא כי אף שיש שאלות מקבילות בדיני חברות ובדיני חדלות פירעון, הנה האחרונים מתמודדים עם השאלות האמורות בסביבה בעייתית יותר. הנסיבות השונות שבהן נתונה חברה בעלת כושר פירעון, מצד אחד, וחברה חדלת פירעון, מצד אחר, שונות בעלי הזכויות הניצבים בקדמת הבימה, והתנגשות העניינים שבין קבוצות הנושים לבין עצמן, דורשות פתרונות משפטיים ייחודיים. פתרונות אלה מצויים בכללי הפעולה של דיני חדלות פירעון.

86 ע"א 10568/02 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' מפרק חברת ברג יעקב והיטים בע"מ, פ"ד נח(5) 673 (התשס"ד-2004); ע"א 995/90 אדורם מהנדסים בע"מ נ' גת (פורסם בנבו, מיום כ"ח אב התשנ"ב, 27.8.1992) ("כאשר לא מעורב בעל אינטרס חיצוני לחברה, דוגמת האינטרס של נושים, הרי רשאים כלל בעלי המניות לעשות ברכוש החברה כרצונם, ובכלל זה אף לתתו במתנה. בכך אין בעלי המניות פוגעים באיש זולתם... חובת האמון של המנהל כלפי החברה נועדה לקדם בסופו של דבר את ענייניהם של בעלי המניות"); North American Catholic Education Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla, 2007; (Del. 1939) .Del. LEXIS 227; Guth v. Loft, Inc., 5 A.2d 503 (Del. 1939).

87 Easterbrook & Fischel, לעיל ה"ש 54, שם.

1.35 עניין נוסף המאפיין דיני חדלות פירעון לעומת דיני חברות הוא הסביבה המשברית שבה נדרשת החברה לקבל החלטות. כאשר בחברה בעלת כושר פירעון עסקי, נושאי המשרה בה נדרשים להחליט החלטות המקדמות את "טובת החברה". טובה זו תיגזר מתכלית החברה. תכלית החברה היא להשיא את רווחיה.⁸⁸ ההחלטות צריך אפוא שתתקבלנה לאחר שנשקלו אפשרויות הפעולה השונות וזוהתה האפשרות הרווחית ביותר בעבור החברה. אמנם אף במצבים של חדלות פירעון ראוי כי ההחלטות שתקבלנה לאור המצפן של "טובת החברה".⁸⁹ ברם, קבלת ההחלטות בנסיבות כאמור היא קשה ומורכבת לאין ערוך. השאלה היא אם בנסיבות כאמור יש לשקול שיקולים ארוכי טווח או להגיב מיד על המשברים הקיימים. זאת ועוד, בשלב זה החברה כבר הפרה חוזים אחדים שהיא קשורה בהם. עם זה, יבקשו קברניטי החברה לשמור על החוזים האמורים ולמנוע, ככל האפשר, את ביטולם כדי להציל את החברה ולהבטיח את המשך קיומה. לקידום "טובת החברה" והשאת ערכה, חייבים אפוא מקבלי ההחלטות לשקול שיקולים תועלתניים אשר לא-תמיד הם עולים בקנה אחד עם ערכים כלליים של כיבוד חוזים. לבטים כגון אלה דורשים הנחיות ברורות והצבת כללי "עשה" ו"אל תעשה" למקבלי ההחלטות. לצורך כך, אין די להסתפק במצפן הכללי בדבר "טובת החברה". על החוק והמערכת השיפוטית לצקת תוכן מנחה לעיקרון זה בהקשר הפרטני של חדלות פירעון. אף עניין זה מסור לדיני חדלות פירעון.

3. דין מהותי או דינוני

1.36 הדיון הקודם הציב את דיני חדלות פירעון כענף משפטי הנשען על רגליו העצמאיות. נשאלת השאלה: האם ענף משפטי זה הוא דינוני בעיקרו או מהותי? מלומדים שונים גורסים כי דיני חדלות פירעון אינם אלא זירה דינונית ליישוב זכויותיהם המהותיות של נושי החייב.⁹⁰ לשיטתם, תוכן של הזכויות נקבע במשפט האזרחי, מחוץ לדיני חדלות פירעון. דיני חדלות פירעון נועדו רק לקבוע מסגרת דינונית לאכיפת הזכויות האמורות. אמנם, יש לדיני חדלות פירעון כללים דינוניים ייחודיים הנבדלים מסדר הדין האזרחי הכללי. עיקר הייחודיות הוא בדיונים הרחבים, מרובי הצדדים, שבהם ניתנת זכות טיעון לכל הנושים. צווי עשה וצווי מניעה (כגון עיכוב ההליכים) הניתנים בדיונים אלה נועדו להגשמת הפעולה הקיבוצית. לפיכך, צווים אלה מתייחסים לכלל הנושים ואינם מכוונים לנושה מסוים לבדו. מכל מקום, לשיטתם של אלה, דיני חדלות פירעון אינם אלא כללי דיון אזרחי מיוחדים המחליפים את כללי סדר הדין האזרחי הרגילים. דעתי, בכל הכבוד, שונה. הפסקאות הקודמות חידדו את ההבדל שבין דיני חדלות הפירעון לבין ענפי המשפט האזרחי המסחרי. הבדלים אלה אינם דינוניים גרידא. הצורך בדיני חדלות פירעון נובע מכך שמערכת המשפט האזרחי-המסחרי אינה נותנת מענה משפטי הולם על נסיבות של התנגשות זכויות רב-צדדית. נסיבות כאמור מחייבות עיון מחודש ויסודי בעצם מהותן של הזכויות המשפטיות. הגדרת הזכויות ותיחומן המשפטי הם תוצר של דיני חדלות פירעון. הגבלת תוקפן של זכויות ואיזוןן, בשם תכליות קיבוציות שאותן הדין מבקש להגשים בנסיבות של חדלות פירעון,

88 סעיף 11(א) לחוק החברות. לדיון מקיף בסעיף זה, ראו שטרן, לעיל ה"ש 21.

89 על קבלת החלטות בחברה חדלת פירעון ראו ביתר הרחבה להלן בפרקי השער השני.

90 ראו, למשל, THOMAS H. JACKSON, THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW 5 (1986); Charles W. Mooney, Jr., *A Normative Theory of Bankruptcy Law: Bankruptcy as (is) Civil Procedure*, 61 WASH. & LEE L. REV. 931 (2004).

אינם עניין דיוני.⁹¹ אלה הן הוראות משפטיות מהותיות היורדות לשורשן של זכויות. זכויות משפטיות הנחזות כמוכרות לנו מן המשפט האזרחי מקבלות צביון שונה בתחום חדלות הפירעון. לא זאת אף זאת, כפי שכבר הובהר לעיל, אחדות מן הזכויות המשפטיות, הממוקמות באופן רשמי בחקיקה האזרחית, אינן אלא זכויות שחשיבותן המהותית היא דווקא בנסיבות של חדלות פירעון. כך, למשל, עיקר פועלה של זכות השעבוד הוא מתן עדיפות לבעל השעבוד על פני נושים אחרים של חייב משותף המתקשה לפרוע את חובותיו. לפיכך, יש לראות בזכויות אלה חלק בלתי נפרד מדיני חדלות הפירעון. לאור כל האמור לעיל, דומני כי קשה להתייחס אל דיני חדלות הפירעון כאל דין דיוני בלבד. זהו ענף המעגן זכויות של נושים ושל חייבים באופן מהותי.

ד. נעימות מאפיינות של הענף המשפטי

1.37 הדיון בדיני חדלות פירעון מתאפיין לעתים בהתייחסות דו-קוטבית לתחום. ניתן לזהות צמדים שונים של מאפיינים שלפיהם התחום נדון. יש צמדים המשקפים בעיניי הבחנה עניינית בין נסיבות שונות, ולעומתם יש צמדים אשר עיקרם הוא חלוקה היסטורית המשקפת אנליטיקה מסופקת. הצמדים השונים שלפיהם נוהגים לדון בדיני חדלות הפירעון הם:

- (א) התנגשות זכויות בין נושים לבין עצמם לעומת התנגשות בין כלל הנושים לבין החייב.
- (ב) סוגיות העוסקות באופן השימוש במשאבי החייב לעומת אלה העוסקות בחלוקת הכספים בין הנושים.
- (ג) שאלות משפטיות העוסקות בתזמון הפירעון לנושים לעומת שאלות משפטיות העוסקות בשיעור הפירעון לנושים.
- (ד) דיני פירוק חברה לעומת דיני הבראת חברה.
- (ה) דיני חדלות פירעון של אישיות בשר ודם לעומת דיני חדלות פירעון של תאגיד.

בפסקאות הבאות אעמוד על הבחנות אלה ועל פשרן. אקדים ואומר כי, מקרב הבחנות אלה, האחרונה היא הבחנה בלתי עניינית בעיניי. אין היא אלא הבחנה היסטורית. ההבחנות האחרות אכן עשויות לסייע להאיר סוגיות משפטיות שונות בדיני חדלות פירעון. להלן נראה כי לחלק מהבחנות אלה יש מכנה משותף מכונן. מכנה משותף זה הוא ההבחנה שהובאה לעיל בין נסיבות של חדלות פירעון המעוררות "דילמת עציר" לבין נסיבות של חדלות פירעון המעוררות "משחק סכום אפס".

1. התנגשות בין נושים לבין עצמם לעומת התנגשות בין כלל הנושים לבין החייב

1.38 רבות מן הסוגיות המתעוררות בדיני חדלות פירעון עוסקות בשאלה, כיצד קיומה של זכות מסוימת ישפיע על אופן הפירעון לכלל נושי החייב. פירעון מלא לנושה אחד יגרע, מן הסתם, משיעור הפירעון לנושים אחרים, ולהיפך. קביעת עיקרון של שוויון בפירעון חובות לא-מובטחים היא דרך אחת להידרש לנושא כאמור. קביעת עדיפות לנושה המובטח באמצעות שעבוד נכס של החייב גם היא דרך

91 לדיון מקיף בשאלת תכליותיהם של דיני חדלות פירעון ראו להלן פרק שלישי.

להידרש לסוגיה. בעיות מסוג זה עוסקות אפוא בשאלת התנגשות הזכויות הפנימית בין נושים שונים של החייב. עיקרן של שאלות אלה הוא עקרונות העדיפות לפיהם ייפרעו חובות הנושים. דיון זה מנותק לחלוטין משאלות על אודות גורל החייב ועתידו. לעומת זאת, שאלות עקרוניות אחרות בדיני חדלות פירעון כרוכות בהשפעותיה של ההכרעה המשפטית על סיכויי החייב להוסיף ולהתקיים בתום הליכי חדלות הפירעון. לצד זכויותיהם של הנושים, נבחן בשאלות כאמור גם גורלו של החייב. לכאורה, שקילה ערכית זו אינה מתייחסת לפיצול ההעדפות שבין הנושים לבין עצמם. הפעם נשקל עניינם של הנושים כקבוצה אחידה (למראית עין) לעומת עניינו של החייב בהמשך קיומו הכלכלי בתום הליכי חדלות הפירעון. הביטוי המובהק ביותר לשאלות מסוג זה הוא הדיון בהפטר חובותיה של אישיות בשור ודם. צו הפטר של חייב כאמור נועד לאפשר לו לפתוח דף כלכלי חדש בחייו האישיים, תוך הסרתו של עול חובות העבר מעל כתפיו. ברי כי הפטר החובות פוגע בשיעור הפירעון של הנושים. אלמלא צו זה, היו זכאים הנושים להוסיף לגבות מהכנסותיו העתידיות של החייב. ברם, כנגד השיקול הערכי של קיום התחייבויות במשפט ופירעון חובות לנושים, קיים שיקול ערכי של "יְכִי-נְמוּךְ אַחִיךָ, וּמָטָה יְדוֹ עִמָּךְ... אַל-תִּקַּח מֵאִתּוֹ נֶשֶׁךְ וְתַרְבִּית, וְנִרְאֵתָ מְאֹלְהִיךָ; וְחַי אַחִיךָ, עִמָּךְ"⁹² ואיסור התנהגותי של "לא-תִּהְיֶה לוֹ, כְּנֹשֶׁה"⁹³. ביטוי נוסף לשאלת הקשר בין זכויות לבין אופן הפירעון לנושים נוגע לחייב שהוא תאגיד. בספרות האקדמית דנים בשאלה המורכבת אם יש מקום לנקוט הליכים להבראת חברה גם כשברור כי אין בהליכים אלה כדי לשפר את סיכויי הפירעון לנושים, בהשוואה לחלופת הפירוק. דיון כאמור יתקיים בהמשך בפרק שלישי. דיון זה נזכר כאן כדוגמה נוספת לסוגיה משפטית שמוקד עניינה הוא התנגשות בין זכויות כלל הנושים מזה, וגורלו של החייב – מזה.

2. אופן השימוש במשאבי החייב לעומת חלוקת הכספים בין הנושים

1.39 ההבחנה השנייה בדיני חדלות פירעון היא בין שאלות המתמקדות באופן השימוש במשאבי החייב בהליכי חדלות הפירעון לבין שאלות המתמקדות באופן חלוקת הכספים בין נושי החייב. ביטוי לשאלות מן הסוג השני הובא כבר בפסקה הקודמת. סוגיית כללי העדיפות בין נושים היא סוגיה העוסקת כולה בשאלה כיצד יש לחלק את הכספים המתקבלים מן החייב בין נושיו השונים. שאלה זו מתעוררת רק בשלב שבו כספים מקופת החייב מיוחדים בפועל לפירעון לנושים.⁹⁴ אז נידרש לסדר את הנושים על פי תור. אולם עד שמגיע שלב הפירעון חולף זמן. הפירעון אינו שלב הפתיחה של ההליך, כי אם סיומו. ברם, משאביו של החייב טעונים ניהול מעשי אף בפרק הזמן שבין פתיחת ההליך הקיבוצי לבין פירעון החובות, בין שפרק זמן זה הוא ארוך ובין שהוא קצר. משאבי החייב אינם יכולים

92 ויקרא כה 35–36.

93 שמות כב 24.

94 עם זה, שאלת סדרי העדיפות משפיעה בעקיפין אף על כללים משפטיים החלים בשלבים המוקדמים של הליכי חדלות הפירעון. כך, למשל, דין עיכוב הליכים בפירוק אינו חל על נושה מובטח של החברה החייבת. ע"א 5821/92 ח'ורי נ' עו"ד פישלר, פ"ד מט(5) 833 (התשנ"ו-1996). הדבר נובע מסדרי העדיפות שלפיהם ממילא תחילה ייפרע נושה מובטח. בשל עדיפותו זו, ההנחה שביסוד החריג לעיכוב ההליכים היא כי "מה לי פירעון עתה ומה לי פירעון אחר-כך", הלא בכל מקרה ייטול נושה זה ראשון. אם כן, לכאורה, אין כל טעם לעכבו מלגבות כבר בראשית ההליך. לדיון נרחב בדין עיכוב ההליכים וההצדקות לכללי המשחק הפנימיים שלו ראו להלן פרק שנים-עשר.

לעמוד כאבן שאין לה הופכין. ממילא, שומה על הדין להגדיר מקבל החלטות מוסמך לתקופת ביניים זו. מקבל החלטות מוסמך כאמור יידרש להחליט כיצד לנהל את נכסי החייב בתקופת הליכי חדלות הפירעון. יהיה עליו להחליט החלטות כלכליות. כך, למשל, הוא יידרש להחליט אם להוסיף ולהפעיל לפי שעה את מכלול עסקיו של החייב או לצמצם את פעילותם. הוא יידרש גם להחליט אם לממש חלק מן הנכסים לאלתר או להמתין מחמת החשש שמא מכירה חפוזה תניב מחיר נמוך מדי לנכסים אלה. לצד החלטות כלכליות אלה, ייתקל מקבל החלטות בשאלות משפטיות על אודות השימוש בנכסים. אחת מהן היא, למשל, השאלה אם ניתן להוסיף ולקיים חוזה שהחייב קשור בו, גם אם החוזה הופר בידי החייב לפני פתיחת ההליכים. שאלה נוספת היא אימתי בשלו התנאים לכניסתה של חברה להליכי חדלות פירעון. היש להקדים ולהכניסה להליכים כאמור או אולי יש דווקא להיזהר מפני כניסה מוקדמת מדי להליכי חדלות פירעון? סוגיות אלה עוסקות בשימוש במשאבי החייב, ואינן נוגעות במישרין בשאלת פירעון הכספים המתקבלים לנושים השונים.

1.40 שאלות משפטיות שונות מתחום דיני חדלות הפירעון ניתנות אפוא לסיווג לפי ההבחנה בין אופן השימוש במשאבי החייב לבין חלוקת הכספים בין הנושים. ודוקו: ההבחנה העיונית האמורה נוגעת אך להשפעה הישירה שיש לכל אחת מן השאלות המשפטיות הנדונות. חלק מן השאלות משפיע במישרין על אופן השימוש במשאבים וחלק אחר משפיע במישרין על חלוקת הכספים בין הנושים. ברם, אין לכחד כי הבחנה שניונית זו אינה חדה כפי שהיא נחזית. סוף סוף, השאלות העוסקות באופן השימוש במשאבי החייב משפיעות אף על הפירעון לנושים, אם לא במישרין אזי בעקיפין.⁹⁵ כך, למשל, המשך קיומו של חוזה שהופר עשוי לסייע ליתר נושי החייב להיפרע בשיעור גבוה יותר, אם החוזה רווחי לעסקיו של החייב. ברם, הנפגע מהפרת החוזה אף הוא נושה בחייב. האין סיוע זה ליתר הנושים בא על חשבון זכויותיו של הנפגע? הסתכלות מזווית זו בשאלה האמורה תלמדנו כי אופן השימוש בנכסי החייב משפיע לעתים אף על שאלות שעניינן חלוקה בין הנושים. עם זה, יש תועלת מסוימת בהבחנה האמורה. ככל שניתן להגדיר סוגיות מסוימות ככאלה שעיקר עניינן הוא אופן השימוש במשאבי החייב, יקל להציע אמות מידה כלכליות, להבדיל ממשפטיות, כאמות המידה הראויות להנחיה כיצד לנהל את משאבי החייב. ברם, ככל ששאלות חלוקתיות בין הנושים ישתרבו אף לסוגיות אלה, תהפוכנה אמות המידה המנחות למורכבות יותר. מצד אחר, אף שאלות הנחזות לחלוקתיות בעיקרן עשויות להשפיע השפעה של ממש על השימוש במשאבי החייב. כך, למשל, שאלת עדיפותו היחסית של מממן הליכים להבראת חברה נחזית לשאלה בדבר חלוקת הכספים בין הנושים. ברם, שאלה זו משפיעה השפעה מכרעת על אופן השימוש במשאבי החייב. קביעת עדיפותו היחסית של המממן תשפיע על מידת נכונותם של מממנים-בכוח לממן בפועל את הליכי הבראת החברה. בלא מימון כאמור, נגזר על החברה ברוב המקרים גזר דין של סיום הפעילות העסקית, כלומר השימוש במשאביה יהיה בדרך של מכירת חיסול בלבד. הנה כי כן, נמצאנו למדים כי אף שהבחנה בין שאלות חלוקתיות לבין שאלות בדבר אופן השימוש במשאבים מסייעת לניתוח המשפטי, אין הבחנה זו חדה ונקייה. מדובר במלכויות שאחת מהן נוגעת-גם-נוגעת בחברתה.

95 אוריאל פרוקצ'יה דיני פשיטת רגל והמשפט האזרחי בישראל 262–279 (התשמ"ד).

3. תזמון הפירעון לנושים לעומת שיעור הפירעון לנושים

1.41 הבחנה נוספת בדיני חדלות פירעון היא בין דינים שהשפעתם היא על תזמון הפירעון לנושים לבין אלה שהשפעתם היא על שיעור הפירעון לנושים. תזמון הפירעון מתמקד בהבדלים שבין פירעון מהיר לבין פירעון כעבור זמן. כך, למשל, אחד ההבדלים הבולטים בדין הישראלי כיום בין פירוק חברה לבין הבראתה הוא שבפירוק נושה מובטח רשאי לגבות את חובו לאלתר, ואילו בהבראת חברה הוא מעוכב, כמו שאר הנושים, עד לשלב פירעון מרוכז בתום ההליך. הבדל זה מעורר שאלות באשר לזכות הנושה המובטח. היש לראות את מעמדו בהליך של הבראת חברה כמעמד פגיע יותר בהשוואה למעמדו בהליך פירוק? האם זכאי הנושה המובטח לפיצוי בגין פגיעה כאמור? שאלות אלה מתמקדות במועד הפירעון לנושה המובטח ובהשפעותיו המשפטיות. ברם, אין בשאלות אלה כדי לערער ולו לרגע את מעמדו החלוקתי של הנושה המובטח ככביר מקרב כלל הנושים. עדיפותו מוגשמת במלואה. השאלה היא רק אימתי. הלכה למעשה, שאלות מסוג זה מתמקדות בעיקר בתקופת הביניים, היינו מאז פתיחת ההליכים הקיבוציים ועד לשלב הסיום, הוא פירעון החובות לנושים. לעומת זאת, קיימים דינים אחרים בחדלות פירעון שעניינם הוא שיעור הפירעון שיזכה בו הנושה. אכן, כל סדרי העדיפות מתמקדים בשאלת גודל החלק שיזכה בו כל נושה. אם נמשיך להשתמש בדוגמת הנושה המובטח, כי אז ניתן לציין, למשל, את הכלל, שלפיו פירעונו של חוב המובטח בשעבוד צף נדחה מפני חובות בדין קדימה,⁹⁶ ככלל העוסק בשיעור הפירעון לנושה מובטח כאמור. אף השאלה אם נושה מובטח יהיה עדיף מנושה לא-מובטח כדי מלוא שווי בטוחתו, או אך כדי חלק משווי הבטוחה, היא שאלה מן הסוג האמור.⁹⁷ כפי שנראה בהמשך הספר, שאלות הנסובות על שיעור הפירעון הן השאלות המתמודדות עם עיקר זכויותיהם של הנושים. מטבע הדברים, שאלות אלה מתעוררות בייחוד בשלב סיום ההליכים הקיבוציים, בעת שהנושים נפרעים בפועל.

4. דיני פירוק חברה לעומת דיני הבראת חברה

1.42 דומה כי אחת ההבחנות המוכרות והברורות ביותר בדיני חדלות פירעון היא ההבחנה בין פירוק חברה לבין הבראת חברה. אכן, שני הליכים אלה שונים זה מזה. שניהם עוסקים בחברה חדלת פירעון, אך כל אחד מהם מתווה דרך שונה להתמודדות עם משבר כלכלי זה. להלן נראה כי עיקר ההבדל ביניהם הוא במשמעויות המשפטיות הנודעות לכל הליך בסיומו. בעניין זה מקובל להבחין בין השניים כך: פירוק חברה הוא הליך שבסיומו מתחסלת אישיותה המשפטית של החברה. מבחינה משפטית, בתום הפירוק לא ייוותר עוד כל חייב. לעומת זאת, הבראת חברה – כשמה כן היא. האישיות המשפטית של החברה תישמר. החייב נקלע לקשיים, ובהליך ההבראה מסייע לו המשפט להתמודד עם הקשיים. ברם, המשפט אינו מסיר את אישיות החברה מן המגרש. החברה מתאוששת ותמשיך לתפקד אף בעתיד בדל"ת אמותיה של אישיותה המשפטית המקורית.

96 סעיף 354(ג) לפקודת החברות.

97 ראו דיון בסוגיה זו להלן, פסקאות 16.47–16.53.

1.43 הבחנה זו בין דיני פירוק חברה לבין דיני הבראתה מתארת נכונה השפעה משפטית מסוימת של כל אחד מהליכים אלה, אולם השפעה זו היא אך **אחת** מן הנפקויות שבין הליך פירוק חברה לבין הליך הבראתה. ההבחנה האמורה היא **הבחנה** המתמקדת בכל אחד מן ההליכים **מנקודת ראותו של החייב**. אכן, מבחינת החייב, יש הבדל גדול אם בסוף הדרך בוקע האור ונמשכים חייו המשפטיים, או אם "סוף הדרך" הוא ביטוי שיש לפרשו כפשוטו. ברם, **להבחנה** בין שני ההליכים ניתן להידרש אף **מנקודת ראותם של נושי החברה**. מבחינתם של מרבית נושי החברה, מערך יחסיהם עם החברה מסתכם בזכותם לקבל כסף ממנה. זהו כל עניינם. לדידם, השאלות היחידות המעניינות הן: "מתי אזכה לראות את כספי מושב אליי, וכמה מתוכו אכן יושב?". שאלת המשך קיומו המשפטי של החייב או חיסולו היא, במקרה הטוב, שאלה משנית מבחינתם. התבוננות זו מתמקדת אפוא בפירעון החובות לנושים. ואמנם, בסוף כל אחד משני הליכים אלה, ייפרעו החובות לנושים באופן שונה לגמרי. בפירוק חברה יסתיים ההליך במימוש נכסי החייב. הנכסים יימכרו ותתקבל תמורה במזומנים. כספי התמורה שיתקבלו במימוש ישמשו לפירעון החובות לנושים לפי סדרי העדיפות הקבועים בדין. בתום הליך כאמור, ייפרעו החובות לנושים בתוך פרק זמן קצר ביותר. החובות אמורים להיפרע לאלתר מתוך תמורת הנכסים הממומשים. לעומת זאת, בהבראת חברה יסתיים ההליך באישורה של תכנית הבראה. תכנית זו תכלול הסדר משפטי בין החברה החייבת לבין נושיה בדבר פירעון חובותיה כלפיהם. לב ההסדר הוא פירעון החובות לשיעורין. על פי תכנית ההבראה, נכסי החברה ממשכים לפעול כמערך כולל, כ"עסק חיי", ולהניב מזומנים למען החברה. ההכנסות המתקבלות מן הפעילות הן המקור לפירעון לנושים. שיעור המזומנים המשולם לנושים מההכנסות השוטפות בכל פרק זמן שנקבע בתוכנית ההבראה סביר שיהיה נמוך מן השיעור המתקבל במימוש נכסי החייב. עם זה, סך כל התשלומים לנושים מתוך ההכנסות השוטפות של החברה לפי תכנית ההבראה עשוי להיות גבוה יותר מהסכום שהניב מימוש הנכסים.⁹⁸ אכן, המונחים האמריקניים לפירוק ולהבראה מעידים על הבחנה ביניהם על בסיס אופן הפירעון לנושים ולא על בסיס גורל החייב. פירוק מכונה בארצות-הברית liquidation, כלומר המרת הנכסים בכסף נזיל. לעומת זאת, הבראה מכונה שם reorganization, היינו ארגון מחדש של מערך הזכויות המשפטיות כלפי החייב. ארגון מחדש משמעו פריסת התשלומים על פני פרק זמן ממושך, בלי להיזקק בהכרח למימוש נכסי החייב. ניתן לדמות את ההבחנה האמורה בין פירוק לבין הבראה לאפשרויות הניצול היעיל של פרה ברפת. דרך אחת היא ניצול כלכלי חד-פעמי באמצעות המתנה וביתורה לנתחים. מכירת הנתחים תניב את תמורתה. עם זה, ניצול חלופי של הפרה הוא דווקא שימורה כבעל-חיים וחליבתה מדי יום. תפוקת החלב של הפרה היא אשר תניב את ערכה הכלכלי. נקל להבחין כי הנמשל לחלופה הבשרית הוא הליך הפירוק, ואילו הליך ההבראה משול לחלופה החלבית.

98 כמובן, מבחינה כלכלית, יש להשוות את הערכים הכלכליים המתקבלים במימוש נכסים עם הערכים הכלכליים המתקבלים בפריסת תשלומים לפי ערך מהוון.

5. דיני חדלות פירעון של אישיות בשר ודם לעומת דיני חדלות פירעון של תאגיד

1.44 באופן מסורתי, אחת ההבחנות המקובלות ביותר בישראל בדיני חדלות פירעון היא בין הליכים העוסקים בחדלות פירעון של אישיות משפטית בשר ודם לבין הליכים העוסקים בחדלות פירעון של אישיות משפטית שהיא תאגיד. ההליכים העוסקים בחייב בשר ודם נתפשים כבעלי צביון ייחודי, ואלה העוסקים בחייב שהוא חברה נדמים כברייה משפטית אחרת. ההשקפה הרווחת בעניין זה היא כי להיות תאגיד אישיות משפטית המתקיימת על פי דין, אישיות משפטית "מלאכותית", ממילא הליך משפטי כפירוק הוא ייחודי לה. לא-מעטים סבורים כי אין דין התמודדות חייב בשר ודם עם נושיו השונים כדין התמודדותה של חברה מאוגדת. זו האחרונה תתחסל בתום ההליך ואילו חייב בשר ודם יוסיף להתקיים.

1.45 לדעתי, ההבחנה בין דיני חדלות פירעון על בסיס סוג אישיותו המשפטית של החייב, אינה הבחנה מהותית.⁹⁹ היא מרדדת במידה רבה את הדיון בדיני חדלות פירעון ומחטיאה חלק ניכר ממהותם. הבחנה זו היא ברובה תוצר של התפתחות משפטית היסטורית עוד מימי המנדט הבריטי,¹⁰⁰ אולם הצדקתה העניינית אינה מבוססת כלל ועיקר. טעמים שונים לכך: ראשית, כפי שראינו בהבחנה הקודמת, לא כל חברה חדלת פירעון מסיימת את חייה המשפטיים בעקבות מצב כלכלי זה. חברות נכנסות לעתים להליך הבראה ואם הוא מסתיים בהצלחה, אישיותן המשפטית מוסיפה להתקיים בדיוק כמו חייב בשר ודם. שנית, אף חברה הנכנסת לפירוק עוברת הליך חדלות פירעון שווה לגמרי ודומה בתפישות היסוד שלו להליך המתקיים בחדלות הפירעון של חייב בשר ודם. ניהול הליך קיבוצי, שבמהלכו מתמנה בעל תפקיד המרכז את תביעות הנושים השונים ופועל למימוש נכסי החייב לשם פירעונם, מתקיים בין בחדלות פירעון של חייב בשר ודם ובין בחדלות פירעונה של חברה. אף סדרי העדיפות, המכתיבים את אופן פירעון החובות בתום ההליך, שווים לחלוטין. אין הבדל בין מעמדם של נושה מובטח, של חוב בדין קדימה או של נושה לא-מובטח בהליך של חדלות פירעון של חייב בשר ודם לבין מעמדו של כל אחד מאלה בהליך פירוקה של חברה. שלישיית, כפי שהבהרתי בפסקה הקודמת, לפחות מנקודת ראותם של הנושים, הנושא החשוב מבחינה משפטית הוא אופן פירעון חובות החייב כלפיהם. המשך קיום אישיותו המשפטית הוא שאלה משנית בחשיבותה. יתרה מזו, מבחינה משפטית עיונית צרופה, ניתן לומר כי **בעבור הנושים של חייב בשר ודם, בתום ההליך של חדלות הפירעון הריהו כמי שחדל מלהתקיים כאישיות משפטית.** אמנם חייו הפיזיים נמשכים עד מאה ועשרים. גם אישיותו המשפטית מוסיפה להתקיים עד יום מותו, ולכן הוא כשר לכל פעולה, זכות וחובה משפטיות.¹⁰¹ ברם, בעבור נושיו שנכנסו עמו לפרדס של חדלות הפירעון, יוצא החייב מן הפרדס בשלום ומותירם שם תועים באפלה. משזכה החייב בשמיטת חובות, מחוסן החייב מבחינה מהותית

99 עמדה דומה נקטו בעבר צפורה כהן ואוריאל פרוקצ'יה. ראו צפורה כהן **פירוק חברות** 5–6 (מהדורה שנייה, התשע"ו); פרוקצ'יה, לעיל ה"ש 95, בעמ' 245–247; דוד האן "פירוק חברות" מאת ציפורה כהן **מחקרי משפט** טז 487, 495–498 (התשס"א). ראו גם David A. Skeel Jr., *An Evolutionary Theory of Corporate Law and Corporate Bankruptcy*, 51 VAND. L. REV. 1325 (1998); David A. Skeel Jr., *Rethinking the Line Between Corporate Law and Corporate Bankruptcy*, 72 TEX. L. REV. 471 (1994).

100 להלן פרק רביעי.

101 סעיף 1 לחוק הכשרות המשפטית והאפורופסות, התשכ"ב-1962.

מפני תביעותיהם של נושים אלה. עתידו של החייב משוחרר מעברו. יום צו ההפטר הוא יום סיום היחסים המשפטיים בין החייב לבין נושיו. לפיכך, מנקודת מבטם של הנושים, מיום שנשמטו חובותיו משול חייב בשר ודם לאישיות משפטית שחדלה מלהתקיים.¹⁰²

1.46 אמנם קיים דיון אחד, עקרוני ומהותי מאין כמותו, העוסק בחדלות פירעון של חברה ואשר הוא ייחודי לה כאישיות משפטית שאינה בשר ודם. כוונתי לדיון בשאלה אם יש מקום לשמור את קיומה המשפטי של חברה באמצעות הליכי הבראתה, בנסיבות שבהן המשך קיומה אינו מבשר תוספת פירעון לנושים. שאלה זו מיוחדת לחברות, שכן חייהן המשפטיים נתפשים מעיקרא כמכוונים להשיג תועלות כלכליות דווקא.¹⁰³ לפיכך, אין לחייהן ערך עצמאי המצדיק שימור והגנה בכל תנאי. זאת, בשונה מחייב בשר ודם, אשר חייו כאדם, כשהוא ממורק מעול חובות העבר בעלי ערך עצמאי ונפרד מן התועלת הכלכלית. אצל חייב בשר ודם נקל להשתכנע מדוע יש מקום לצוות על הפטר מחובות עבר.¹⁰⁴ ברם, אצל חברה, שאלת המשך חייה המשפטיים לפני שהשלימה את פירעון חובותיה לנושיה היא שאלה שפתרונה אינו דומה לפתרון שנקבע לגבי חייבים בשר ודם. אין לכחד, הבדל זה הוא הבדל של ממש בין חייב בשר ודם חדל פירעון לבין חברה חדלת פירעון. ברם, הבדל זה, חשוב ככל שיהיה, הוא ההבדל הממשי היחיד ביניהם. כאמור, הבדל זה פועל את פעולתו בסיום ההליכים. לעניות דעתי, אין צורך ליצור דין דו-ראשי בשל הבדל זה בלבד. השלד של דיני חדלות פירעון – חד הוא. די לו בעמוד שדרה חקיקתי אחד, ואין לפצלו לשניים על בסיס סוג האישיות המשפטית של החייב. כל פיצול אך גורם לכפילויות מיותרות, מחד גיסא, ולחסרים משפטיים ולהסדרים העלולים ליפול בין הכסאות, מאידך גיסא. כפילות משפטית מעוררת שאלות פרשניות רבות, מביאה לידי מינוח בלתי אחיד ומכבידה על בתי המשפט, ביוצרה התדיינות מיותרות. די לדין שיקבע הסדר ייחודי לשמיטת חובות שיחול דווקא על חדל פירעון בשר ודם והסדר ייחודי נוסף שיעסוק בשאלת המשך קיומה של חברה כשאין בכך תועלת לנושים. ברם, אין להרחיק מעבר לכך ולפצל את כל הענף המשפטי האמור לשניים.

1.47 הבחנה בין אישיות משפטית בשר ודם לבין אישיות משפטית שהיא תאגיד אינה מקובלת בענפי משפט אחרים. משהפנט המשפט לפני שנים רבות את דבר היותה של חברה אישיות משפטית, התקבלה החברה למשפחת ה"אדם" בהגדרתו המשפטית. מאז ואילך, החברה קיימת כיריב משפטי של כל אדם אחר, לזכות ולחובה. לפיכך, כל ענף משפטי המסדיר היבט מסוים של יחסים בין אדם לחברו חל שווה בשווה הן על בן אנוש בשר ודם והן על חברה. כך, למשל, דיני החוזים, דיני הנזיקין או דיני הקניין, חלים על זה כעל זה, בלא הבדל. אין שני דיני חוזים, האחד לאנשים בשר ודם והאחר לתאגידים. אפילו המשפט הפלילי חל בעיקרו שווה בשווה הן על בני אנוש בשר ודם והן על תאגידים.¹⁰⁵ לפיכך,

102 Richard A. Posner, *The Rights of Creditors of Affiliated Corporations*, 43 U. CHI. L. REV. 499, 503 (1975). השוו עוד Steven Shavell, *The Judgment Proof Problem*, 6 INT'L REV. L. & ECON. 45 (1986).

103 סעיף 11(א) לחוק החברות.

104 לדיון רחב על שמיטת חובותיו של חייב בשר ודם בתום הליך חדלות הפירעון בעניינו ראו להלן שער חמישי.

105 להטלת אחריות פלילית על תאגידים ראו ע"פ 3027/90 מודיעים בינוי ופיתוח בע"מ נ' מדינת ישראל, פ"ד מה(4) 364 (התשנ"א-1991).

אף כאשר הופכת האישיות המשפטית לחדלת פירעון ויש להסדיר מבחינה משפטית את תביעות נושיה השונים כלפיה, אין מקום לקבוע שני דינים שונים לפי טיב האישיות המשפטית של החייב. לא שני דיני חדלות פירעון הם, כי אם אחד.¹⁰⁶

1.48 דבריי אלה הופנמו באופן יחסי בחוק חדלות פירעון. אחד מיעדיו של החוק הוא השילוב יחדיו של דיני חדלות פירעון המתייחסים לחייב בשר ודם ושל דיני חדלות פירעון המתייחסים לתאגיד, תחת עמוד שדרה אחד. ואכן, במובנים שונים, קיימת האחדה מבורכת. כך, למשל, העיסוק בדין המהותי של סדר פירעון החובות לנושים השונים,¹⁰⁷ הטיפול בתביעות החוב המוגשות,¹⁰⁸ או ביטול פעולות שבוצעו ערב פתיחת ההליך¹⁰⁹ מוסדרים, כמתבקש, באופן מאוחד. עם זה, אופן ניהול ההליכים עודנו מופרד בין הליך המתייחס לחייב בשר ודם¹¹⁰ לבין הליכים המתייחסים לחייב תאגידי.¹¹¹ אפילו שמות ההליכים האמורים אינם משותפים. בעניין זה הלך המחוקק הישראלי אפוא בעקבות הדגם האנגלי – חקיקת חוק מאחד במעטפתו הארגונית, אך השומר, עם זאת, על הפרדה ניכרת בתוכו בין סוגי החייבים השונים. דבר זה בולט במיוחד גם בהפרדתן, בחקיקה החדשה, של סמכויות השיפוט באשר לחייבים השונים. בעוד שתיקי חדלות פירעון של חייב תאגידי יוסיפו להידון כבעבר בבתי המשפט המחוזיים, יידונו תיקי חדלות פירעון של חייבים בשר ודם אצל הממונה על חדלות הפירעון¹¹² ובבתי משפט השלום,¹¹³ ותיקים בסכום נמוך יחסית של חובות אף יידונו באופן בלעדי אצל רשמי ההוצאה לפועל.¹¹⁴

6. סיכום ההבחנות

1.49 כפי שהערתי לעיל,¹¹⁵ אחדים מן הזוגות המובחנים שנסקרו זה עתה קשורים מבחינה עניינית. יתרה מזו, חלק מהבחנות אלה קשור לתפישת חלק מנסיבות חדלות הפירעון כ"דילמות עציר" ותפישת חלק אחר כ"משחקי סכום אפס".¹¹⁶ כוונתי היא לשלוש ההבחנות האלה: ראשית, ההבחנה בין הסוגיה בדבר אופן השימוש במשאבי החייב לבין הסוגיה בדבר חלוקת הכספים בין הנושים. שנית, ההבחנה בין שאלת תזמון הפירעון לנושים לבין שאלת שיעור הפירעון להם. שלישית, ההבחנה בין פירוק חברה לבין הבראתה. במהותם, אופן השימוש במשאבי החייב, תזמון הפירעון לנושים ודיני הבראת חברה,

- 106 לדעה התומכת באיחוד דיני פשיטת רגל עם דיני ההוצאה לפועל, תוך הפרדת הטיפול בחייבים בשר ודם מהטיפול בחייבים תאגידיים, ראו רון חריס "ממאסר להפטר – הצעת סדר-יום חדש לחקיקת דינים לאכיפת חיובים" עיוני משפט כג 641 (התש"ס).
- 107 סעיפים 231–237 לחוק חדלות פירעון.
- 108 שם, סעיפים 209–215.
- 109 שם, סעיפים 219–223.
- 110 שם, חלק ג'.
- 111 שם, חלק ב'.
- 112 זה שמו החדש של הכונס הרשמי לפי חוק חדלות פירעון. ראו שם, סעיפים 266–278, ודברי ההסבר להצעת החוק המתייחסים לסעיפים אלה.
- 113 שם, סעיפים 104, 122, 161.
- 114 שם, סעיפים 186, 187.
- 115 פסקה 1.37.
- 116 לעיל פסקה 1.14.

עניין אחד הם. כל אלה עוסקים בעיקר בסוגיות המבקשות לברר אם יש דרך אשר באמצעותה ניתן להימנע מגבייה לפי שעה, לנהל במרוכז את משאבי החייב תוך נקיטת צעדי התייעלות ובכך להביא את החברה אל קו סיום ההליכים כשערכה הכלכלי גבוה יותר מזה שהיה ניתן להשיג לו היו ממהרים לממש את נכסיה במכירת חיסול. לשון אחר: הסוגיות הנדונות באמצעות שלושה אלה הן בעיקרן סוגיות המתמודדות עם "דילמת העציר". בהקשר זה דיני חדלות הפירעון מבקשים לסייע לצדדים להתגבר על הכשל הגלום ב"דילמת העציר" ולסייע בהשאת ערכו הכללי של החייב שכשל, תוך עיקור שיקוליו הפרטיים של כל נושה לבדו.¹¹⁷ בדומה, שאלות בעניין חלוקת הכספים בין נושי החייב, שיעור הפירעון היחסי לכל אחד מהם ועיקר דיני הפירוק, עניין אחד הם. נושאים אלה מתמקדים בחלוקת נתחים מתוך שוויו הכלכלי הכולל של החייב. אין הם חותרים להשאת ערך החייב מעל לקיים, כי אם לחלוקת הקיים בין בעלי התביעות השונים. אלה הם אפוא כללי משחק שהדין מוסר בידינו לשם יישוב כל ההתנגשויות בין הנושים המשחקים, זה לעומת זה, "משחק סכום אפס".

117 עם זה, כפי שכבר הוער לעיל, לא כל הבחנה בדיני חדלות פירעון היא חדה, ויש לעתים משום "עירוב תחומין" בין שני רכיביו של זוג מושגים. אף בענייננו יוער כי שאלות הנוגעות לתזמון הפירעון לנושים מסייעות גם להגשמת היעד החלוקתי בין הנושים, לצד היעד התועלתני של השאת הערך הכללי של החייב.

פרק שני

השחקנים המשתתפים

א. כללי

2.1 בפרק ראשון הוצגו יסודותיו של תחום חדלות הפירעון. בין השאר, צוין כי במצוקתו הכספית של החייב מעורבים החייב מזה והנושים מזה. אמירה מכלילה זו ראויה לביאור נוסף. מיהו בדיוק "החייב"? האם הוא ישות מוגדרת ובעלת עניין כשלעצמה? ומיהם "הנושים"? הפרק הראשון כבר הבהיר כי הנושים אינם עשויים מקשה אחת. מי ומי אפוא באים בגדר מונח זה?

הצגת הדמויות (או: השחקנים) אשר חדלות פירעון נוגעת בעניינן, במישרין או בעקיפין, נועדה להפנות זרקור אל העניין הנבדל של כל אחת מן הדמויות. ככל שיובהר השוני בין דמות אחת לרעותה, כן יתאפשר בירור אל-נכון של ההעדפות המתנגשות ביניהן. התנגשויות אלה עומדות ברקע לא מעט מההתחבטויות המשפטיות בתחום. פתרון אותן התחבטויות אינו אפשרי בטרם הובן עניינה הפרטי של כל אחת מן הדמויות המעורבות. הדיון להלן יציג אפוא טיפוסים שונים של שחקנים הנוגעים למשבר הכספי של החייב או המושפעים ממנו, ויעמוד על טיב ענייניו האישי של כל אחד מהם בגורל החייב חדל הפירעון.

ב. בעלי תביעה כספית

1. נושים חוזיים

(א) כללי

2.2 הביטוי "נושה" כולל את כל מי שזכאי לתבוע מן החייב, בתביעה משפטית, תשלום כסף המגיע לו על פי דין. תביעה זו יכול שתנבע מעילות משפטיות שונות ומגוונות. דומה כי התביעה הנפוצה מכול היא תביעה כספית שיסודה במערכת יחסים הסכמית בין הצדדים. משנקלע החייב למשבר כספי, הוא מתקשה פעמים רבות לעמוד בהתחייבויותיו החוזיות. פיגורים בתשלומים, למשל, הם בגדר הפרות של החוזים שהוא קשור בהם. לפיכך בסיס שכיח לתביעה כספית ולביסוס המעמד כנושה הוא העילה המשפטית של הפרת חוזה. כל לקוח שהתקשר עם החייב בחוזה לקבלת מוצר, נכס או שירות, ולא קיבלו, הוא נפגע מהפרת חוזה, ולפיכך גם הוא בגדר "נושה" של החייב. אף ספק, אשר התקשר עם החייב בחוזה להספקת מוצרים או שירותים ולא שולמה לו תמורתם, נפגע מהפרת חוזה, ולפיכך הוא

“נושה” בחייב. עובד של החייב שלא שולמה לו משכורתו נפגע מהפרת חוזה העבודה וזכאי אפוא גם הוא לסעדים חוזיים כחוק.¹

(ב) בנקים

2.3 בקרב הנושים החוזיים, בעלי תביעה כספית כלפי החייבים, בולט מקומם של המוסדות הפיננסיים. ברובם של המקרים ככולם, סכומי החוב הגבוהים ביותר הם כלפי נושים פיננסיים. הבנקים המסחריים הם נושים פיננסיים הפעילים מאוד בשוק האשראי.² חלק ניכר ממימון הפעילויות העסקית והצרכנית של חייבים מגיע בדמות חוזי הלוואה עם הבנקים. עסקיו העיקריים של הבנק הם בהעמדת אשראי ללקוחותיו במגוון דרכים. פירעון האשראי, או – למצער – מחזורו (refinancing, בלע"ז) בתנאים ראויים, הוא עניין חשוב ביותר בעיני הבנקים. הגנה על זכויות הפירעון שלהם כנושים מעסיקה את הבנק כבר מעת העמדת האשראי ללקוח-החייב.

2.4 הבנקים הם נושים אשר עיסוקם והתמחותם הם במתן אשראי. במובן זה, הבנקים הם גופים אשר אמונים על ההיבטים השונים של אשראי:

- (א) ניתוח הסיכון הגלום באשראי עובר לאישורו ללקוח.
- (ב) מעקב אחר החוב התלוי ועומד, וניהולו.
- (ג) ניהול משא ומתן להסדרת החוב בעת הצורך.
- (ד) נקיטת הליכי אכיפה לשם גביית החוב.

2.5 לשם כך פועלות בבנקים מחלקות ייעודיות המתמחות בתחום האשראי. האשראי מנוהל בבנקים מראשיתו ועד סופו בידי גורמים מקצועיים שזה עיסוקם. ממילא, כל מגע וקשר מול החייב מתבצעים באופן מרוכז ומקצועי מטעם גורמים מוסמכים בבנק. התמקצעות זו, גובה האשראי הבנקאי והעובדה כי ניהולם של חובות הוא עסקם העיקרי של הבנקים, הופכים את הבנקים לגורם מהותי וחשוב בקרב נושי החייב. הייצוג של הבנקים במגעים מול החייב הוא, בדרך כלל, ייצוג ממוקד, על ידי נושאי משרה מוגדרים, המוסמכים לקבל החלטות באשר לגורלו של החוב שעל הפרק.

(ג) מחזיקי אגרות חוב (אג"ח)

2.6 ברבות השנים עלה בהדרגה חלקן של אגרות החוב במימון עסקים.³ אגרות חוב הן חוזה הלוואה בין המנפיק (הלווה) לבין רוכשי אגרות החוב (המלווים). אגרות חוב מוחזקות הן על ידי מחזיקים פרטיים והן על ידי בתי השקעות, קרנות פנסיה, קופות גמל וחברות ביטוח (להלן ביחד:

1 צד לחוזה עשוי להיחשב לנושה אם עצם היקלעות הצד האחר לחוזה למצב של חדלות פירעון ייחשב ל"הפרה צפויה" של החוזה. ראו סעיף 17 לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה), התשל"א-1970. לדין מקיף בזיהויה של הפרה צפויה ראו משה גלברד **הפרה צפויה** 84–121 (חיבור לשם קבלת תואר "דוקטור", אוניברסיטת בר-אילן, התשס"א).

2 לפירוט ראו להלן פרקים חמישי, שישי.

3 שם.

משקיעים מוסדיים). מחזיקי אג"ח בכלל, והמשקיעים המוסדיים בפרט, הם נושים פיננסיים המתמקדים בתביעתם הכספית מול החייב. במובן המשפטי הצרופ, אין הם שונים מן הבנקים. עם זה, מאפייני פעילותם ואופן גישתם לטיפול בחוב שונים לא פעם מן הבנקים.

2.7 ניתן לזהות הבדלים אחדים בין החוב הנובע מהאג"ח לחוב הבנקאי. ראשית, אצל הבנקים העמדת אשראי לחייבים היא עסק עיקרי. זוהי ליבת הפעילות העסקית של הבנק ובה הוא מתמחה ומתמקצע. לעומת זאת, אצל מחזיקי האג"ח בכלל, ואצל המשקיעים המוסדיים בפרט, השקעה באגרות חוב – אשר היא אשראי לחברות המנפיקות – היא על פי רוב אפיק השקעה אחד מבין מגוון אפיקי השקעה בניירות ערך, ובשוק בכלל.⁴ כתוצאה מכך, באופן מסורתי, לא החזיקו המשקיעים המוסדיים מערכים מקצועיים העוסקים בניהול אשראי, בנייתו ובגבייתו באופן מקצועי ומסודר כמו אלה של הבנקים. שנית, ככלל, ההחזקה באג"ח חים היא מבוזרת יותר מאשר ההחזקה באשראי הבנקאי.⁵ האחרון מרוכז בידי מספר בנקים מצומצם באופן יחסי, אשר כל אחד מהם נושה בסכום ניכר בחייב המשותף. האג"ח חים שהנפיקה חברה עשויים לייצג שיעור חוב גבוה ביותר, במאות מיליוני ש"ח ואף במיליארדי ש"ח. ואולם, בשונה מן החוב הבנקאי, האג"ח חים מוחזקים פעמים רבות בידי מספר רב של מחזיקים, כך שהחוב שבו נושה כל אחד מן המחזיקים כשלעצמו הוא חוב נמוך באופן יחסי.⁶ שלישית, אג"ח חים הם, על פי רוב, נייר ערך אשר נסחר באופן פעיל בשוק המשני בבורסה לניירות ערך. רוצה לומר: מתקיים מסחר פעיל של מוכרים וקונים של אג"ח חים מונפקים וקיימים. לפיכך, לאורך תקופת החוב המיוצג באג"ח, מתקיימים חילופי גברי בקרב המחזיקים-הנושים. על רקע חילופים אלה ייתכן שהעדפת הסיכון או שנאת הסיכון של מחזיקי האג"ח תשתנה לאורך זמן. בהתאמה, עשויות להשתנות גם עמדותיהם של מחזיקי האג"ח במשא ומתן להסדר חוב עת נקלע החייב לקשיים פיננסיים. אכן, קיומו של שוק אג"ח משני פעיל מאפשר למחזיקים-נושים להתמודד עם החוב שבקשיים, בין השאר – בדרך של מכירת האג"ח חים (קרי: זכויות הנשייה) לזולת בשוק, וכך לחסוך מעצמם את גביית החוב במישרין מן החייב או את ניהולו של משא ומתן עמו להסדרת החוב.⁷

2.8 מאפייני האשראי האג"ח חים, ובראשם ביזור ההחזקות, הובילו לכך שהמגעים בין החברה החייבת לבין הנושים, קרי: המחזיקים, באשר לחוב המגולם באג"ח חים, מתנהלים באופן בלתי ישיר באמצעות סוכני ביניים. בקרב סוכנים אלה בולטים נאמני האג"ח ונציגויות האג"ח. לפי חוק ניירות ערך, קיימת

4 בחברות הביטוח, כל פעילות ההשקעות היא חלק מתוך מערך נרחב בהרכב של פעילות עסקית הכוללת שיווק פוליסות ביטוח שונות וניהול סיכונים אקטוארי לשם עמידה בהתחייבויות הגלומות בפוליסות אלה.

5 John Armour, Brian R. Cheffins & David A. Skeel, Jr., *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom*, 55 VAND. L. REV. 1699 (2002)

6 המשקיעים המוסדיים אמנם מחזיקים בשיעורי חוב גבוהים יחסית מסך החוב המתבטא באג"ח חים. עם זה, לצידם עדיין קיימים מחזיקים פרטיים מבוזרים. כמו כן, המשקיעים המוסדיים רבים יותר, ועל כן מבוזרים יותר, בהשוואה לבנקים.

7 בעניין הפערים בין רצונות מחזיקי האג"ח לרצונות הבנקים ראו גם לעיל פסקה 1.8, ה"ש 17.

חובה למנות נאמן לכל סדרת אג"ח המונפקות לציבור.⁸ הנאמן מייצג באופן ריכוזי את עניינם של מחזיקי אגרות החוב. הוא נאמן מטעמם ועומד על משמר זכויותיהם כלפי החברה החייבת. הנאמן משמש חוליית קישור המביאה לחברה את דברם של המחזיקים. נציגויות האג"ח הן בריה "צעירה" יותר, אשר באה לעולם בעקבות המשבר הפיננסי שפרץ בשנת 2008.⁹ רשות ניירות ערך ביקשה לקדם תשתית שתאפשר ניהול משא ומתן תכליתי בין חברות שנקלעות לקשיי פירעון של אגרות חוב לבין הנושים-המחזיקים. לשם קידומו של משא ומתן כאמור, החליטה רשות ניירות ערך לאפשר לסדרת אג"ח למנות נציגות מקרבם אשר תייצגם מול החברה במשא ומתן להסדר החוב. הנציגות היא כעין ועדה מטעם אותם נושים-מחזיקים המנהלת את המשא ומתן עם החברה ואחר כך חוזרת ומדווחת למחזיקי האג"ח על תוצאותיו. ככל שמתגבשות הסכמות והסדר חוב קורם עור וגידים, תדאג הנציגות להביא את הדברים ואת עמדתה המקצועית לפני המחזיקים עובר להצבעתם על אישור ההסדר המוצע.

2.9 ראו לציין כי נאמני האג"ח ונציגויות האג"ח פועלים זה לצד זה, וקימו של האחד לא ייתר את פעילותו של האחר. מצב זה אכן מוביל לריכוזי סוכני ביניים מטעם מחזיקי האג"ח ומעורר מחשבות באשר ליעילות הייצוג של מחזיקי האג"ח כלפי החברה החייבת.¹⁰

2. נושים מכוח הדין

2.10 לצד נושים שעילתם חוזית, קיימים נושים נוספים שזכותם הכספית נובעת מעילה נזיקית. כל אדם שזכה בתביעה כספית נגד החייב על יסוד עוולה בנזיקין הוא נושה של החייב. הביטוי "עילה נזיקית" אינו מצומצם אך לזכות כספית שהורחה בעוולה לפי דיני הנזיקין הכלליים. אף זכות כספית – שקמה מכוח הפרתה של הוראת חוק ייעודי – בכלל זה.¹¹ כללו של דבר, כל זכות כספית שקמה לאדם מכוח הדין, על פי המשפט הפרטי, מקנה לו מעמד של "נושה" בנסיבות חדלות פירעון של החייב.

2.11 לא רק דמויות מן המגזר הפרטי נושות בחייב. אף רשויות השלטון – בכלל הנושים הן. החובות הכספיים של אישיות משפטיות מן המגזר הפרטי לרשויות השלטון נובעים, בראש ובראשונה, מדיני המסים. תשלומי חובה שונים הכרוכים בפעילותו הכלכלית של החייב, ואשר אותם לא שילם בפועל, הם בבחינת חובות אשר הופכים את המדינה או הרשות המקומית ל"נושה". אף קנסות מינהליים או עונשיים המוטלים על חייב מכוח הדין יוצרים חובת תשלום. השלטון עשוי להיות נושה גם מכוח יחסים משפטיים חוזיים. כדין כל צד אחר לחוזה, אי קיום חובת תשלום כלפי הרשות מכוח חוזה מעניקה לרשות מעמד של "נושה".

8 סימנים ב' ו-ג' לחוק ניירות ערך. על הסדרת פעילותם של נאמני האג"ח ראו להלן פסקה 6.13. על פעילותן של נציגויות האג"ח ראו להלן פסקאות 6.10–6.11.

9 על המשבר הפיננסי העולמי וזליגתו לשוק הישראלי ראו להלן פרק שישי.

10 פרק 4 בדו"ח ועדת אנדרון.

11 ראו, למשל, סעיף 7 לחוק איסור לשון הרע, התשכ"ה-1965; סעיף 4 לחוק הגנת הפרטיות, התשמ"א-1981; סעיף 6 לחוק למניעת הטרדה מינית, התשנ"ח-1998; סעיף 1 לחוק האחריות למוצרים פגומים, התש"ם-1980. לצד עילת תביעה נזיקית לפי החוק הייעודי, עשויה הפרת החוק האמור להקים לנפגע אף עילת תביעה בשל הפרת חובה חקוקה מכוח הוראת סעיף 63 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש].

2.12 בעלי התביעה הכספית מעוניינים כמובן בפירעון החוב. ככלל, קיומו של החייב או חיסולו המשפטי, התחדשותו הכלכלית ועוד כהנה וכהנה שיקולים הנדונים לא אחת בהליכים של חדלות פירעון, מעניינים פחות את בעל התביעה הכספית.¹² מבחינתו, עומדת לזכותו תביעה משפטית לקבלת סכום כספי, ואת קיומה של הזכות האמורה הוא מבקש. לא זאת אף זאת, נושה אינו מתעניין בסכום הפירעון בלבד. שאלת מועד הפירעון היא בעבורו שאלה בעלת חשיבות כלכלית. נושה, שמועד פירעון החוב כלפיו הגיע זה מכבר, חש כי כל יום נוסף שחולף בלא שהחוב נפרע מוסיף על הפגיעה בזכותו המשפטית. חוב מגלם מערכת יחסים משפטיים התלויה בממד הזמן. זכות הנושה לתשלום נקבעת לפי מועד מסוים, ואין לחייב רשות לדחותה כאוות נפשו. על כן, דחיית התשלום עקב חדלות הפירעון של החייב היא פגיעה נמשכת והולכת בזכותו המשפטית של הנושה.

ג. בעלי עניין שאינו חוב כספי גרידא

2.13 משנקלע החייב למשבר כספי, ניכר לעין עניינם של בעלי התביעות הכספיות. הללו עלולים שלא להיפרע וזכותם עלולה להיסכל בשל מיעוט המשאבים הכספיים של החייב. ברם, לצד זכויותיהם של הנושים הכספיים, משפיע המשבר הכלכלי של החייב על ציבורים נוספים, בין במישורין ובין בעקיפין. השפעות אלה הן לרוב שליליות. הן אינן מעוגנות בהכרח באופן רשמי ברמה של "זכות משפטית", ברם יש בהן עניין כלכלי וחברתי חשוב.¹³ על כן, הן שייכות למסכת השיקולים שישקולו בעיצוב המדיניות שביסוד דיני חדלות הפירעון.¹⁴

1. עובדים

2.14 צוין לעיל כי עובדי החייב הם לא אחת חלק מנושיו. משכורתם שטרם שולמה, או רכיבי שכר נלווים הקשורים ליחסי העבודה, כגון דמי מחלה, דמי הבראה או פיצויי פיטורים לעובד שפוטר, הם בבחינת חוב כספי תלוי ועומד. כנושים, לית מאן דפליג כי העובדים הם דמויות המעורבות בהליכי

12 עם זה, מערכת נמשכת של יחסים עסקיים, מורכבת ומסועפת, בין החייב, בעלי השליטה בו ונושים כספיים של החייב, עשויה לעורר גם אצל אותם נושים כספיים עניין בהמשך הישרדותו העסקית של החייב, מלבד עצם דרישתם להיפרע ממנו. כך, למשל, קשרים עסקיים מסועפים בין בעל השליטה לבין הנושים הכספיים עלולים להניא את הנושים הכספיים מלפעול למימוש ערבות שערב בעל השליטה לחובות החייב. משום כך, ייתכן כי הנושים הכספיים יעדיפו להתפשר עם החייב על חובו או לגלות אורך רוח יחסי באשר למועדי פירעון החוב, באופן אשר יפחית את ההסתברות להידרש לערבותו האישית של בעל השליטה. ראו, למשל, פר"ק (מחוזי ת"א) 11478-06-13 בעניין אי. די. בי חברה לאחזקות בע"מ, שם הוסכם על מחיקת חובה של חברת גנדן, ששלטה באותה שעה באי. די. בי אחזקות, לבנק לאומי. ואולם בהמשך בנק לאומי חזר בו מהסכמה זו. להרחבה ראו עיריית אבישר "הלחץ הציבורי עבד: לאומי מבטל את מחיקת החוב לדנקר" גלובס (19.4.2013) זמין באתר: www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000837461.

13 לקריאה לשקלול עניינם של נושים לא-כספיים בגיבוש ההחלטות של הנהלת חברה, הנמצאת בהליך של חדלות פירעון, ראו Alon Chaver & Jesse M. Fried, *Managers' Fiduciary Duty upon the Firm's Insolvency: Accounting for Performance Creditors*, 55 VAND. L. REV. 1813 (2002).

14 לדיון בשאלה עד כמה שיקולים לא-כספיים ישפיעו על עיצובם של דיני חדלות פירעון, ראו להלן פרק שלישי.

חדלות הפירעון של החייב. בתביעתם לקבלת כספים המגיעים להם על פי דין, אין העובדים נבדלים מכל נושה אחר.

2.15 ברם, לציבור העובדים יש עניין מיוחד בחדלות הפירעון של המעביד, אשר בשלו נבדלים הם מבעל תביעה כספית גרידא. עניין זה נובע מהיות מקום העבודה מקור פרנסתם העיקרי של העובדים. שלא כמלווים מקצועיים, המלווים לחייבים רבים ומפזרים את הסיכונים הטמונים בחדלות הפירעון, שגשוגו הכלכלי של עובד קשור קשר אמיץ לגורלו הכלכלי של מעבידו. כוח עבודתו של העובד – היינו, הונו האנושי המניב לו תפוקה כלכלית – אינו מפוזר בין אישיות שונות. על פי רוב, הונו האנושי של העובד מרוכז אצל מעביד אחד מסוים. לפיכך, משנקלע אותו מעביד לקשיים כספיים, עלולים עובדיו לסבול מכאן ואילך הפסד כלכלי נמשך. תנאי העבודה והשכר של העובדים עלולים להשתנות לרעה. חמור מכך, העובדים עלולים לאבד כליל את מקור פרנסתם. אכן, פיטורי עובדים הם חזון די נפרץ בקרב מעבידים שנקלעו למשברים כספיים. עתידם הכלכלי של העובדים מושפע אפוא מעתידו של המעביד ומרצף פעולתו. בעוד שעניינו של נושה רגיל בחייב, כלומר זה שיחסו עם החייב מוגבלים לתביעה כספית התלויה ועומדת ביניהם, הוא עניין צופה פני עבר (פירעון החוב הקיים), הרי שענינו של עובד במעביד-החייב הוא, מלבד תביעת העבר, גם עניין צופה פני עתיד.

2.16 עניינו של עובד בהמשך מקור פרנסתו אינו מעיד בהכרח על נזק כלכלי מתמשך ובלתי ניתן לתקנה, והוא גם אינו משותף בהכרח לכל העובדים כאחד. עניינו של עובד בהמשך העסקתו אצל המעביד הנוכחי הוא תלוי נסיבות. המשתנים העיקריים בעניין זה הם כמובן מידת ניידותו של העובד ממקום עבודה אחד למשנהו וכוח המשיכה היחסי שיש לו בשוק העבודה. ענפי תעשייה שונים מתאפיינים דווקא בניידות גבוהה יחסית של עובדים ובתקופות עבודה ממוצעות של שנים ספורות בלבד. דוגמה עדכנית לכך מצויה בענף ההיי-טק. לעומת זאת, בענפי תעשייה אחרים, תקופת ההעסקה הממוצעת של עובד אצל מעביד מסוים היא ארוכה בהרבה, ויכולתו המעשית לעבור למקום עבודה אחר פחותה בהרבה. לעתים, ניסיונם המקצועי של עובדים חופן ידע ייחודי לעבודה במפעל מסוים. ידע זה לא בהכרח יהיה נכס העשוי לסייע למעבידים חלופיים שישקלו להעסיקם. יתרה מזו, עובדים מבוגרים יתקשו יותר מעובדים צעירים למצוא מקום עבודה חלופי. אף כי לעובד מבוגר יש לעתים ניסיון מקצועי עשיר יותר, הרי שבגילו המתקדם הוא בעל צרכים כלכליים ההופכים אותו לעובד יקר יותר להעסקה. רמות השכר שאליהן הוא הורגל במשך שנות עבודתו הופכים אותו לא אחת, בעבור כל מעביד אפשרי, לנטל כלכלי בהשוואה לעמיתו הצעיר ממנו. העובד הצעיר עשוי להניב למעביד תפוקה כלכלית דומה בשכר נמוך יותר ולמשך שנות עבודה רבות יותר.¹⁵ ההבדל בין עובדים צעירים לעובדים מבוגרים יותר בעניין זה ניכר יותר דווקא בענפי התעשייה המתאפיינים בניידות גבוהה יחסית של עובדים. בענפי התעשייה המושחתים בעיקרם על ידע טכנולוגי מתקדם, המתחדש והמתעדכן מדי שנה, הופכים עובדים בני ארבעים ל"עובדי האתמול" ומתקשים לעמוד בקצב ההתפתחות הטכנולוגית

15 על הפליית עובדים מבוגרים ראו בתיה בן-הדור ואח' "בדיקת אפליה בשכירה לעבודה על-ידי מבחני היענות" שנתון העבודה יא 381 (התשס"ו); אילת פישביין "מעסיקים מעדיפים עובדים צעירים" הזמן השלישי 30, 38 (התשס"ד). ראו גם Gary Minda, *Opportunistic Downsizing of Aging Workers: The 1990s Version of Age and Pension Discrimination in Employment*, 48 HASTINGS L.J. 511 (1997).

בהשוואה לצעירים שזה עתה סיימו לרכוש את השכלתם האקדמית והשתלבו באחרונה בתעשייה. לפיכך, בענפי תעשייה אלה, הופכת בעיית "העובד המבוגר" לחריפה במיוחד כבר בגיל צעיר יחסית.¹⁶ לסיכום, תלותם של העובדים בגורל מעבידם עלולה להיות בעלת נפקות מיוחדת אצל העובדים שיכולתם ניידותם היא נמוכה.

2.17 עם זה, לעתים, בשל חוסר הוודאות שבסיכויי הבראתה של חברה שנקלעה לקשיים, עלולים עובדים שונים, צעירים ומבוגרים כאחד, לתור אחר מקום עבודה חלופי סמוך לאחר פתיחתו של הליך חדלות הפירעון.¹⁷ אכן, גם עובדים שיכולים למצוא, בסופו של דבר, עבודה חלופית מבינים כי הדבר כרוך בעלויות כספיות ובזמן. מעבר למקום עבודה אחר עלול להתברר כמשבר זמני, אשר במהלכו סובל העובד מערעור בסיס פרנסתו ופרנסת משפחתו, מתחושות של חוסר ביטחון וחוסר ודאות עד אשר ימצא את מקום העבודה החלופי.¹⁸ לפיכך, מתברר כי מעטים הם העובדים שעתידי מעבידם הנתון במשבר אינו מעניין אותם כלל ועיקר. חודשי המעבר והפגיעה בעובד במהלכם הם חששות שהעובד ער להם. מדובר בעלות העלולה להיות בלתי מבוטלת מבחינת העובדים.

2. ספקים ולקוחות

2.18 הספקים של חייב שנקלע לקשיים כספיים ניצבים בעמדת הנושה האופייני. תביעה כספית נגד החייב תלויה ועומדת לזכותם. ברם, בדומה לעובדים, לספק של חייב יש לא אחת עניין אף בגורלו של החייב. בחיי המסחר, מתפתחים בין ספקים מסחריים לבין העסקים הרוכשים מהם מלאי עסקי, ציוד או שירותים, יחסים החורגים לעתים ממשלוח הסחורה הבאה או ממתן השירות הקרוב. יחסים עסקיים אלה הם פעמים רבות יחסים נמשכים, ובין הצדדים מתפתחת הסתמכות מסוימת. הספקים מסתמכים על המשך הרכישות מצד העסקים שהם לקוחותיהם. הלקוחות מצדם סומכים על זמינות המוצרים או השירותים מצד ספקיהם. אמנם הסתמכות זו אינה עולה כדי זכות משפטית מעוגנת. עם זה, יש בה כדי להאיר נופך חשוב בעולם המסחרי העלול לבוא לידי ביטוי לנוכח קשייו הכספיים של אחד הצדדים. לקוח או ספק מהווה לעתים מקור חשוב ועיקרי לקיומו העסקי של הצד האחר. כשיש הפרש ניכר בגודל העסקי בין הספק ללקוח, עשוי העסק הקטן יותר להיות תלוי מאוד בהמשך ההזמנות או ההספקה מן הצד האחר. ההתקשרויות עם העסק הגדול עשויות להוות נתח ניכר ממחזור עסקיו של העסק הקטן. לפיכך, התמוטטותו של לקוח עיקרי ובעל נתח שוק קמעונאי גדול משפיעה מיד לרעה על

16 חיים ביאור "עברת את גיל 40? הקריירה שלך בהיי-טק הסתיימה" *TheMarker* (10.1.2008), זמין באתר: it.themarker.com/tmit/article/2458 (הרוב הגדול מעובדי ההיי-טק הם בני פחות מ-43); 48.1% מעובדי ההיי-טק הם עד גיל 34, בעוד ש-11.1% בלבד הם מעל גיל 55. להרחבה ראו הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה **התפתחות תחום ההיי-טק בישראל 1995–2007** (2010).

17 בעניין **רשות השידור**, גילו העובדים יחס מעורב כלפי מקום העבודה. מחד גיסא, הם ביקשו להישאר במקום עבודתם הנוכחי ולהמשיך את עיסוקם בסביבת השידור הציבורי. מאידך גיסא, לאור חוק השידור הציבורי, התשע"ד-2014, שקבע כי הרשות תחדל מלהתקיים ובמקומה יקום תאגיד השידור הישראלי החדש, החלו עובדים שונים לתור אחר מקום עבודה חלופי ולא המתינו עד שיתברר אל נכון גורלה הסופי של רשות השידור. ראו פר"ק (מחוזי י-ם) 11446-08-14 בעניין **רשות השידור הישראלית (בפירוק)**.

18 יהודית בר-און צמיחה מתוך משבר – מודל יישומי להתמודדות המחלקות לשירותים חברתיים עם משפחות במשבר אבטלה (התשנ"א).

ספקיו. גם התמוטטותו של ספק גדול ועיקרי משפיעה לאלתר לרעה על לקוחותיו, עד אשר ישכילו למצוא ספק חלופי למוצרים או לשירותים המסופקים. לעתים, חלופות עסקיות כאמור קיימות והן בנות השגה במהירות. בנסיבות כאמור, התמוטטות הספק או הלקוח אינה יוצרת שרשרת של משברים כספיים,¹⁹ אולם לעתים החלופות העסקיות אינן זמינות כל כך. ספק שעסקו נשען במשך שנים אחדות על הספקת מוצרים או שירותים בשיעור כספי מסוים ללקוח עיקרי, ייפגע בשטף עסקיו לכשייקלע אותו לקוח לקשיים ויפחית בן לילה את צבר ההזמנות מן הספק. דבר זה הומחש היטב בפרשת הקריסה העסקית של רשת המזון **קלאבמרקט**.²⁰ משהתמוטטה קלאבמרקט, אשר שימשה כאחת משלוש רשתות המזון הגדולות בישראל, נפגעו מיד ספקים קטנים רבים אשר מחזור מכירותיהם התבסס במידה ניכרת על הספקה שוטפת לרשת המזון האמורה. נסיבות כאמור עלולות אפוא לגרום למשברים בשרשרת.

גם לקוחות צרכניים של חברה קבלנית מתמוטטת עלולים להיקלע למשבר עקב אי-הספקת הדירות אשר החברה התחייבה לבנות בעבורם. על פי רוב, שילמו לקוחות אלה לחברה הקבלנית מקדמות ניכרות ממיטב כספם. מלבד תביעה להשבת כספם ששולם, אין ללקוחות חלופת דיור מעשית זמינה בשוק הנדל"ן. לקוחות אלה מכרו את דירותיהם הקודמות ועלולים לצאת קירחים מכאן ומכאן. דוגמה בולטת במיוחד למשבר צרכני כאמור בתחום הדיור והנדל"ן היא פרשת התמוטטותה של קבוצת חברות **חפציבה** שהייתה בשליטתה של משפחת יונה.²¹ קריסת "חפציבה" הותירה מאות רבות של רוכשי דירות אובדי עצות ופגועים קשה מבחינה כלכלית. הללו שילמו ממיטב כספם לרכישת דירת מגורים, ועם התמוטטות החברות נותרו ללא דיור. קריסה זו מחדדת את עניינם הממשי של קבוצת לקוחות בגורלו הכלכלי של החייב ואת ההשפעה הישירה של התמוטטותו הכלכלית עליהם.²²

3. המדינה

2.19 לא רק אישיות משפטיות מן המגזר הפרטי יכולות לנשות בחייב. אף רשויות השלטון, הן השלטון הלאומי והן השלטון המקומי, ייחשבו לנושות עת עומדות לזכותן תביעות כספיות כלפי החייב. ברם, העניין של המדינה בגורלו של עסק הנתון בקשיים כספיים אינו נובע רק מכך. עניין זה

19 שרשרת משברים כאמור מכונה בספרות "אפקט הדומינו", על שם קוביות הדומינו המסודרות בסדר עוקב, ודי בקובייה נופלת אחת כדי להפיל את כל הבאות אחריה. Muir Hunter, *The Nature and Functions of a Rescue Culture*, 104 COMM. L.J. 426 (1999) (תיאור החשש מפני אפקט הדומינו עוד במאה השש-עשרה, בתקופת מלכותם של הנרי השביעי והנרי השמיני, בקרב סוחרים בריטניה). לדיון באפקט הדומינו של חדלויות פירעון, עקב הטלת אחריות יחד ולחוד בנוזיקין, ראו Michelle J. White, *Corporate Bankruptcy in the New Millennium: Why the Asbestos Genie Won't Stay in the Bankruptcy Bottle*, 70 U. CIN. L. REV. 1319, 1333-1334 (2002).

20 פש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05 בעניין **קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ**.

21 פש"ר (מחוזי י-ם) 4212/07 **חפציבה בניה פיתוח והשקעות בע"מ**. כהמחשה למשברים צרכניים נוספים כאמור, ראו, למשל, את פרשות הקריסה של החברות **יובל גד** (פש"ר (מחוזי ת"א) 1896/02); **טש"ת** (ה"פ (מחוזי י-ם) 464/98); **רובננקו** (פש"ר (מחוזי ת"א) 2129/03); **כוכב השומרון** (פש"ר (מחוזי י-ם) 68/86).

22 ראו גם פר"ק (מחוזי ת"א) 28505-05-16 בעניין **א.ר. לוגיסטיק נדל"ן בע"מ – אדמה**; פר"ק (מחוזי ת"א) 59196-02-16 בעניין **אור סיטי נדל"ן מקבוצת ענבל אור בע"מ**.

נובע משיקולים שונים, מהם ישירים ומהם עקיפים. שלושה שיקולים עיקריים ראויים להימנות כאן בהקשר זה:

- (א) חיוניות העסק ומשאביו לחוסן הלאומי.
- (ב) אובדן הכנסות מס מן הנושים.
- (ג) תעסוקת עובדי החייב.

2.20 **משאבים חיוניים** – שיקול המשאבים החיוניים פירושו החשבת החייב בשל טיבם הייחודי של המשאבים המרוכזים בידיו. מדובר במשאבים חשובים דיים, מסוג המשאבים בעלי חשיבות לתשתית הלאומית, אשר המדינה מאמינה כי יש לדאוג להמשך החזקתם בידי האישיות המשפטית הקיימת. כך, למשל, מפעל ביטחוני, שמרוכזים בו ידע וטכנולוגיה מתקדמים החיוניים לביטחון הלאומי, עשוי להיות אישיות שהמשך קיומה, חרף קשייה הכספיים, יהיה חשוב למדינה. אף תאגידים השולטים בתשתיות תחבורה עשויים להיחשב למשאב בעל חשיבות לאומית בעיני המדינה. ואמנם היו אלה דווקא תאגידי הרכבות ומסילות הברזל בארצות-הברית אשר המשברים הכספיים שהם נקלעו אליהם, בשלהי המאה התשע-עשרה ובראשית המאה העשרים, הם שהאיצו את פיתוחם של דיני הבראת החברות שם.²³ גם המשך קיומו של מרכז רפואי שנקלע לקשיים, והממוקם באזור אשר אין בו או בקרבתו שירותים רפואיים חלופיים, עשוי לקבל משנה חשיבות בעיני המדינה. דוגמאות לכך בישראל נמצאו בפרשות ההתמוטטות של בתי החולים "הדסה",²⁴ ומוקדם יותר "ביקור חולים" בירושלים.²⁵ עם התמוטטותו הפיננסית של בית החולים "הדסה" בשנת התשע"ד-2014, היה ברור כי זהו מקרה מובהק של תאגיד חשוב, או חיוני, מכדי ליפול. נפילתו וחיסולו של בית החולים "הדסה" היו מותירים את האוכלוסייה של ירושלים רבתי ללא שירות רפואי מספק לכלל האוכלוסייה.²⁶

2.21 ודוקן, שיקול זה אינו מנוגד למגמות ההפרטה של ניהול עסקי תשתית. אכן, במדינת ישראל – כמו במדינות רבות אחרות במערב – יש מגמה להעביר לידי המגזר הפרטי עסקים רבים, אשר נשלטו במשך שנים על ידי המדינה ונוהלו על ידיה.²⁷ עם זה, ניהול העסק בימים כתיקונם על פי אמות מידה

23 ראו, למשל, DAVID A. SKEEL, JR., DEBT'S DOMINION – A HISTORY OF BANKRUPTCY LAW IN AMERICA, 89 *Railroad Receiverships and Modern Bankruptcy Theory*, 89 CORNELL L. REV. 1420 (2004); Stephen J. Lubben, *Does Chapter 11 Reorganization Remain a Viable Option for Distressed Businesses for the Twenty-First Century?*, 78 AM. BANKR. L.J. 153, 155 (2004).

24 פר"ק (מחוזי י-ם) 14554-02-14 בעניין הסדרות מדיצינית הדסה (פורסם בנבו, מיום י"א אדר התשע"ד, 11.2.2014).

25 פש"ר (מחוזי י-ם) 839/03 בעניין עמותת ביקור חולים.

26 על פי דו"ח של משרד הבריאות מחודש מאי 2014, היו באזור ירושלים כ-2,300 מיטות אשפוז, שמתוכן כ-900 בבתי החולים הדסה עין-כרם והדסה הר הצופים. להרחבה ראו סתוית הלל וציונה חקלאי מיטות אשפוז ועמדות רישוי (משרד הבריאות, 2014), זמין באתר: www.health.gov.il/PublicationsFiles/Beds2014.pdf.

27 ראו, למשל, שלמה אקשטיין, בן-ציון זילברפרב ושמעון רוזביץ הפרטת חברות בישראל ובעולם (התשנ"ח); יצחק כץ הפרטה בישראל ובעולם (התשנ"ז); & Bernardo Bertolotti, Marcella Fantini

כלכליות אין פירושו שהמדינה אינה מתעניינת בגורל המשאבים החיוניים בעתות מבחן. כך, למשל, לעתים שומרת המדינה בידיה מניית זהב למען תוכל להשפיע על קבלת החלטות חיוניות בתאגיד האמור ולבטא את עניינה המיוחד במשאביו.²⁸ לצד השאיפה לנהל את התאגיד לפי שיקולי תועלת כלכלית ואמות מידה של כלכלת שוק, שהיא העומדת ביסוד הפרטה, המדינה מבטאת עניין מיוחד שיש לה בתאגיד מלבד השיקול הכספי גרידא. משבר כספי של התאגיד, וגורלו בעקבות זאת, הוא עת מבחן נוספת שעשוי להתגלות במהלכה עניין כאמור של המדינה.²⁹ ברם, יש לזכור כי השיקול בדבר המשאבים החיוניים אינו שיקול שכיח בתיקי חדלות הפירעון השונים הנדונים בבתי המשפט. שיקול זה עשוי להיות חשוב ביותר כאשר הוא קיים, אולם במרבית התיקים שיקול זה אינו קיים כלל.

2.22 **אובדן הכנסות מס מן הנושים.** משבר כספי של חייב משפיע על המדינה באופן נוסף, אם כי עקיף. גורל תביעתם הכספית של נושי החייב (מלבד המדינה כנושה) תלוי, בין השאר, בסוג ההליך המתקיים בעניינו של החייב ובאופן הפירעון שייבחר. בתום הפירעון לנושים, הם נדרשים להתחשבן עם המדינה בקשר לחבות המס של כל נושה כלפי המדינה. ככל ששיעור הפירעון לנושה יהיה נמוך יותר, כך יגדל שיעור החוב שלא נפרע. חוב זה מכונה בלשון דיני המס "חוב אבוד". חובות אבודים הם הפסד של הנושה שאותו הוא זכאי לנכות מהכנסתו החייבת במס.³⁰ כלומר, המדינה, מכוח דיני המס, אינה נושה אך בחייב אלא נושה אף בנושיו. שיעור המס שתגבה המדינה בגלל קשייו הכספיים של החייב מושפע פעמיים משיעור פירעון חובותיו של החייב לנושיו. פעם אחת, כנושה ישירה בחייב, המדינה מושפעת משיעור הפירעון האמור. פעם שנייה, בעקיפין, שיעור הפירעון האמור משפיע על שיעור החובות האבודים של הנושים שיופחת משיעור המס המוטל על הכנסתם החייבת של הנושים. ודוקו, פגיעה כספית בשיעור הפירעון של הנושה עלולה להשפיע בעקיפין על אישיות משפטיות רבות (צדדים שלישיים) הבאות עמו בקשרים משפטיים.³¹ ברם, לא כל פגיעה משנה בהכרח את הזכות או את החבות המשפטית של הנושה כלפי אותו צד שלישי. לעומת זאת, ביחסי הנושה עם רשויות השלטון, שיעור הפירעון שיזכה לו הנושה בהליכי חדלות הפירעון של החייב ישנה במישרין את שיעור החבות במס של הנושה.

Domenico Siniscalco, *Privatisation Around the World: Evidence from Panel Data*, 88 J. PUB. ECON. 305 (2004).

28 ראו, למשל, Stefan Grundmann & Florian Moslein, *Golden Shares: State Control in Privatised Companies – Comparative Law, European Law and Policy Aspects* (April 2003), available at Steven Jones, William L. Megginson & Jeffrey M. Netter, ראו גם, <http://ssrn.com/abstract=410580>, 53 J. FIN. ECON. 217 (1999).

29 כאשר למדינה יש עניין בהמשך קיומו של עסק בתחום התשתיות, עשויה להישמע הטענה כי ראוי שהמדינה תממן את הצלתו של העסק, במקום לגבש לו תכנית הבראה אשר בעלויותיה יישאו יתר נושיו הכספיים לברם. ראו, למשל, עניין "הדסה", לעיל ה"ש 24.

30 סעיף 17(4) לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש], התשכ"א-1961.

31 ראו לעיל הדיון בפסקה 2.18 על ספקים ולקוחות.

2.23 עניינה העקיף של המדינה בשיעור הפירעון של החייב לנושיו אינו עולה בהכרח בקנה אחד עם עניינם הישיר של הנושים בהשאת הפירעון. כך, למשל, ייתכן שהבראה, אם תצליח, תניב לנושה פירעון רב יותר משהיה משיג בעקבות פירוק. עם זה, הסתברות הצלחתו של הליך ההבראה והחזר שהוא צופן בחובו אינם גבוהים ביותר. לפיכך, תוחלת תוספת החזר של הנושה עקב הבראת החברה נמוכה באופן יחסי. בנסיבות כאמור, לעתים יבכר הנושה לקבל החזר נמוך אך מהיר יותר בפירוק, תוך הגדלת שיעור החוב האבוד שאותו יוכל להפחית מחבות המס שלו. לעומת זאת, תעדיף המדינה שהנושה לא ימחק לפי שעה חלק מן החוב כחוב אבוד וימשיך לנסות לגבותו באמצעות הליך הבראה כאמור.³²

2.24 **תעסוקת עובדי החייב.** כפי שראינו לעיל, קשייו הכספיים של מעביד עלולים לפגוע בתעסוקת עובדיו. הללו עלולים לאבד את מקור פרנסתם ולהיפלט משוק העבודה, בין באופן זמני ובין לצמיתות. היציאה ממעגל העבודה מעבירה רבים מן העובדים לשעבר לזירה חדשה: המדינה. בהיעדר מקור פרנסה, עלולים העובדים לשעבר והמובטלים בהווה להפוך לתלויים בתקציבי רווחה למיניהם של המדינה. עלול להיווצר נטל כלכלי ממושך על קופת המדינה. דברים אלה מקבלים משנה תוקף כשמדובר במשבר כלל-ענפי או במשבר כספי היוצר משברי שרשרת. מעגל האבטלה עלול להתרחב במידה ניכרת. מחקרים מלמדים כי פיטורי עובד ממשרתו, אפילו בשל קשיים כספיים שאין לו כל אשם בהם, מביאים רבים מן המפוטרים לידי קשיים נפשיים וחרדות עקב המצב הכלכלי שאליו נקלעו.³³ אף קשיים אלה דורשים התמודדות וטיפול מקצועי. התמודדות אלה עלולות גם הן כסף רב. אם המדינה נדרשת לממן זאת מתקציבי הרווחה, כי אז מצטרפות לעלות של מצב חדלות הפירעון של החייב עלויות כספיות משניות אצל המדינה. אם, לעומת זאת, יוסיף החייב לפעול ומקום תעסוקתם של העובדים לא ייפגע, תיחסך עלות זו מן המדינה. בנסיבות של שימור תעסוקה, אין המדינה נדרשת להיחלץ במישרין לעזרת העובדים ולתמוך בהם לאורך זמן.

32 דוגמה מעשית ליתרון הכספי הצומח למדינה מהבראת חברה, בשל כך שנושי החברה יגבו את חובותיהם וישלמו על כך מסים, מצויה בפש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05 בעניין קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ, פסקה 36.3 להסדר הנושים – נוסח מעודכן (מיום כ"א חשון התשס"ו, 23.11.2005), כפי שאושר בבש"א 26197/05 (מיום י"א כסלו התשס"ו, 12.12.2005).

33 ראו, למשל, David A. Skeel, Jr., *Employees, Pensions and Governance in Chapter 11*, 82 WASH. U. L.Q. 1469, 1470 (2004); DAVID FRYER, *LABOUR MARKET DISADVANTAGE, DEPRIVATION AND MENTAL HEALTH* (1998) (השוואת בריאותם הנפשית של מובטלים לעומת מועסקים); Mary C. Lennon, *Work and Unemployment as Stressors*, in *A HANDBOOK FOR STUDY OF MENTAL HEALTH: SOCIAL CONTEXTS, THEORIES AND SYSTEMS* (Allan V. Horwitz & Teresa L. Scheid eds., 1999) (על ההשפעה השלילית של האבטלה על הבריאות הנפשית); Daniel S. Friedland & Richard H. Price, *Underemployment: Consequences for the Health and Well-Being of Workers*, 32 AM. J. COMMUNITY PSYCH. 33 (2003) (מחקר ניסויי המצביע על הקשר בין המצב הנפשי לבין אבטלה).

ד. החייב ובעלי המניות

1. החייב

2.25 הדמות העיקרית העומדת במוקד חדלות הפירעון, לצד הנושים, היא דמותו של החייב. החייב הוא האישיות המשפטית חדלת הפירעון. הוא שנדרש לפרוע את חובותיו לנושים השונים. ברם, בשל המשבר הכספי שהוא נתון בו, מתקשה החייב לפרוע את חובותיו כסדרם. ראינו לעיל כי עניינם של הנושים נובע מזכותם המשפטית לגבות את החובות ולהיפרע מן החייב. האם מול זכויות אלה של הנושים עומד גם לחייב עניין בר הגנה אשר דיני חדלות הפירעון יידרשו לתת עליו את הדעת? היש לשקול את שיקולי טובתו האישית של החייב, כאישיות משפטית, בדיני חדלות פירעון או שמא שיקולים אלה אינם ממין העניין? שאלות אלה הן נכבדות ושנויות במחלוקת עמוקה. המחלוקת תלוכה בהרחבה בפרק הבא. עם זה, לפי שעה, ראוי להעיר בעניין זה כי שאלת עניינו של החייב מעוררת התייחסות ערכית שונה עת מדובר בחייב בשר ודם לעומת חייב תאגידי.

2.26 כאשר בחייב בשר ודם עסקינן, השפעת חדלות הפירעון על המשך חייו האישיים הופכת לשאלה בעלת נפקות. האם ייוותרו נכסים בידי החייב בתום הליך של חדלות הפירעון, אם לאו? היידרש החייב להוסיף ולשאת על שכמו את עול נושיו עד שיפרע האחרון שבהם, או אולי יוכל להיפטור מחלק מן החובות? היש לכבד את חירויות הפרט שלו אף כאשר מבקשים להיפרע ממנו, או שמא כל האמצעים כשרים לשם גבייה לנוכח המשבר? אלה שאלות הנושאות עמן מטען משפטי וערכי כבד. אכן, תיתכנה השקפות שונות וגישות שונות לשאלות אלה ולדומותיהן. ברם, עצם הצורך להידרש לשאלות אלה ולתת עליהן מענה כלשהו ניכר לעין כול.

2.27 לעומת חייב בשר ודם ניצבת דמותו של החייב התאגידי. טלו, למשל, חברה: כאשר חברה נקלעת לקשיים כספיים, כלום יש להידרש לשאלות קיומיות דומות על אודות החייבת וגורלה? היש חשיבות כלשהי להמשך קיומו של החייב מצד עצמו והאם יידרשו אפוא דיני חדלות הפירעון לספק כלים משפטיים שיאפשרו את המשך קיומו של החייב? שאלות עקרוניות אלה יורדות לשורשי הווייתה של החברה כאישיות משפטית ולשורשי תכליתה. מוסכם על הכול כי לחברה, כאישיות משפטית, תפקיד כלכלי נכבד בעולם העסקים. ניהול עסקים ופיתוח הכלכלה מקודמים, בראש ובראשונה, בסביבת הפעולה של תאגידיים. ברם, האם ניהול עסקים באמצעות תאגידיים הופך את אלה לבעלי חיות עצמאית הראויה לשימור ולקיום אף לנוכח קשיים כספיים והיעדר יכולת לקיים התחייבויות כסדרן? יש הסבורים כי, אכן, החברה היא ישות אשר המשפט מכיר לא רק באישיותה המובחנת, כי אם אף בהמשכיות חייה כאישיות בבחינת ערך ראוי להגנה.³⁴ במצבים של חדלות פירעון, יש טעם לשקול, לפי שיטה זו, את גורל החברה ולבחון את עוצמתו של שיקול זה לעומת זכות הנושים לגבות את חובותיהם באמצעות מימוש נכסי החברה וחיסולה. מול תפישה זו ניצבת תפישה חלופית. לפי תפישה

34 ידידיה צ' שטרן "תכלית החברה העסקית – פרשנות והשפעות מעשיות" משפטים לב 327 (התשס"ב); ידידיה צ' שטרן תכלית החברה העסקית (2009).

זו, חיותה של החברה אינה יעד לעצמו. החברה היא אמנם אישיות משפטית והיא החייב חדל הפירעון, אולם לקיומו של חייב זה אין תכלית עצמאית. חייה המשפטיים של החברה הם אמצעי בלבד להגשמת תכליות חיצוניות: תועלת ורווחה כלכלית לקבוצות הקשורות לחברה, למימונה ולפעילותה. מי הן בדיוק קבוצות אלה? אף זו שאלה שנויה במחלוקת. יש הרואים בבעלי המניות את קבוצת הייחוס היחידה אשר את טובתה ועניינה הכלכלי אמורה החברה לקדם.³⁵ אחרים רואים בחברה מיזם משותף המקדם את עניינין של קבוצות נוספות, כגון הנושים והעובדים.³⁶ ברם, אלה גם אלה רואים בחברה מכשיר להגשמת המטרות הכלכליות של קבוצות חיצוניות של בעלי עניין. בכך נבדל חייב תאגידי מחייב בשר ודם. לאחרון יש תכלית קיום משל עצמו, הקודמת למשפט ואשר המשפט משרת אותה, ואילו הראשון הוא כולו יציר המשפט וכונן למען הגשמת תכליות חיצוניות. היטיב לבטא הבחנה זו Douglas Baird אשר טען, בהקצנה מסוימת, כי במהותם של דברים, להבדיל מהגרסה הרשמית של המשפט, בנסיבות חדלות פירעון של תאגיד אין בנמצא כל "חייב"! ³⁷ לדידו, לא בעלי המניות ולא קבוצה אחרת כלשהי מגלמים את תפקיד ה"חייב" כמו החייב בן האנוש. אפילו בעלי המניות אינם אלא קבוצה בעלת עניין במאגר המשאבים הכלכליים והיא ניצבת עם כל הטוענים לנתח ממנו. אמנם, עניינם של בעלי המניות נבדל מעניינם של נושים, אך אלה גם אלה אינם החייב כי אם בעלי טענה או זכות כלשהי כלפיו. ה"חייב" עצמו אינו אלא מאגר משאבים העומד לרשות הטוענים לו, אך כשלעצמו אין בו שום עניין עצמאי הנוסף על סך ענייניהם של הטוענים לזכות במשאביו והמושפעים מניהולם.³⁸

2.28 לסיכום אפוא: כשמדובר בחייב תאגידי, יש לנסח את שאלת המדיניות שהועלתה לעיל באופן אחר.³⁹ השאלה הנכונה אינה אם יש לשקול שיקולים של טובת החייב בדיני חדלות הפירעון לצד עניינם של הנושים הכספיים. השאלה הנכונה היא אם, לנוכח חדלות הפירעון של החייב התאגידי, ראוי לשקול את ענייניהן של קבוצות נוספות הקשורות לתאגיד והמושפעות מגורלו,⁴⁰ מלבד ענייניהם של בעלי התביעה הכספית. כאמור, שאלה זו תידון בפרק הבא.

- FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW ch. 1 (1991). 35
- Margaret M. Blair, *Firm-Specific Human Capital and Theories of the Firm*, in EMPLOYEES & CORPORATE GOVERNANCE 71 (Margaret M. Blair & Mark J. Roe eds., 1999); Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VA. L. REV. 247, n. 1 (1999); Jonathan R. Macey, *Externalities, Firm-Specific Capital Investments and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes*, [1989] DUKE L.J. 173, 188–192. 36
- Douglas G. Baird, *A World without Bankruptcy*, 50 L. & CONTEMP. PROBLEMS 173 (1987). השוּו גַם THOMAS H. JACKSON, THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW 8 (1986). 37
- השאלה בדבר מיהותו וזהותו של "החייב" התאגידי, קרי: אם ניצב לפנינו חייב תאגידי בעל זהות עצמאית, או שמא אין "החייב" אלא חזית משפטית רשמית המייצג את ענייניהם של בעלי המניות בכלל ובעל השליטה בפרט, התעוררה ונדונה בעניין **א.י. די. בי. ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 13-06-11478 בעניין א.י. די. בי חברה לאחזקות בע"מ**, פסקה 12 (פורסם בנבו, מיום י"ד טבת התשע"ד, 17.12.2013). 38
- לעיל פסקה 2.25. 39
- לעיל פסקאות 2.13–2.24. 40

2. בעלי המניות

2.29 קבוצת בעלי עניין חשובה בעולם התאגידי היא קבוצת בעלי המניות. בעלי המניות אינם נושים. זכויותיהם כלפי החברה נבדלות מאלה של הנושים בשני היבטים עיקריים: ראשית, בעל מניות אינו זכאי לפירעון סכום כסף מן החברה במועד נקוב. אין לבעל המניה כל זכות בת תביעה כלפי החברה לקבלת כספים ממנה. כל שמעניקה לו המניה הוא ציפייה בלבד לקבלת נתחים כספיים מן החברה. ברם, ציפייה זו אינה עולה כדי זכות משפטית אכיפה. שנית, שיעור הכספים שבעל מניות עשוי לקבל מן החברה לכשתגשם ציפיותו האמורה, אינו מוגבל לשיעור השקעתו בחברה. שלא כנושה – אשר זכות תביעתו הכספית כלפי החייב מוגדרת לפי גובה ההשקעה (ההלוואה, ההספקה או השירות) שהשקיע בחייב, לעתים בצירוף רכיב ריבית על קרן ההשקעה – שיעור הנאתו של בעל מניה מכספי החברה אינו מוגבל לסכום כלשהו. בעל מניות עשוי ליהנות מכספי החברה בשיעור העולה על סכום השקעתו. ככל שתשגשג החברה ותגדיל את רווחיה, כך עשויה לגדול התשואה שיהנה ממנה בעל המניות. עם זה, זכותו של בעל מניות ליהנות מפירות החברה היא זכות שיוויון: בעל המניות הוא האחרון בתור נוטלי הכספים מקופת החברה. קודמים לו בזכות הנטילה מן הקופה כל נושי החברה.

2.30 כפי שצוין כבר בפרק ראשון, בשל שיוויון עניינם הכלכלי בחברה, בעלי המניות הם בעלי זכות ההצבעה וההשפעה באסיפה הכללית של החברה. לעומת זאת, משנקלעה החברה לקשיים כספיים ונכנסה להליך של חדלות פירעון, נדחקים בעלי המניות לירכתי הבימה. עיון בדין מלמד כי בשלב זה הם מוצאים כמעט לחלוטין מן המשחק. ההנחה היא כי בהיות החברה חדלת פירעון, אין עוד לבעלי המניות כל עניין כלכלי אמיתי בקופה המשותפת. אם שווייה הכלכלי של הקופה אין בו כדי להשביע את כל תביעות הנושים, אשר קודמים, כאמור, בסדר הפירעון לבעלי המניות, ממילא אין כל עניין ממשי לבעלי המניות בקופה ובגורלה. זאת ועוד, אף מנקודת הראות של התחייבויות החברה, דומה כי בעלי המניות אינם שייכים להליך של חדלות הפירעון. סוף סוף, עיקר יסודי בדיני חברות הוא עקרון האישיות המשפטית הנפרדת של החברה. בעלי המניות לא יחובו אפוא בחובותיה של החברה.⁴¹

41 ע"א 524/88 "פרי העמק" – אגודה חקלאית שיתופית נ' שדה יעקב, פ"ד מה(4) 529 (התשנ"א-1991). לשיטת השופט ברק, שם, עקרון האישיות הנפרדת הוא החוצץ בין נושי החברה לבין רכושם של בעלי המניות. לעומת זאת, עקרון האחירות המוגבלת של בעלי המניות מונע מרוב בעלי המניות לכפות את המיעוט, ואפילו את בעל המניות הבודד, להשקיע הון עצמי בחברה מעל לסכום שאותו הוא נכון להשקיע מרצונו החופשי. לביקורת הניתוח של ברק, בדבר היחס בין עקרון האישיות המשפטית הנפרדת לעקרון האחירות המוגבלת, ראו אוריאל פרוקצ'יה "מושג ותאוריה בתורת האישיות המשפטית" עיוני משפט יז (התשנ"ב). גישה נוספת רואה את עקרון האחירות המוגבלת של בעלי המניות כחסם המונע מנושי החברה להגיע לרכושם של בעלי המניות, בעוד עקרון האישיות הנפרדת חוצץ בין נושי בעלי המניות לבין רכוש החברה. ראו שרון חנס "עיון מחדש באישיות המשפטית הנפרדת של התאגיד הישראלי" עיוני משפט כח 5 (התשס"ד). על החציצה הדו-סיטרית ראו גם Henry Hansmann & Renier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 YALE L.J. 387 (2000).

לפיכך, חדלות הפירעון של החברה אינה משיתה על בעלי המניות חבות כספית. בהיעדר חבות כספית, מחד גיסא, וטענה או זכות כספיות – מאידך גיסא, דומה כי בעלי המניות מצויים מחוץ למשחק.⁴²

2.31 ברם, לבעלי מניות יש לעתים עניין של ממש בחדלות הפירעון של חברה. עניין כאמור נובע מטעמים שונים. ראשית, כפי שכבר הערתי בפרק ראשון, כאשר חייב נקלע להליכי חדלות פירעון, אנו מניחים כי הוא חדל פירעון מבחינה כלכלית, אך אין אנו יודעים זאת בוודאות. מכל מקום, אין בידינו לקבוע את עומקה של חדלות הפירעון.⁴³ הכניסה להליכי חדלות פירעון אינה מותנית בביסוס ראיות מדעיות מוצקות על אודות חדלות פירעונו של החייב, ודאי לא על אודות חדלות פירעון במובנה המאזני.⁴⁴ הכניסה להליכי חדלות פירעון מלמדת אפוא רק כי יש חשד, אפילו חשד מבוסס, באשר ליכולת החייב לפרוע את מלוא התחייבויותיו לנושיו, אולם בשלב זה אי אפשר לקבוע כי אמנם זהו חידלון ודאי ומוחלט. ייתכן שקשייו הכספיים של החייב נובעים מקשיי נזילות כלשהם, אך במובן המאזני שווי נכסיו עולה על סך התחייבויותיו. אם אמנם כך הוא, אזי עדיין קיים לבעלי המניות עניין כלכלי שיווי בקופת החברה.⁴⁵ לפיכך, אמירות נחרצות שלפיהן בהליכי חדלות פירעון בעלי העניין הכלכלי השיווי בחברה הם הנושים דווקא, עלולות להתגלות לעתים כבלתי מדויקות.⁴⁶ שנית, קיים לעתים אצל בעלי מניות עניין לא-כספי בחברה, שהוא דומה ואף מובהק יותר מאשר עניינם של שאר בעלי העניין שנוכרו לעיל. לעתים בעל מניות הרוב הוא מייסד החברה או בן משפחה של המייסדים. חברות משפחתיות רבות נושאות בשמן הרשמי את שם המשפחה של המייסדים. בעבור בעל מניות כאמור, החברה אינה השקעה כספית גרידא ומקור לרווחים. החברה עשויה להיות בעבורו מפעל חיים בעל ערך רגשי והיסטורי שאינו מבוטל. יתרה מזו, לעתים בעל מניות כאמור השקיע הון אישי רב בחברה. שלא כמשקיע ממוצע בשוק ההון, השקעה בחברה שהיא מפעל חיים או עסק משפחתי היא פעמים רבות השקעה נכבדה, אשר סיכונה לא בוזרו. חרף האחריות האישית המוגבלת, ירידתה של השקעה כאמור לטמיון, לצד קריסת העסק המשפחתי, אינה דבר של מה-בכך. קריסה כאמור דומה במהותה ובהשפעותיה האישיות להסתבכותו הכספית של בן אנוש. ההפרדה המשפטית בין החברה לבין בעל המניות במקרה כאמור אינה משקפת את מורכבותו של ההיבט העסקי-חברתי בעבור בעל

42 תפישה זו ניכרת כאחת מאבני היסוד של דו"ח ועדת אנדרון. לפי המלצות הוועדה, כאשר חברה אינה עומדת בתשלום חובותיה, להוציא מקרים מיוחדים, יש להוציא את בעלי המניות מן המשא ומתן על עתיד החברה, מתוך הנחה כי אם החברה היא חדלת פירעון, אין לבעלי המניות עוד חלק ונחלה בה.

43 לעיל פסקאות 1.22–1.23.

44 על ההבחנה בין חדלות פירעון מאזנית לחדלות פירעון במובן התזרימי ראו להלן פסקאות 4.5–4.6. לדיון בשאלה מהו המבחן לחדלות הפירעון הנדרש, כתנאי לפתיחה בהליכי חדלות פירעון, ראו להלן בהרחבה פרק שביעי.

45 זה היה בתמצית הוויכוח שבין נושי אי. די. בי פיתוח לבין בעלת מניותיה. לאחר שאי. די. בי פיתוח נקלעה להליך הבראה לפי סעיף 350 לחוק החברות, ביוזמת נושיה, הציג המומחה האובייקטיבי שהתמנה לבחינת שווייה המאזני של החברה, פרופ' אמיר ברנע, הערכת שווי מאזני חיובי של החברה. כלומר, הערכת השווי לימדה כי לבעלי המניות נותר ערך כלכלי שיווי בחברה באותה שעה. ראו אמיר ברנע "הערכת יכולת פירעון אי די בי חברה לפיתוח בע"מ", זמין באתר: maya.tase.co.il/reports/details/821189/2/0 (מיום כ"ז סיון התשע"ג, 5.6.2013).

46 ראו, למשל, Lynn M. LoPucki, *The Nature of the Bankrupt Firm: A Response to Baird and Rasmussen's The End of Bankruptcy*, 56 STAN. L. REV. 645 (2003); Lynn M. LoPucki, *The Myth of the Residual Owner: An Empirical Study*, 82 WASH. U. L.Q. 1341 (2004).

המניות. **שלישית**, לעתים בעלי מניות עיקריים בחברה חשופים לאחריות כלפי חלק מנושיה, מכוח ערבות שחתמו להבטחת חיוביה של החברה כלפי הנושים האמורים. אחריות אישית זו הופכת את גורל החברה לעניין בעל השפעה כספית ישירה גם בעבור בעלי מניותיה אלה. בעניין זה יש לבעלי המניות מעמד של נושה מותנה של החברה, כדין כל ערב כלפי החייב העיקרי. מכיוון שיש לערב שפרע את ערבותו זכות חזרה לשוב ולגבות את החיוב הנערב מן החייב העיקרי,⁴⁷ הרי שלפני פירעון הערבות הערב הוא בבחינת נושה מותנה בחייב העיקרי.⁴⁸ כנושה, יש לבעל המניות עניין בהליך של חדלות הפירעון כדין כל נושה אחר. אף בטרם פרע את ערבותו (כלומר, בהיותו נושה מותנה), חשיפתו לאחריות כספית בגין הערבות תלויה, בין השאר, בגורל החברה ובשיעור פירעון חובה לנושה הנערב. לפיכך, ככל ערב, בעל המניות מגלה עניין כלכלי אישי בהליך של חדלות הפירעון ובהתנהלותו בכל שלב במצב הערבות. אם יידרש בעל המניות, כערב, לפרוע לנושה את החוב שהחברה לא פרעה עקב קשייה הכספיים, עלול אף בעל המניות להיקלע לחדלות פירעון אישית מחמת ערבות זו.⁴⁹

ה. הגדרת השחקנים המשתתפים – פרי השקפה ערכית

2.32 הסקירה שהובאה לעיל מלמדת כי משבר כספי של חייב משפיע, מבחינה כלכלית ומבחינה חברתית, על גורמים שונים ומגוונים. הגורם הראשון המושפע לרעה ממשבר כספי כאמור הוא נושי החייב. אלה זכאים, מבחינה משפטית, לקבל מהחייב כספים אך לפי שעה זכותם אינה מוגשמת. ברם, לצד הנושים ראינו כי למשבר הכספי נודעות השפעות ישירות אף על עובדי החייב, על ספקיו ולקוחותיו, על בעלי המניות (כאשר החייב הוא חברה), ובעקיפין אף על רשויות השלטון.

2.33 כפי שכבר הוער בפרק ראשון, מגוון העניינים הבאים לידי ביטוי במצב של חדלות פירעון, ההעדפות השונות (אשר לעתים הן אף מנוגדות) של הגופים המעורבים שנסקרו כאן, הופכים את המצב של חדלות הפירעון למצב טעון ביותר מבחינה כלכלית, מבחינה חברתית ומבחינה משפטית. לפיכך, מתחדדת השאלה מה הן ההעדפות ומה הם העניינים שאותם ראוי להביא בחשבון בדיני חדלות פירעון, ומה ייחשב מחוץ למערכת דינים זו. למשל, כאשר נושה מעוניין במימוש מיידי של נכסי החייב, ואילו בעל המניות מבקש להמתין ולתת לחייב ארכה לייצור מזומנים לפני שימומשו נכסיו, דברי מי שומעין? או, למשל, כאשר הנושים, או בעל התפקיד שמונה לחברה על ידי בית המשפט, עומדים על כך שהבראת החברה ופירעון חובותיהם יתאפשרו רק אם יפוטר חלק מסוים מציבור העובדים, ואילו העובדים טוענים כי דווקא קיצוץ ההתחייבויות לנושים הוא שיאפשר את הותרת רוב העובדים בחברה – דברי מי שומעין? יתרה מזו, כפי שכבר הוער בפרק ראשון, אף בין הנושים לבין עצמם יש העדפות

47 סעיף 9 לחוק הערבות.

48 ע"א 4316/90 הספקה חברה מרכזית לחקלאים בע"מ (בפירוק) נ' אגרא – אבן יהודה אגודה שיתופית בע"מ, פ"ד מט(2) 133 (התשנ"ה-1995). לאפשרות לדחוק את פירעונו של חוב מותנה זה כלפי בעל שליטה לירכתי קבוצת הנושים ראו ע"א 2223/99 קריספי נ' ח. אלקטרוניקה (1988) בע"מ, פ"ד נז(5) 116 (התשס"ג-2003). ראו עוד להלן פסקאות 13.50–13.57.

49 סוגיה זו תידון בהרחבה להלן בפסקאות 12.59–12.70, 24.44–24.46.

מנוגדות. פעמים רבות, העדפות הנושה המובטח והעדפות הנושה הלא-מובטח שונות אלה מאלה במידה ניכרת בגלל מקומם השונה בתור הנושים. דעתו של מי אפוא תנחה כיצד לפעול?

2.34 השאלה – אלו מן הגופים שנסקרו כאן, כמי שמושפעים מחדלות הפירעון, אכן גם כשרים מבחינה משפטית לבוא בקהל המשתתפים בהליך של חדלות הפירעון, להשפיע על עצם קיום ההליך ועל עיצוב תכניו – היא שאלה ערכית נכבדה. פתרונה של שאלה זו רחוק מלהיות מוסכם וברור. על הפתרון נחלקו בעבר – ונחלקים גם כיום – מלומדים רבים. הגדרת השחקנים, השייכים מבחינה משפטית לתשבץ חדלות הפירעון לפי כל אחת מן השיטות השונות, נובעת מהשקפה עקרונית. שאלה זו, שהיא היסוד לעיצוב התכנים המשפטיים לתחום כולו, היא שאלה שמעורבות בה הן השקפות עולם ערכיות, על אודות המשטר החברתי-כלכלי הראוי, והן אמונה ביעילותם או בכישלונם של מנגנונים חלופיים לרפא אחדים מן החוליים הנגלים לעין כול בנסיבות של חדלות פירעון.⁵⁰ דיון בערכים השונים ובהשקפות השונות ובהשפעותיהם על עיצוב כללי המשחק של דיני חדלות פירעון יעמוד במוקד הדיון של הפרק הבא.

50 ניגודי ההשקפות יצוצו, בראש ובראשונה, באשר ל"בעלי העניין הנוסף", כגון עובדים, ספקים, לקוחות והמדינה. אשר לשאלה בדבר הצדקת מעורבותם של בעלי מניות בהליכים של חדלות פירעון יש להבחין: שיקולים לא-כספיים, כגון מפעל חיים וכדומה, הם שיקולים ערכיים המושפעים מהשקפות שונות. לעומת זאת, השאלה אם החייב הוא אכן חדל פירעון מבחינה מאזנית, אם לאו, המשפיעה על מעורבות בעל המניות בהליכים, היא שאלה עובדתית גרידא הטעונה בירור ראייתי.

תכליתם של דיני חדלות פירעון

א. כללי

3.1 הדיון בתפקידם של דיני חדלות פירעון ובעקרון (או עקרונות) היסוד המונח בבסיסם הוא דיון ותיק. האם אלה דינים שאינם אלא "אכיפת חיובים", או אולי יש בדינים אלה ערך של "שמיטת חובות"?¹ לשון אחר, האם אלה "דיני ריבוי נושים" גרידא, או שהם "דיני נושים וחייב"? אף ששאלה זו קדומה, גבר העיסוק העיוני והמופשט ביסודות התחום, והספרות על אודותיו תפחה לממדים עצומים מאז סוף שנות השבעים של המאה העשרים. בתקופה זו פרצה קדימה בארצות-הברית הגישה הכלכלית למשפט. גישה זו דנה ביסודיות ובשיטתיות בענפי משפט שונים ותרה אחר העקרונות הכלכליים העומדים בבסיסם. היא שילבה ניתוח וביאור של המשפט הנוהג במשקפיים כלכליים בביקורת ובהמלצות לשינוי דינים אשר הניתוח הכלכלי חשף את חוסר יעילותם.

3.2 אף מקומם של דיני חדלות פירעון לא נפקד בקרב כל אלה. תחילה ראו אור, טיפין טיפין, מאמרים חלוציים שהציבו מראה מול פני כל מי שעסק בתחום עד אז ושאלו בקול רם את השאלות הנוקבות ביותר ובאופן הברור ביותר: מדוע קיימים דיני חדלות פירעון?² איזו תכלית הם משרתים? מה פשר עדיפותם של נושים אחדים על פני נושים אחרים?³ האם יש מקום להליכי הבראת חברה לצד

- 1 לגישה הרואה בדינים אלה, לפחות בהקשר המסחרי, דיני אכיפת חיובים גרידא ראו, למשל, THOMAS H. JACKSON, THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW 7 (1986); Charles W. Mooney, Jr., *A Normative Theory of Bankruptcy Law: Bankruptcy as (is) Civil Procedure*, 61 WASH & LEE L. REV. 931 (2004) לאפשרות כי אף דיני חדלות הפירעון המסחריים נקרעים בין המטרות החברתיות של אכיפת חיובים, מחד גיסא, לבין שמיטת חובות, מאידך גיסא, ראו Robert E. Scott, *Sharing the Risks of Bankruptcy: Timbers, Ahlers and beyond*, [1989] COLUM. BUS. L. REV. 183, 186–191; Lawrence Ponoroff, *The Dubious Role of Precedent in the Quest for First Principles in the Reform of Bankruptcy Code: Some Lessons from the Civil Law and Realist Tradition*, 74 AM. BANKR. L.J. 173, 182–198 (2000). בהקשר של חדלות פירעון של יחידים ראו ע"א 6416/01 **בנבנישתי נ' כונס הנכסים הרשמי**, פ"ד נז(4) 197, 204–205 (התשס"ג-2003). ואמנם, בחוק לתיקון פקודת פשיטת הרגל (מס' 3), התשנ"ו-1996, נחקק סעיף 18(א)(3) לפקודה המדגיש את המטרה החברתית של שמיטת חובות. על המתח שבין שני הקטבים האמורים ראו עוד William H. Brown, *Political and Ethical Consideration of Exemption Limitation*, 71 AM. BANKR. L.J. 149, 163–171 (1997).
- 2 Thomas H. Jackson, *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements and Creditors' Bargain*, 91 YALE L.J. 857 (1982).
- 3 Thomas H. Jackson & Anthony Kronman, *Secured Financing and Priorities Among Creditors*, 88 YALE L.J. 1143 (1979).

הליכי פירוק, אם לאו?⁴ ספרות זו התנתקה מן העיסוק המסורתי בפרטי הדין הנוהג ובביקורתו, והתעלתה למדרגת הפשטה עיונית המצלמת את התחום כולו ממבט עילי ומבקשת לבנותו כמקשה אחת. שאלות אלה נשאלו בסמוך לאחר חקיקתו בארצות-הברית של חוק חדלות הפירעון המקיף מ-1978 (ה-Bankruptcy Code). חוק זה וחייו היוו אפוא בסיס לדיון המהותי שהתפתח. הדיון הפילוסופי-משפטי במקומם של דיני חדלות פירעון התעשר אפוא בשלושים השנים האחרונות בכתיבה אקדמית ענפה. הספרות האמריקנית, אשר היא שהובילה בלא עוררין את הדיון הערני, נחלקה לשני מחנות: המחנה הכלכלי מזה והמחנה "המסורתי" ("traditionalists", כפי שהכותבים מכונים שם) – מזה.⁵ נקדים ונאמר כי אנשי הגישה הכלכלית תקפו את החוק החדש בכלל, ואת הפרק העוסק בהבראת חברות (Chapter 11) בפרט, כדינים בלתי יעילים, מעוותים ומוטים לטובת בעלי עניין בלתי ראויים. הספרות המשפטית בנושא לוותה וגובתה לא פעם גם בספרות של חוקרי כלכלה ומימון. לעומתם, המחנה המסורתי גונן על חוק חדלות הפירעון הקיים וביקש לעגנו ביסודות ערכיים. גישה זו ניתחה את הדין בנימוח שהעניק משקל מסוים לשיקולים חברתיים ולמטרות מדיניות החורגות מדל"ת האמות של יעילות כלכלית.

3.3 להלן נראה כי אף המחנה הכלכלי אינו עשוי מקשה אחת. מצויים בקרב קיצוניים בתפישתם ובעלי גישה מתונה יותר. יתרה מזו, דיונונו להלן יצביע גם על היבטים שונים ההופכים חלקים מסוימים מן הדיון הלוהט בין שני הפלגים לדיון פנים-אמריקני, על רקע ייחודיות המבנה הפרדלי של הדין שם. כן יצביע הדיון שיובא להלן על כך שהאש והגופרית שהמטירו אנשי הניתוח הכלכלי על דיני חדלות הפירעון היו בחלקם בבחינת ניסיון לבקר כשלים נקודתיים שאותם הם זיהו בהליך הנוהג על פי Chapter 11, באמצעות קעקוע בסיס ההצדקה לעצם קיומו של הליך כאמור. ספק רב אם התקפה כאמור היא מוצדקת. ואכן, דומה כי, ברבות השנים, על רקע שינויים פנימיים בכללי המשחק של הליך ההבראה שם, שכנו מעט הלהבות אצל חלק מן המבקרים.⁶ נראה כי הדיון הופך לענייני יותר ועוסק בפרטי ההסדרים והגיונם, תחת ניסיון לבנות או להרוס הכול במחי דיון מופשט אחד.⁷

- 4 ראו, למשל, Douglas G. Baird, *The Uneasy Case for Corporate Reorganizations*, 15 J. LEG. STUD. 127 (1986).
- 5 Elizabeth Warren & Jay L. Westbrook, למשל, *Searching for Reorganization Realities*, 72 WASH. U. L. Q. 1257 (1994); Susan Block-Lieb, *The Logic and Limits of Contract Bankruptcy*, U. ILL. L. REV. 503 (2001). על המתח בין שני המחנות ראו Douglas G. Baird, *Bankruptcy's Uncontested Axioms*, 108 YALE L.J. 573, 576–580 (1998).
- 6 בעניין זה מפתיע במיוחד לגלות כי Douglas Baird, מדובריה המובהקים של הגישה הכלכלית ומתנגד ותיק לקיומו של Chapter 11, פרסם מאמר עם אחד מעורכי הדין המובילים בתחום חדלות הפירעון המסחרית, ובו הם הסבירו את הגיונו הפנימי של המנגנון הגלום ב-Chapter 11. ראו Douglas G. Baird & Donald S. Bernstein, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, 115 YALE L.J. 1930 (2006).
Douglas G. Baird, *The Hidden Virtues of Chapter 11: An Overview of the Law and Economics of Financially Distressed Firms*, CHICAGO WORKING PAPERS IN LAW AND ECONOMICS NO. 43 (2nd Series, March 1997), available at: http://www.law.uchicago.edu/Lawecon/WkngPprs_26-50/43.Baird.Chapter11.pdf.
- 7 Omer Tene, *Revisiting the Creditors' Bargain: The Entitlement to the Going-Concern Surplus in Corporate Bankruptcy Reorganization*, 19 BANK. DEV. J. 287 (2003).

להלן ייבחנו כמה תכליות אפשריות של דיני חדלות פירעון. תחילה תידון התכלית של יעילות כלכלית. אחריה תידונה תכליות חברתיות-חלוקתיות אחדות. לבסוף, אציע גישה מאזנת המבקשת להתחשב – בהליכי חדלות הפירעון – בשיקולי היעילות הכלכלית ובשיקולים חברתיים-חלוקתיים גם יחד.

ב. יעדי יעילות כלכלית

3.4 אנשי הגישה הכלכלית למשפט גורסים כי מטרת המשפט היא להשיא את העושר הכללי. לשיטתם, כל קביעה משפטית צריך שתיבחן לפי מדד היעילות – כלומר, אם היא מקדמת יעילות כלכלית או פוגעת בה. פעולה היא יעילה אם סך התועלות המופק ממנה גדול מסך העלויות הכרוכות בנקיטתה. הגישה הכלכלית מאמינה בהשגת יעילות כלכלית, בראש ובראשונה, באמצעות כוחות השוק החופשי. ככל שכוחות השוק – כלומר, כלל הפועלים והמתקשרים בעסקאות – יפעלו באופן חופשי ונטול התערבויות זרות, יזרמו המשאבים השונים בעולם ויגיעו לידי משתמשיהם היעילים ביותר. השאת העושר הכללי תושג באמצעות היד הנעלמה של השוק.⁸ השקפה הנשענת על יעילותם של כוחות השוק מצמצמת את השפעתם של כללים משפטיים על כוחות השוק. לפי התיאורמה של Coase, כל עוד פועל השוק את פעולתו באמצעות עסקאות חופשיות ומתמחרות, אין להסדרים המשפטיים חשיבות של ממש.⁹ יהא ההסדר אשר יהא, הצדדים הפועלים תמיד יוכלו להגיע להסדר הרצוי בעיניהם, אף לאחר החלת הכלל, באמצעות עסקה שתתמחר את ההסדר המשפטי ותסטה ממנו בהסכמת הצדדים. להסדרים משפטיים נודעת חשיבות רק כאשר עלויות העסקה הכרוכות בהתקשרויות החופשיות בין הצדדים גבוהות דיין, או כאשר יש להתקשרויות החופשיות השפעות שליליות על צדדים שלישיים שאינם צד להן. לפי השקפה זו, תפקידו של המשפט הוא בעיקר לסייע לכוחות השוק להפחית את עלויות העסקה, באמצעות התמודדות עם כשלי השוק ופתרונם, ולהגן מפני השפעות שליליות כלפי חוץ (החצנות שליליות).

3.5 השקפתה הבסיסית של הגישה הכלכלית על פעילות חופשית בשוק הביאה את אנשיה, מאז ומעולם, לידי אהדת ההסדרה החוזית של יחסים משפטיים בין בני אדם.¹⁰ בהיות החוזה המנגנון המשפטי להתקשרות רצונית חופשית בין צדדים, נקיייה מתכתיבים משפטיים חיצוניים מצד המדינה, מגשים החוזה מבחינה משפטית את רעיון השוק החופשי. לפיכך, ביסוד כל ניתוח כלכלי יש נהייה תחילה אחר ההסכמות שבין הצדדים המעורבים ומתן תוקף משפטי להסכמות אלה. השאיפה היא להרחיב את תוקפם של ההסדרים החוזיים ולצמצם את שטחי המחיה של המשפט הכופה, שמחוץ לרצון הצדדים, כל עוד לא זוהו פגמים ביסוד ההסכמה בין הצדדים (כשלי שוק) או החצנות שליליות של החוזה.

ADAM SMITH, THE WEALTH OF NATIONS (1776) Book IV, Ch. 2, 477 (Vol. I, Edwin Cannan ed., 1961) 8

Ronald H. Coase, *The Problem of Social Cost*, 3 J. L. & ECON. 1 (1960) 9

Richard Posner, *The Ethical and Political Basis of the Efficiency Norm in Common Law Adjudication*, 8 HOFSTRA L. REV. 487, 488 (1980) 10

1. הדור הראשון לגישה הכלכלית

(א) הגישה – יעילות ההליך הקיבוצי

3.6 גישה המאמינה ביעילותו של הליך חדלות פירעון קיבוצי פותחה לראשונה על ידי Thomas Jackson. Jackson ביקש להסביר את תפקידם של דיני חדלות הפירעון על פי אמות מידה כלכליות. יעד היעילות הכלכלית יוגשם אם הליכי גביית החובות ישיאו את הפירעון הכולל לנושים. השאת הפירעון הכולל תבוטא במתן אשראי זול יותר מצד הנושים, דבר שממנו ייהנו, בסופו של דבר, צרכני האשראי במשק – כלומר, כלל הפועלים בשוק. במילים אחרות, יעילותם של הליכי הגבייה מיטיבה עם החייבים הנהנים מעלויות מימון נמוכות. היעילות שתוגשם לאחר התרחשות התקלה (חדלות הפירעון) באמצעות השאת הפירעון לנושים (יעילות *ex post*), תביא לידי השגת יעילות כבר בעת ההתקשרויות בעסקאות אשראי ומימון (יעילות *ex ante*). זהו יעד היעילות הכלכלית אשר להגשמתו חייבים דיני חדלות הפירעון לחתור.

3.7 הסברו של Jackson לדיני חדלות הפירעון מושתת על שתי נקודות מקדמיות: ראשית, דיני חדלות הפירעון נועדו בעיניו לשרת את עניינם של הנושים בלבד – כלומר, את בעלי התביעה הכספית כלפי החברה. לשיטתו, לפחות כשמדובר בחייב תאגידי, הליכי חדלות פירעון אינם אלא הליכים לגביית חובות.¹¹ הנחה מקדמית זו נובעת, לדידו, הן מהתבוננות היסטורית בדיני חדלות הפירעון והן מבחינה מפורחת של דיני חדלות הפירעון הנוהגים.¹² דינים אלה עוסקים בהרחבה בחלוקת שוויים של נכסי החייב בין נושיו השונים, תוך פירוט סדרי העדיפות ביניהם. שנית, הוא מניח כי הליכי הגבייה הקיבוציים, הנוהגים זה עשרות שנים בדיני חדלות פירעון, הם יעילים.¹³ לדעתו, בהשוואה להליכי גבייה יחידניים, שבהם כל נושה ארון לעצמו וגובה לעצמו, הליכי גבייה קיבוציים מסבים תועלת כלכלית רבה יותר. היתרון הכלכלי מתמצה בכך שניהול הליך גבייה כשלעצמו כרוך בהוצאות כספיות. ריבוי של הליכי גבייה יחידניים המתנהלים בד בבד כרוך בעלויות גבייה מקבילות, מיותרות ובזבזניות, אשר הליך גבייה קיבוצי ומרוכז עשוי לחסוך. זאת ועוד, כאשר כל נושה פועל לבדו בהליך גבייה יחידני, עליו לפזול כל העת אל עבר חבריו למירוץ ולהשגיח שלא ישיגוהו בפירעון מנכסי החייב. אף

11 Jackson, לעיל ה"ש 1, בעמ' 3, 7.

12 Jackson, לעיל ה"ש 2, בעמ' 857–859. ראו גם Louis E. Levinthal, *The Early History of English Bankruptcy*, 67 U. PA. L. REV. 1, 14 (1919); Stefan A. Riesenfeld, *The Evolution of Modern Bankruptcy Law*, 31 MINN. L. REV. 401, 406 (1947). בן דור מאוחר יותר של הגישה הכלכלית, Adler, ביקש לבסס את צמצום תפקידם של דיני חדלות פירעון לפתרון בעיית הפעולה הקיבוצית של הנושים באמצעות נקיטת תרגיל מחשבת. אדלר הציע לדמיין עולם עסקי שבו חברות ממומנות באמצעים שונים, בלא קיומם של חובות כלל ועיקר. זכותם של המממנים תדמה יותר לזכויותיהם של בעלי מניות בכורה. שלא כמו בחוב, לא יוכל המממן לגבות לבדו את שיעור המימון בשעת פקודה. אדלר מסיק כי בלא חוב בעולם, לא היה צורך בדיני חדלות פירעון. לפיכך, לטעמו, מתקיים קשר חד-ערכי בין גביית חובות לבין דיני חדלות פירעון. ראו Barry E. Adler, *A World Without Debt*, 72 WASH. U. L. Q. 811 (1994).

13 Jackson סקפטי בעניין הודלת שיעורי ריבית עקב התניה חוזית על ההליך הקיבוצי. ראו הסבר בספרו, לעיל ה"ש 1, בעמ' 16.

השגחה מתמדת זו כרוכה בעלויות אשר הליך גבייה קיבוצי עשוי לחסוך. ביודעם כי כל הגבייה תרוכז יחדיו בעבור כולם, יירגעו הנושים ויפחיתו את העלויות הכרוכות בחשדנות ההדדית.¹⁴

3.8 לפי אמונתו של Jackson, לו ההליך הקיבוצי היה היעיל מכול, היו הנושים אמורים להסכים כולם לנקוט הליך גבייה קיבוצי שישרת את טובת הכלל. לו הסכמה כזו הייתה מושגת מאליה מכוח משמעת עצמית של הנושים, לא היה עוד צורך בדיני חדלות פירעון. דא עקא שהסכמה זו, אף שהיא מגשימה את התועלת הכללית, אינה בת ביצוע עקב כשל השוק הנובע מניגוד העניינים בין טובתו האישית של כל נושה לבין טובת הכלל. ניגוד עניינים זה אינו אלא ביטוי ל"דילמת העציר" שבה נתון כל נושה של חייב חדל פירעון. על המלכוד הפוגעני של "דילמת העציר" בקרב נושיו של חדל פירעון כבר עמדתי לעיל בפרק ראשון.¹⁵ מלבד הדילמה שמציג Jackson יוער כי, לחלופין, ייתכן שמאגר נכסי החייב אינו ניתן להגדלה כלל ועיקר, ובכל זאת אופן חלוקתו בין כלל המשתתפים (הנושים) מאיץ בכל אחד מהם להקדים וליטול בטרם יקדימונו האחר. זהו מקרה של "משחק סכום אפס".¹⁶ לשיטת Jackson, כשל השוק האמור מונע מכל נושה כשלעצמו לדבוק בהסכמה בין כלל הנושים להימנע

14 עם זה, ישנן דרכים חלופיות לצמצום העלויות הכרוכות בחשדנות כאמור, אשר אינן כרוכות בהכרח בהליך קיבוצי. לביקורת כאמור על שיטתו של Jackson ראו להלן פסקאות 3.24–3.28.

15 לעיל פסקה 1.14. המלכוד הבין-נושי בחדלות פירעון מכונה לעתים "בעיית המאגר המשותף". ראו Susan Block-Lieb, *Fishing in Muddy Waters: Clarifying the Common Pool Analogy as Applied to the Standard for Commencement of a Bankruptcy Case*, 42 AM. U. L. REV. 337 (1993); Richard V. Butler & Scott M. Gilpatric, *A Re-Examination of the Purpose and Goals of Bankruptcy*, 2 AM. BANKR. INST. L. REV. 269, 269–273 (1994); Barry E. Adler, *Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy*, 45 STAN. L. REV. 311 (1993). כוונת הדברים היא כי כאשר קיים מאגר משותף בעל ערך נתון, שממנו זכאים ליהנות גורמים רבים, מעוניין כל אחד מהם ליטול לעצמו מוקדם ככל האפשר, פן יקדימוהו האחרים והוא ייוותר בלא כלום. זו טובתו האישית של כל משתתף. ברם, הטובה הכללית עשויה להיות דווקא להימנע מליטול מתוך המאגר המשותף, או להגביל את שיעור הנטילה של כל משתתף הימנו, למען ייוותר ערך במאגר שישמש בסיס לצמיחת המאגר, לשכפולו ולהנבט פירות אף בעתיד, לרווחת כולם. עם זה, קיים הבדל בעניין זה בין מאגר משותף של משאבי טבע, כגון מדגה משותף, לבין מאגר משותף של נכסים העומד לרשות הנושים של חייב חדל פירעון. הגבלת זכויות הדיג השנתיות במדגה משותף עשויה להביא לידי שימור המדגה ואף לידי הגדלתו בעתיד. מהגדלה זו ייהנו כל צרכני הדיג, גם מי שהוגבל בכמות הדיג בשנים עברו. כלומר, כנגד הגבלת כמות הדיג בשנה אחת, יפוצה הדיג המוגבל בשנים הבאות באופן שסך הדיג שהוא ידוג לאורך השנים עשוי לעלות על סך הדיג הבלתי מוגבל שהוא היה דג בשנה אחת (בהגדרה, סך הדיג הבלתי מוגבל בשנה מסוימת קטן או שווה לסך הדיגים במדגה, נכון לאותה שעה). בעיית "המאגר המשותף" משקפת אפוא אך בעיית תיאום בין הדייגים השונים, למען לא יקדים דייג אחד וידוג את המדגה כולו באופן העלול לפגוע ברווחה הכלכלית של האחרים ושל גן יחד. לעומת זאת, לנושה יש סכום תביעה מוגדר וסופי כלפי החייב. אם ישכיל לגבות סכום זה, המשך הגדלת נכסיו של החייב (המקביל לשכפול המדגה) אינו עוד מעניינו של אותו נושה. הנושה לא יזכה לחלק כלשהו מן הסכום שיייוסף על נכסיו של החייב לאחר תום גביית חובו. לפיכך, הבעיה הבין-נושית אינה בעיה של תיאום בניצול "מאגר משותף", כי אם בעיית ניגוד עניינים קוטבי בין טובתו הפרטית של כל נושה מזה, לטובתו הפרטית של כל נושה אחר והטובה הכללית (כלומר, הגדלת הערך הכללי של נכסי החייב) – מזה. להבחנה בין "בעיית תיאום בין שחקנים" לבין "בעיית ניגוד עניינים בין שחקנים", ולהבהרה כי רק הבעיה האחרונה היא המגולמת בדילמת עציר, ראו זוהר גושן "הצבעה אסטרטגית בדיני חברות: מדיקטטורה לדמוקרטיה" משפטים כג 107 (התשנ"ד).

16 לעיל פסקה 1.14.

מליטול מקופת החייב. כל נושה עלול, **לאחר שהסכים** להסדר כאמור, לסטות מן ההסדר, להפר אותו וליטול מן הקופה כדי להיטיב את מצבו. חשש זה מפני עריקת אחד הנושים ממוטט כמגדל קלפים את ההסכמה האמורה ומשמר את דילמת העציר או את כללי משחק סכום אפס במלוא עוזם. לשם השגת היעילות שבהשאת קופת חדלות הפירעון (המסוכלת בגלל שיקולים שבדילמת העציר) או שימור הקופה וחלוקתה לפי אמות מידה ענייניות וערכיות (המסוכלים בגלל כלליו של משחק סכום אפס), נדרש אפוא מנגנון כופה המחיל על הצדדים התנהגות קיבוצית התואמת את הסכמתם המשוערת ומונע מכל אחד מהם לסטות מן השורה ולנקוט מעשה יחידי. לשיטת Jackson, דיני חדלות פירעון הם בדיוק דין כופה כאמור. הליך לפי דינים אלה הוא בעיניו ביטוי להסכמת המשוערת של הנושים. לפיכך, מכונה בפיו הסבר זה לדיני חדלות הפירעון "תורת הסכמת הנושים" (The Creditors' Bargain Model).¹⁷ בכופו דין קיבוצי על כלל הנושים, משחרר אותם הליך חדלות הפירעון מנקיטת פעולות טקטיות לפי תועלתם האישית. פעולה כאמור לא תצלח משום שהיא מפירה את הדין הקיבוצי הכופה. זו התכלית שביסוד הליכי חדלות פירעון.¹⁸

3.9 אחד הקווים המנחים בגישתו של Jackson, ששותף לה גם עמיתו המסורתי לכתובה, Douglas Baird, הוא ההישענות הבלתי מעורערת על מוצקות זכויותיו של כל נושה כפי שעוצבו בדין הכללי, החיצוני לדיני חדלות פירעון.¹⁹ במילים אחרות, לדעתם, דיני חדלות פירעון אינם מעצבים זכויות של נושים, אלא מגיבים עליהן מבחינה דיונית.²⁰ לשיטתם, המשפט המהותי, שקובע את טיבה של כל זכות ואת תוכנה, מורכב מכל ענפי המשפט החיצוניים לדיני חדלות פירעון (ובלשונם: nonbankruptcy entitlements). הזכויות המוקנות לנושים מקדמת דנא יבואו לידי ביטוי בהליך של חדלות הפירעון ויש

- 17 Jackson, לעיל ה"ש 2, בעמ' 859–871. אולם ראו David E. Carlson, *Bankruptcy Theory and the Creditors Bargain*, 61 U. CIN. L. REV. 453, 475–478 (1992) (מותח ביקורת על התעלמותו של Jackson בתיאוריית ה-Creditors Bargain מענייניהם של יתר הגורמים הנוגעים בדבר שאינם נושים).
- 18 להרהורים מחדש מן העת האחרונה בדבר עצם הצדקת הדין הקיבוצי בעת חדלות פירעון של חברה חייבת, והעלאת השאלה שמא יש לשקול מחדש את הנחות היסוד הנוהגות בדיני חדלות פירעון על רקע השתנות השווקים העסקיים, מבנה החברות החייבות ואופן פעולת נושיהן הפיננסיים ראו Mark J. Roe, *Three Ages of Bankruptcy*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2871625> (Jan. 31, 2017).
- 19 מכיוון שרוב הדין האזרחי-מסחרי (דיני חוזים ודיני קניין) בארצות-הברית מעוצב בדיני המדינות, ואילו חוק חדלות פירעון שם הוא פדרלי, מתייחס Jackson לעיצוב זכויות הנושים כאל nonbankruptcy state law. לצורך כך הוא נתלה בפסק הדין של בית המשפט העליון בארצות-הברית בעניין *Butner v. United States*, 440 U.S. 48 (1979). בפסק דין זה נפסק כי יש להגשים את זכויות הנושה המובטח חרף קיום הליכים קיבוציים וכי אין להתייחס אל זכויות הנושה המובטח באופן שונה רק משום שהחייב הוא חדל פירעון. עם זה, בית המשפט סייג את קביעתו זו בציינו כי כך הוא הדין כל עוד אין זכות פדרלית הדורשת תוצאה שונה. ואולם, ראו Ronald J. Mann, *The First Shall Be Last: A Contextual Argument for Abandoning Temporal Rules of Lien Priority*, 75 TEXAS L. REV. 11 (1996) (טוען כי השאת הרווחה לנושים דורשת הזנחה חד משמעית של הדין שמחוץ לדיני חדלות הפירעון לטובת ההליך הקיבוצי. הדין הקיבוצי נועד להמריץ את כלל הנושים לצמצם את הכישלון העסקי של החייב. ראו עוד Richard E. Mendales, *We Can Work it Out: The Interaction of Bankruptcy and Securities Regulation in the Workout Context*, 46 RUTGERS L. REV. 1213, 1226 (1994). לתיאור מבנה הדין האמריקני ראו להלן פסקאות 4.59–4.65. לעיל פסקה 1.36.

לכבדן במלואן, כפוף להמרתו של הליך הגבייה מגבייה יחידנית לגבייה קיבוצית. שאיפתם של הנמנים עם דור זה של הגישה הכלכלית היא לצמצם ככל האפשר את הפער העלול להיפער בין טיב זכויותיו של כל נושה מחוץ לדיני חדלות הפירעון לבין טיב הזכויות המוקנות לו בהליכי חדלות הפירעון. לטעמם, ככל שיגדל הפער בין הזכויות המוקנות לנושים או לקבוצות עניין אחרות (כגון עובדים) מחוץ להליכי חדלות הפירעון לבין אלה המוקנות להם בתוך הליכי חדלות הפירעון, כן יגדל התמריץ הבלתי ראוי של אותן קבוצות עניין, הנהנות מזכויות משופרות בהליכי חדלות פירעון, להכניס את החייב להליכים אלה, גם בנסיבות שהמהלך אינו ראוי או שהוא מוקדם מדי. כך, למשל, אם הליכי חדלות הפירעון יגוננו על תעסוקת עובדים וימנעו פיטורים המתבקשים מהמצב הכלכלי של החייב, יומרצו העובדים לזיום הליך של חדלות פירעון למעסיקם גם אם הלה טרם הגיע לנסיבות כספיות היוצרות "מירוץ גבייה". במילים אחרות, גם כאשר ההליך הקיבוצי אינו המענה היעיל (שכן הבעיה הבין-גושית טרם בשלה), עלול הליך זה לבוא לעולם משיקולים שבתועלת פרטית של העובדים. בדומה, נניח כי נושה לא-מובטח יכול לעצור נושה מובטח (העדיף ממנו בסדר עדיפויות הפירעון) מלגבות (לפחות, לפי שעה) בהליכים של חדלות פירעון, ואילו מחוץ להליכי חדלות הפירעון אין הוא יכול לפגוע בחירותו של הנושה המובטח לגבות את החוב מן החייב.²¹ בסביבה משפטית כאמור, עלול להיווצר תמריץ בלתי ראוי לנושה הלא-מובטח להכניס את החייב להליכי חדלות פירעון אך לשם נעיצת מקל בגלגלי הגבייה של הנושה המובטח ולנסות לחלץ פשרות מן הנושה המובטח.²² לשיטתם, תמריץ בלתי ראוי כאמור, המכונה forum shopping,²³ חותר תחת יעד היעילות, שכן הוא מחיל הליך קיבוצי על מקומות ונסיבות שאין הוא נדרש בהם. דבר זה יסכל זכויות גבייה של נושים על פי דין, ולפיכך – בסופו של דבר – ייקר את עלויות האשראי לחייבים.²⁴

21 דבר זה אפשרי בכל הליך של חדלות פירעון בארצות-הברית, שכן עיכוב ההליכים שם חל כלפי כל הנושים, לרבות נושים מובטחים. ראו §362(a) Bankruptcy Code. בישראל, לעומת זאת, נושים מובטחים מעוכבים מגבייה רק בהליכי הבראת חברה, אך לא בהליכים של פשיטת רגל ושל פירוק חברה. ראו סעיף 245(א) לחוק חדלות פירעון. השוו גם את סעיף 350 לחוק החברות (לעניין הבראת חברה) עם סעיף 20(ב) לפקודת פשיטת הרגל (סעיף 20(ב) האמור חל גם בפירוק חברה. ראו ע"א 5821/92 חזירי נ' עזר' פישלר, פ"ד מט(5) 833 (התשנ"ו-1996)). לדיון נרחב ומקיף בסעד של עיכוב ההליכים, בהיקפו ובהגיונו, ראו להלן פרק שנים-עשר.

22 על שיקולים כאמור והשפעתם על פתיחתם של הליכי חדלות פירעון ועל ניהולם, ראו ביתר הרחבה להלן בשער שני.

23 Douglas G. Baird, *Loss Distribution, Forum Shopping and Bankruptcy: A Reply to Warren*, 54 U. CHI. L. REV. 815 (1987); Douglas G. Baird & Thomas H. Jackson, *Corporate Reorganization and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy*, 51 U. CHI. L. REV. 97, 101-102 (1984); Lynn M. LoPucki & William C. Whitford, *Venue Choice and Forum Shopping in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies*, [1991] WIS. L. REV. 11, 31; Robert K. Rasmussen & Randall S. Thomas, *Timing Matters: Promoting Forum Shopping by Insolvent Corporations*, 94 Nw. U. L. REV. 1357, 1374-1376 (2000); Theodore Eisenberg, *Bankruptcy Law in Perspective*, 28 UCLA L. REV. 953 (1981)

24 ביישום דיני חדלות הפירעון הפדרליים בארצות-הברית מתקיים forum shopping מסוג אחר. כמקובל בדיון אזרחי כללי, לעתים קיימת סמכות עניינית מקבילה לבתי משפט לחדלות פירעון במחוזות שונים לדון בתקי. עורכי הדין של חייבים, היוזמים את פתיחתו של הליך הבראה לפי Chapter 11, ממהירים לפנות

3.10 עם זה, נהיר גם ל-Jackson כי יישום מלא ודווקני של כל פרטי הזכויות המוסדרות מחוץ לדיני חדלות הפירעון בתוך הליך חדלות הפירעון אינו אפשרי מבחינה מעשית. סוף סוף, החייב חדל פירעון וחסר הוא, וכיצד תכובד כל זכות כלפי כל נושה ככתבה וכלשונה? הלא הדברים הם תרתי דסתי! לפיכך, מפתח Jackson את המושג "השווי היחסי" של זכות ("relative value").²⁵ משמעו של מושג זה הוא כי בכל מקום שבו כיבוד מלא של זכות יפגע ביתרונותיו של ההליך הקיבוצי ויחתור תחתיו, יוצמד ערך כלכלי יחסי לכל זכות של נושה, כחלופה לקיום דקדקני של הזכות. ערך כלכלי זה ינבע מעדיפותה היחסית של הזכות בהשוואה ליתר הזכויות המתחרות לנוכח חדלות הפירעון של החייב.²⁶ ואמנם, בנסיבות של חדלות פירעון, זכויות נושים – במובן של ביצוע בעין של הזכות המשפטית הצרופה – לא בהכרח יכובדו במלואן. ואולם, לשיטתו של Jackson, דיני חדלות פירעון אמורים לשאוף לשמור ככל האפשר על שווייה הכספי היחסי של הזכות ולהימנע מנקיטת מהלכים משפטיים או כלכליים העלולים לפגוע בשווי האמור. מהלכים כאמור יהיו דריסת רגל בלתי ראויה ובלתי יעילה של דיני חדלות הפירעון בעולם הזכויות אשר עוצב בדין הכללי, מחוץ לחדלות הפירעון.

3.11 את עקרון השווי היחסי מבית מדרשו מבקש Jackson להחיל, בין השאר, על החובות המובטחים. יישום העיקרון מחייב, לשיטתו, גישה זהירה. מחד גיסא, לשם כיבוד הערך הכספי היחסי של חוב מובטח, יש לשמור את עדיפות הפירעון של נושה מובטח על פני נושים לא-מובטחים אף בהליכים של חדלות פירעון. מאידך גיסא, עדיפות החוב המובטח אינה מחייבת את הוצאתו של חוב זה מן ההליך הקיבוצי. ההליך הקיבוצי עשוי להשיא את ערכם של כלל נכסי החייב – ולפיכך, להיטיב גם עם בעל החוב המובטח. לעומת זאת, מימוש נכסים למען גביית חובו הפרטי של הנושה המובטח עלול לסכל את השאת הערך הכולל. לפיכך, מצדיק Jackson את הכפפת החוב המובטח להליך של חדלות פירעון קיבוצי כדין שאר החובות. הנושה בעל החוב המובטח לא יוכל אפוא לפעול לבדו למימוש הנכס המשועבד ולגביית חובו מתוך התמורה המתקבלת. עם זה, לכשיפרעו חובות החייב בסוף

לבית המשפט לחדלות פירעון במחוז דלאוור, בשל פסיקתו המסורתית הנוטה חסד לעניינם של חייבים והמגלה כלפיהם גישה אוהדת יותר מאשר במחוזות אחרים. הטענה היא כי התמרון בין מחוזות שונים בעלי סמכות מקומית שווה מעוות את יושרתו של הליך חדלות הפירעון ואת יעילותו. ראו LYNN M. LoPUCKI, COURTING FAILURE: HOW COMPETITION FOR BIG CASES IS CORRUPTING THE BANKRUPTCY COURTS (2005); Todd J. Zywicki, *Is Forum-Shopping Corrupting America's Bankruptcy Courts?*, GEORGE MASON LAW & ECONOMICS RESEARCH PAPER No. 05-16 (2005); Melissa B. Jacoby, *Fat, Cheap, and Creditor-Controlled: Is Corporate Reorganization Falling?*, UNC LEGAL STUDIES RESEARCH PAPER No. 05-20 (2005); Samuel L. Bufford, *Global Venue Controls are Coming: A Reply to Professor LoPucki*, 79 AM. BANKR. L.J. 105 (2005); Todd J. Zywicki, *Is Forum Shopping Corrupting America's Bankruptcy Courts?* 94 GEO. L.J. 1141 (2006).
 Thomas H. Jackson, *Translating Assets and Liabilities to the Bankruptcy Forum*, 14 J. LEG. STUD. 73 (1985); Thomas H. Jackson, *Of Liquidation, Continuation, and Delay: An Analysis of Bankruptcy Policy and Nonbankruptcy Rules*, 60 AM. BANKR. L.J. 399, 400-404 (1986).
 JACKSON, לעיל ה"ש 1, בעמ' 28-29. 26

ההליך, ייחנה בעל החוב המובטח מביכורי הכספים הנפרעים, בצירוף ריבית על התקופה שבה עוכב מימוש הנכס המשועבד.²⁷

(ב) ביקורת הגישה

3.12 ההשקפה הבסיסית של הדור הראשון לגישה הכלכלית לדיני חדלות הפירעון עוררה עליה לא מעט ביקורת. הביקורת כלפיה מגיעה מכיוונים שונים. מצד אחד, חלוקים עליה חסידי הגישה המשפטית המסורתית וחסידי הגישות החברתיות. הללו סבורים כי הגישה הכלכלית שהוצגה הצרה יתר על המידה את צעדיהם של דיני חדלות הפירעון והתעלמה בהפגנתיות מערכים נוספים, זולת ערך היעילות הכלכלית, שאותם דיני חדלות הפירעון מקדמים. מצד אחר, חלוקים עליה בני הדור השני של הגישה הכלכלית. כפי שנראה להלן, לשיטתם של האחרונים, הדור הראשון ניתח את הדין ניתוח שמרני יחסית ונתן אשראי (תרתי משמע) רחב מדי להגיון של הוראות החוק הנוהג בתחום. הביקורת של כל אחת מן הגישות על הניתוח הכלכלי של הדור הראשון (כלומר, על התמקדותו ביעילות ההליך הקיבוצי כחזות הבלעדית של דיני חדלות הפירעון) נובעת ממחלוקת בסיסית יותר. עיקר המחלוקת טמון בהנחות, באמונות ובהשקפות שביסוד כל גישה. בטרם נפנה לבחון את הגישות האחרות ואת יסודות השקפתן, ראוי להצביע על שתי ביקורות שבהן עלולה להילכד הגישה בדבר יעילות ההליך הקיבוצי של בני הדור הראשון.

3.13 שתי הביקורות שעלו כלפי הניתוח הכלכלי של Jackson וחבריו בעניין תכלית דיני חדלות הפירעון הן אלה:

- (א) ההנחה בדבר יעילות הדין שמחוץ לדיני חדלות פירעון אינה מוכחת.
- (ב) סיווג הדינים לדיני חדלות פירעון ולדינים חיצוניים אינו משכנע.

(1) ההנחה בדבר יעילות הדין הכללי אינה מוכחת

3.14 הביקורת הראשונה נוגעת באחת מאבני היסוד של הבניין שבנו Jackson וממשיכי דרכו, ומבקשת לקעקע אותה. הגישה הכלכלית של בני הדור הראשון מצמצמת את דיני חדלות הפירעון לדין קיבוצי המבקש להתגבר על בעיית מאגר הנושים המשותף ותו לא. כפי שהובלט לעיל, הנחת יסוד בגישה זו היא, כי הזכויות של כל הגורמים בעלי העניין הכלכלי בחייב (נושים, בעלי מניות, עובדים) בינם לבין עצמם מעוצבות בדין שמחוץ לדיני חדלות הפירעון (ובלשונם: state law או nonbankruptcy law). לשיטת Jackson, אל להם לדיני חדלות הפירעון לסטות מעיצוב זכויות זה ולפעור פער בינם לבין הדין הכללי. ברם, ביסוד אמירה זו מסתתרת הנחה כי אמנם הדין שמחוץ לדיני חדלות הפירעון יעיל בהקצאת הזכויות לבעלי העניין השונים. קריאה שלא לפגוע ביישומו של הדין שמחוץ לדיני חדלות הפירעון נובעת, כנראה, מהשלמה עם היותו של דין זה דין המוזיל את עלויות גיוס ההון במשק והמקדם את הצמיחה הכלכלית. ברם, הנחה חשובה זו מעולם לא נבחנה בצורה יסודית על ידי Jackson

Douglas G. Baird & Thomas H. Jackson, *Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy*, 51 U. CHI. L. REV. 97 (1984)

וחבריו. זו הנחת מוצא, הקודמת לניתוח. שמא דווקא דיני חדלות פירעון, אשר יסטו מהקצאת הזכויות הראשונית שבדין החיצוני, הם היעילים ואילו הדין החיצוני הוא שאינו מקצה זכויות ביעילות?²⁸ ואמנם יש יסוד לחשוב כי דווקא הקצאת הזכויות הראשונית בדין החיצוני אינה יעילה, שכן אין היא מתמודדת עם מצב של התנגשות חזיתית בין כל בעלי העניין.²⁹ כל עוד הדין החיצוני מתייחס בעיקר לחייבים כשרי פירעון, ממילא ההתמודדות העיקרית הניצבת לנגד עיני דין זה היא התמודדות דו-צדדית בין נושה לחייבו, ולא בין נושה אחד לנושים אחרים.³⁰ האפשרות שדווקא הדין שמחוץ לדיני חדלות הפירעון הוא הדין חסר היעילות היא עקב אכילס של הגישה הכלכלית. אנשי הגישה הכלכלית ערים לכך ומודים בכך בחצי פה.³¹ אמנם יש בפיהם תשובה מסוימת על עניין זה: ייתכן שהדין שמחוץ לדיני חדלות הפירעון אינו יעיל, אך אם אכן כך הוא, מן הראוי לתקנו תיקון כללי ולא תיקון חלקי בדיני חדלות הפירעון. כל תיקון חלקי יפער פער משפטי אשר יביא לידי ניצול מגמתי ובלתי יעיל של ההליכים (זהו טיעון ה-forum shopping).³² עם זה יש לתהות: האמנם תשובה זו שבפיהם היא תשובה אנליטית, או שמא היא מסווה להתחמקות כותבים אלה מלדון בשאלות המהותיות הקשות, תחת התמקדות בהיבטים הדיוניים גרידא שבהם עוסקים, לשיטתם, דיני חדלות פירעון? אפילו Barry Adler, איש הדור השני לגישה הכלכלית (דור אדוק עוד יותר בקידוש היעילות), מתח ביקורת דומה על טיעון ה-forum shopping האמור מבית מדרשם של Baird ו-Jackson. לדבריו, ייתכן כי Baird צודק בטיעונו שהגנה על מקומות עבודה צריך שתהא מדיניות כללית שתבוטא בדין החיצוני, ולא תהא מוגבלת לדיני חדלות פירעון בלבד. ברם, הוראות דין המגוננות על התעסוקה (אם אמנם זוהי המדיניות הראויה) בהליכי חדלות פירעון עדיפות מאי שימור התעסוקה כלל!³³ לשון אחר, העובדה שהמלאכה

28 אכן, Barry Adler, איש הדור השני לגישה הכלכלית לדיני חדלות פירעון, סובר כי ראוי שדווקא דיני חדלות הפירעון (כלומר, הדין הפדרלי בארצות-הברית) יעניקו מעמד מיוחד של עדיפות לנושים לא-רצוניים, תוך סטייה מן העקרונות הקבועים בדין האזרחי הכללי. Barry E. Adler, *The Questionable Axiom of Butner v. United States*, in BANKRUPTCY LAW STORIES 11 (Robert K. Rasmussen ed., 2007).

29 RIZWAAN J. MOKAL, CORPORATE INSOLVENCY LAW – THEORY AND APPLICATIONS 118 (2005) (“Non-insolvency law does not need to determine the priority status of different types of creditor, since for most solvent debtors, all creditors get everything they are owed”). ראו גם ROY M. GOODE, PRINCIPLES OF CORPORATE INSOLVENCY LAW 44–45 (3rd ed., 2005).

30 Elizabeth Warren, *Bankruptcy Policy*, 54 U. CHI. L. REV. 775, 782–783 (1987), וכן JACKSON, לעיל ה"ש 1, בעמ' 64. על מגבלות ההתניה החוזית כמבטאת את הקצאת הזכויות היעילה בין נושה לחייב לנוכח טיעון כאמור בכתב העיקרי לעיל, ראו להלן פרק שבעה עשר.

31 Baird & Jackson, לעיל ה"ש 27; Jackson, לעיל ה"ש 2.

32 עם זה, החשש מפני נקיטת הליכי חדלות פירעון מגמתיים לטובת בעל עניין מסוים, אף אם אין בהליכים אלה תועלת כללית, הוא חשש שניתן לכל היותר רק להפחיתו אך לא להעלימו. לעולם יהיו צדדים שימצאו כיצד לנצל את המבנה המשפטי של הדין וירתמוהו להפקת תועלות פרטיות, עד אשר ירוסנו מצד המערכת השיפוטית. להודאה מפורשת כאמור מצד Jackson, ראו Thomas H. Jackson & Robert E. Scott, *On the Nature of Bankruptcy: An Essay on Bankruptcy Sharing and the Creditors' Bargain*, 75 VA. L. REV. 155, 169 (1989) (It is important to remember... that perverse incentives [forum shopping – D. H.] are an inevitable consequence of any bankruptcy process. Any collectivizing procedure... inevitably alters the prebankruptcy entitlements of individual participants).

33 BARRY E. ADLER, FOUNDATIONS OF BANKRUPTCY LAW 186 (2005).

המשפטית של עיצוב המדיניות הכוללת, בכל ענפי המשפט, טרם נשלמה אינה אמורה לחסום את דיני חדלות פירעון מלספק מענה חלקי וחשוב משלהם. ועל זאת אוסיף עוד: טיעון ה-forum shopping עוסק בחשש שקבוצות שונות יבקשו לנצל לטובתן את דיני חדלות הפירעון מחמת ההבדל בין דינים אלה (לטובת הקבוצות האמורות) לבין הדין החיצוני. ברם, ככל שטיעון זה מתייחס לעובדים, דומני כי המציאות טופחת על פניו. עובדים אינם מזדרזים להגיש בקשות לפתוח בהליכים של חדלות פירעון נגד מעסיקיהם כל עוד הם מאמינים שיש סיכוי להמשך קיום העסק.³⁴ חשש מעין ה-forum shopping, אם הוא בכלל קיים, עלול להופיע בחיי המעשה בנוגע לתמריצי הנהלת חברה ובעלי מניותיה להכניס חברה להליך הבראה, כנמל מקלט מפני נושיה.³⁵ עניין זה אכן מעורר שאלה נכבדה של מדיניות. דיון נרחב בשאלה זו יתקיים בפרק שמיני להלן.

(2) הסיווג לדינים חיצוניים ולדיני חדלות פירעון אינו משכנע

3.15 נמצא אפוא כי יש בפי אנשי הגישה הכלכלית תשובה חלקית המגוננת על עמדת המוצא שלהם, המסתמכת על הדין המהותי שמחוץ לדיני חדלות הפירעון. תשובה זו מתמקדת בחשש מפני ניצול מגמתי של דין מהותי מיוחד לדיני חדלות הפירעון. לאור תשובה זו, מתעוררת הביקורת השנייה ומקשה: מה נחשב ל"דין חיצוני" לצורך העניין ומה נחשב ל"דיני חדלות פירעון"? ניכר מכתבתם של אנשי הגישה הכלכלית כי, לשיטתם, חוק חדלות הפירעון האמריקני הוא דין חדלות פירעון ואילו דיני השעבודים הם "דין חיצוני", שכן הוראותיהם ממוקמות בחוק אחר החל לא רק במצבי חדלות פירעון. לשיטתם, מכיוון שדין השעבודים הוא חיצוני, תוקפו של השעבוד, על כל יתרונותיו, משמש כנתון פתיחה לדיני חדלות הפירעון. לפיכך, בעיניהם, כל פגיעה בזכות הנושה לממש את השעבוד משנפתח הליך חדלות הפירעון היא פגיעה בזכות מוקנית הראויה לפיצוי. ברם, כפי שכבר הבהרתי בפרק ראשון, הבחנה זו בין שני סוגי הדינים אינה משכנעת בעיני כלל ועיקר. אדרבה, דווקא דיני שעבודים יוכיחו. אמנם, באופן רשמי, דינים אלה חקוקים מחוץ לחוק חדלות פירעון,³⁶ ואולם לב דינים אלה ועיקרם הם עדיפות הנושה בעל השעבוד על פני חברו הנושה הרגיל.³⁷ לעדיפות זו אין חשיבות מהותית כל עוד החייב עודנו בר פירעון. שיקולי עדיפות ודירוג הם בעלי נפקות אך ורק כאשר אין לחייב די משאבים

34 בישראל דווקא יש לעובדים תמריץ כספי מעשי לבקש לפתוח בהליכים של חדלות פירעון. תמריץ זה הוא זכאותם לגמלה על פי סעיף 182 לחוק הביטוח הלאומי [נוסח משולב], התשנ"ה-1995, אם ניתן צו פירוק נגד מעבידם. לדיון בהצדקת הגמלה האמורה ראו להלן פרק תשעה-עשר. עם זה, בקשות פירוק כאמור לא יינקטו על ידי עובדים מוקדם מדי, שכן עובדים חוששים לחרות את הענף שהם יושבים עליו ומתפרנסים ממנו.

35 Barry E. Adler, *Bankruptcy Primitives*, 12 AM. BANKR. INST. L. REV. 219 (2004); Barry E. Adler, *A Re-Examination of Near-Bankruptcy Investment Incentives*, 62 U. CHI. L. REV. 575 (1995); George G. Triantis, *A Theory of Regulation of Debtor-in-Possession Financing*, 46 VAND. L. REV. 901 (1993).

36 בישראל, דינים אלה קבועים בחוק המשכון. במדינות ארצות-הברית, דיני השעבודים של המדינות השונות שאובים מהוראות Article 9 של ה-Uniform Commercial Code (להלן: ה-UCC).

37 אמנם לשעבוד יש יתרון מעשי גם במהירות האכיפה וגביית החוב. ואולם, אליכא דרוב המלומדים, יתרון זה אינו מהותי במצבים של חדלות פירעון והוא בעיקרו תוצר נלווה ותוצאה נגזרת מעדיפות השעבוד על פני נושים אחרים. ראו על כך דיון נרחב להלן בפרק שישה-עשר.

למילוי מחסורם של כל בעלי הזכויות כלפיו. רק במצבים של חדלות פירעון יש חשיבות לעדיפות השעבוד. אם כן, מדוע ייחשבו דיני השעבודים ל"דין חיצוני" המעוצב במנותק מדיני חדלות הפירעון? לשיטתי, כפי שהבהרתי כבר בפרק ראשון, מיקומן הרשמי של הוראות דין בחוק נפרד אינו חשוב בעניין זה. אם במהותם מדובר בדינים שחשיבותם המעשית ופועלם הכלכלי הם בנסיבות של חדלות פירעון, הרי שיש לפנינו דין שהוא בשר מבשרם של דיני חדלות פירעון.³⁸ בעניין זה של סיווג הדינים אני חולק אפוא על אנשי הגישה הכלכלית. לשיטתי, דיני השעבודים ויתר הוראות החוק העוסקות בחדלות פירעון עשויים מקשה אחת.³⁹ לפיכך, לשיטתי, אין לומר כי דיני חדלות פירעון עלולים לסטות מדיני השעבודים ולפגוע בזכויות שהאחרונים עיצבו. אין עיצוב זכויות עד אשר גם "חוק השעבודים" וגם "חוק חדלות פירעון" אמרו את דברם תחילה.⁴⁰ אין זאת אלא שהשאלות האמיתיות שיש לשאול ושאליהן יש להידרש בכל כובד הראש במהלך עיצובם של דיני חדלות הפירעון במובנם הרחב, הן השאלות האלה: האם יש תכלית ראויה למתן עדיפות לשעבודים בהליכי חדלות פירעון, ואם יש – מהי מידת העדיפות הנדרשת להגשמת התכלית האמורה?⁴¹ האם מימוש נכס משועבד בעת חדלות פירעון מקדם את התכלית שביסוד ההכרה בעדיפות שעבודים או תכלית ראויה אחרת? לשאלות אלה אדרש – בעזרת השם – להלן בפרקים חמישה-עשר ושישה-עשר.⁴²

(ג) הסתייגויות מעשיות

3.16 לצד הביקורות העיוניות המוטחות בדור הראשון לגישה הכלכלית לדיני חדלות פירעון, קיימות גם שתי הסתייגויות חשובות באשר למידת המעשיות של הניתוח הכלכלי האמור. שתי הסתייגויות הן אלה:

- (א) הניתוח נערך ברמת הפשטה גבוהה והוא מתעלם מרגישויות וממורכבויות רבות הכרוכות בנייהול ההליכים ובייזומם.
- (ב) הניתוח רגיש מאוד לפיצול הדין בין המחוקק ומערכת השיפוט המדינתיים לבין המחוקק ומערכת השיפוט הפדרליים, ולפיכך חשוב פחות למשטר מדיני אחיד.

(1) התעלמות מן המורכבות שבניהול ההליך ובייזומו

3.17 ההסתייגות הראשונה נוגעת לרמת הפשטה המאפיינת את הניתוח הכלכלי של "תורת ההסכמה של הנושים". ניתוח זה נערך ברמת הפשטה גבוהה. התבוננות מעמיקה בו מביאה לכלל מסקנה כי הוא מבקש לתהות בעיקר על דין עיכוב ההליכים. דין זה הוא הדין המחיל את המשטר הקיבוצי של דיני

38 לעיל פסקה 1.32.

39 בארצות-הברית חלוקת הדינים המסורתית, שלפיה דיני השעבודים או הוראות דין הקבועות בחוק החברות הם "דין חיצוני", היינו מחוץ לדיני חדלות פירעון, עשויה לנבוע מן המבנה הפדרלי של המשטר. ראו על כך להלן פסקה 3.18.

40 ראו גם [T]he Bankruptcy Code (1997) 520 U.S. 953, 964 (1997) *Associates Commercial Corp. v. Rash*, ("...has reshaped debtor and creditor rights in marked departure from state law").

41 לביקורת דומה על היצמדותו האדוקה של Baird לזכויות נושים מובטחים מכוח הדין שמחוץ לדיני חדלות פירעון, ראו Warren, לעיל ה"ש 30.

42 באשר לשאלה השנייה ראו גם להלן פסקאות 12.9–12.12, 12.38.

חדלות פירעון.⁴³ ברם, ניתוח זה אינו תורם רבות להבנה מעשית של דיני חדלות הפירעון ומורכבותם הפנימית. הניתוח מתעלם במידה רבה מן הזמן שההליך הקיבוצי אורך.⁴⁴ במרוצת זמן זה מתגלעות מחלוקות חריפות בין בעלי העניין השונים המעורבים: נושים מובטחים, נושים לא-מובטחים, מנהלים ובעלי מניות, עובדים, ספקים ורשויות השלטון. כיצד ייושבו מחלוקות אלה? אין די לקבוע כי הנושים ייכנסו לסדר ההליך הקיבוצי. יש להבהיר עוד מה יתרחש באותו הליך – שאם לא כן, נימצא ממירים את התחרות הבין-נושית (תחרות בנוסח "חטוף מהר, פן תאחר"), הנוהגת מחוץ להליכי חדלות הפירעון, בהתגוששות מקבילות בין הנושים לבין עצמם ובינם לבין יתר בעלי העניין בין כותלי בית המשפט. יתרה מזו, כפי שכבר הובלט בפרק ראשון, אף המתכונן בחדלות פירעון מבעד לעדשת היעילות הכלכלית נאלץ להשלים עם המציאות שבה – לאורך התנהלות ההליך – אין ודאות באשר לבעל העניין הכלכלי הישיר. חוסר ודאות זה מחריף את המתחים הפנימיים. הוא מעורר שאלות שבמדיניות עקרונית, כגון: איזה הליך של חדלות פירעון לנקוט – פירוק או הבראה? מי ישלוט בהליך שיתנהל? למי תהיה זכות עמידה להביע את העדפותיו בבית המשפט? כיצד יש לפרוע את החובות בתום ההליך? בהיותה הסבר מופשט ומוגבל, אמנם עשויה "תורת ההסכמה של הנושים" לדור בשלום אף עם השקפות ערכיות אחרות, מלבד יעילות כלכלית. ברם, ההסבר שמציעה תורה זו אינו מקדם רבות את דיני חדלות פירעון. הסבר זה הוא במידה רבה חסר היבטים מעשיים.⁴⁵

(2) התבססות על חלוקה בין משטר פדרלי למדינתי

3.18 ההסתייגות השנייה מתמקדת בהתאמתו המצומצמת של הדור הראשון לגישה הכלכלית לדיני חדלות פירעון – לתנאי משטר חוקתי פדרלי. הכתיבה התיאורטית על אודות חדלות פירעון היא בעיקרה כתיבה אמריקנית. כפי שכבר התחוויר בשנים האחרונות לכל בר-בי-רב, כאשר משפטן אמריקני כותב, הוא ממוקד ראשו ורובו בארצות-הברית ובמאפייניה. לפיכך, משפטנים מארצות אחרות ברחבי העולם צריכים לסנן את הניתוח העיוני של המשפטנים האמריקנים ולוודא כי הוא מתאים ושייך גם לתנאים הסביבתיים הקיימים בארצותיהם.⁴⁶ כך גם אנו בישראל. ראוי לנו ללמוד ולשאוב השראה

43 להלן פרק שנים-עשר.

44 Jackson מודה בכך במפורש. ראו JACKSON, לעיל ה"ש 1, בעמ' 18–19.

45 תורת ההסכמה של הנושים לעיכוב הליכים אף מוגבלת בכך שאינה נדרשת להשפעות הכלכליות הנוספות הצצות ועולות בחדלות פירעון, כגון השפעותיה של מחיקת חובות החייב על תמריציו מעיקרא לפעול ולהשקיע השקעות כלכליות, ההתמודדות עם חששות מפני החצנות בלתי ראויות על נושים לא-רצוניים, או היכולת לחלץ חברה מן הקשיים הכספיים שאליהם נקלעה עקב נסיבות חיצוניות שאינן קשורות לתפקוד העסקי שלה. ראו WAKE 37, *Bankruptcy for Productivity*, Nicholas L. Georgakopoulos, FOREST L. REV. 51 (2002).

46 על הזהירות הראויה בניתוח משפטן משווה והצורך בבחינה מקפת של הרקע החברתי, פוליטי, כלכלי ומשפטי של כל מערכת משפטית, ראו Mark Van Hoecke, *Deep Level Comparative Law*, in EPISTEMOLOGY AND METHODOLOGY OF COMPARATIVE LAW 165 (Mark Van Hoecke ed., 2004); Bernhard Grossfeld, *Geography and Law*, 82 MICH. L. REV. 1510 (1984); Catherine Valcke, *Comparative Law as Comparative Jurisprudence: The Comparability of Legal Systems*, 52 AM. J. COMP. L. 713 (2004); Ugo Mattei, *An Opportunity Not To Be Missed: The Future of Comparative Law in the United States*, 6 AM. J. COMP. L. 709 (1998).

משיטת משפט מסחרית מתקדמת כשיטה האמריקנית, אך בד בבד עלינו להכיר במגבלות התאמתה לסביבה העסקית-משפטית של ישראל. לא כל הסדר הנוהג בארצות-הברית הוא בהכרח ההסדר המיטבי בעבור ישראל. על אחת כמה וכמה כאשר הסדרים מסוימים שם מושתתים על סביבה משפטית-מדינית שונה מזו הקיימת בישראל. בענייננו, רכיב בולט בניתוח הכלכלי של דיני חדלות פירעון שם הוא המאמץ העיוני להותיר את הדין המהותי – היינו, את העיצוב הבלעדי של זכויות בעלי העניין במצבי חדלות פירעון – לדין החיצוני. לפי שיטה זו, דיני חדלות הפירעון מצומצמים לתחום דיוני גרידא לשם יישום הזכויות הקיימות זה מכבר בדין החיצוני.⁴⁷ ברם, יש להבין כי באומרם שם "הדין החיצוני" כוונתם היא, בראש ובראשונה, לדין האזרחי-מסחרי הקבוע רובו ככולו בדין המדינתי. לעומתו, כאמור, חוק חדלות הפירעון האמריקני הוא חוק פדרלי, ומערכת השיפוט האוכפת אותו היא, בהתאמה, מערכת השיפוט הפדרלית. ההבחנה בין דינים חיצוניים לבין דיני חדלות פירעון משקפת אפוא במידה לא-מבוטלת הבחנה בין הדין המדינתי לדין הפדרלי. בשיטת משפט המורכבת מרובד כפול של חוקים ופסיקה, ברמה המדינתית וברמה הפדרלית, עלול להתפתח מתח מובנה בין שני הרבדים המשפטיים. במערכת כאמור, נדרשים יישוב וגישור בין חוקים של בתי מחוקקים שונים (המדינתי והפדרלי), וקיים למעשה מירון סמכויות (גלוי או סמוי) בין מערכת השיפוט הפדרלית לבין המערכת המדינתית. הכותבים הדוגלים בהשקפה הכלכלית מגלים מאז ומתמיד חיבה יתרה לדין המדינתי כמשקף את המשפט המקובל. דין זה נתפש בעיניהם כיעיל יותר, בעוד שהדין הפדרלי נתפש לפעמים כהתערבות משפטית מגובה החותרת לעתים תחת יסודותיו הבריאים של הדין המדינתי אשר פותח לאורך שנים בפסיקת בתי המשפט.⁴⁸ בנסיבות כאמור, לא פלא הוא שניכר מאמץ מצד הכותבים לצמצם את כוחו של המשפט הפדרלי (דיני חדלות פירעון) ולשמור את תוקפו של הדין המדינתי (הדינים שמחוץ לדיני חדלות פירעון). לעומת ארצות-הברית, המשטר המשפטי בישראל הוא משטר משפטי אחיד. החקיקה האזרחית, החקיקה המסחרית ודיני חדלות פירעון הם כולם תוצר חקיקה של הכנסת.⁴⁹ מערכת השיפוט הדנה בתיקי חדלות פירעון היא אותה מערכת הדנה בתיקים אזרחיים ומסחריים העוסקים במצבים אחרים. לפיכך, מאמץ העל האמריקני לצמצם את התפרשותם של דיני חדלות הפירעון בשל מעמדם הפדרלי, הוא מאמץ זר למשפט הישראלי. בהיות המשפט הישראלי פרי בית יוצר אחד, מה שחשוב הוא לבחון את ענפי המשפט השונים יחדיו, מתוך ראייה כוללת ותכליתית. כפי שכבר הבהרתי בפרק ראשון, דיני חדלות פירעון עשויים להיחבא פה ושם אף בחוקים "חיצוניים", אולם מקומם אינו משנה את ההתייחסות אליהם. את הוראות הדין המעצבות את זכויות הנושים, וגם את זכויותיהם של בעלי העניין הנוספים, יש לבחון בהקשר של חדלות פירעון לפי תכליתן, מתוך ראייה רחבה ומקיפה ועל פי הקשיים והבעיות הייחודיים המתעוררים בנסיבות אלה. התנגשות הזכויות צריך שתיבחן לפי אמות המידה של נסיבות חדלות פירעון. לפיכך, בעיניי, אף

Comparisons: Towards a Coherent Methodology of Comparative Legal Studies, 32 BROOK. J. INT'L
.L. 405 (2007)

לעיל פסקה 3.9. 47

עיקר החשד כלפי הדין הפדרלי הוא עקב היותו בעיקרו תוצר של חקיקה. חקיקה נתפשת כמוצר שהוא פרי פעולתן של קבוצות עניין אשר לא בהכרח מנחילות את המשטר היעיל ביותר מבחינה כלכלית. ראו

RICHARD A. POSNER, *ECONOMIC ANALYSIS OF LAW* Chs. 8, 19 (7th ed., 2007)

או, עד לחוק חדלות פירעון, של הנציב העליון הבריטי. ראו ביתר הרחבה להלן פרק רביעי. 49

הוראות אלה הן חלק טבעי מדיני חדלות הפירעון. הניסיון האמריקני להעתיק זכויות מקדמיות על הנושים מכוח "הדין החיצוני" ולהכביד את עולן של זכויות אלה על הליכי חדלות פירעון, ככל שהוא טומן בחובו ניחוח פוליטי של העדפת הדין המדינתי על פני הדין הפדרלי, הוא ניסיון מיותר בעיני המשפטן הישראלי.

2. דור הביניים לגישה הכלכלית

(א) הגישה – תקיפת הליך ההבראה

3.19 התפישה בדבר יעילות ההליך הקיבוצי מבית מדרשו של Jackson קנתה לשנים אחדות שביתה אצל אנשי הגישה הכלכלית. ממשיכי דרכו של Jackson אכן סברו כי במצבי חדלות פירעון יש לטפל בנושים באופן קיבוצי. עם זה, הם נדרשו לבחון באופן מעשי יותר את ההליכים הקיבוציים השונים המוסדרים בחוק חדלות הפירעון האמריקני. עיקר עניינם היה מסור לבחינת השאלה איזה הליך עשוי להשיא את קופת החייב לתועלת כלל הנושים ואיזה הליך מועד להחמיץ יעד זה. בחינה זו הביאה את הכותבים השונים, ובראשם את Douglas Baird, לשפוך קיתונות של רותחין על הליך הבראת חברה לפי Chapter 11 לחוק חדלות הפירעון האמריקני.⁵⁰ לטעמם, הליך זה הוא הליך המוטה כולו לטובת הנהלת החברה ובעלי מניותיה, תוך פגיעה בזכויות הגבייה העדיפות של נושי החברה.⁵¹ לטענתם, מדובר אפוא בהליך שאינו מקדם כל יעד של יעילות. הוא אינו משיא את ערכו של החייב לאור הנסיבות. תחת זאת, הוא מהווה מכשיר חלוקתי המעביר עושר מידי בעליו החוקיים (הנושים) לידי הזולת (הנהלת החברה ובעלי המניות).⁵²

3.20 ניתוחם הכלכלי של בני דור הביניים התמקד בשלוש נקודות מפתח ב-Chapter 11, אשר בעיניהם הן אלה שמעוותות את ההליך הקיבוצי המתנהל על פיו והיוצרות תמריצים בלתי ראויים למנהלים ולבעלי המניות להכניס חברות להליכי הבראה באופן שיש בו כדי לפגוע בנושים.⁵³ שלוש נקודות אלה הן:

- (א) שליטתה של הנהלת החברה בהליכי ההבראה והיעדר מינוי של בעל תפקיד חיצוני.
- (ב) יכולתה של הנהלת החברה לנהל את הליכי הבראה בעצלתיים ולהאריכם עד אשר יתפשרו הנושים (גם אם מתוך אילוץ והשלמה) על שיעור פירעונם.
- (ג) יכולתה של הנהלת החברה להציג בבית המשפט תכנית הבראה בלעדית, המותירה נתח מן ההון העצמי של החברה בידיה (או בידי בעלי המניות) כנגד השקעת סכום כספי כלשהו מצדה, ולכפותה על קבוצות נושים מתנגדות.

Baird, לעיל ה"ש 4. 50
Michael Bradley & Michael Rosenzweig, *The Untenable Case for Chapter 11*, 101 YALE L.J. 1043 51
(1992).
Douglas G. Baird, *Revisiting Auctions in Chapter 11*, 36 J. L. & ECON. 633 (1993) 52
Baird, שם. 53

נקודות אלה הן אמנם בעייתיות, והן יידונו, אחת לאחת, בהמשך הספר.⁵⁴ הדיון שם יראה כי בארצות-הברית הוסר במידה רבה העוקץ מן הנקודה האחרונה ואילו לפי הדין הנוהג בארץ החשש מפני פגיעתן הרעה של מגרעות אלה הוא חשש חמור פחות.⁵⁵

3.21 ביקורתו של דור הביניים נסמכה במידה לא-מבוטלת על שניים מן המאפיינים הבעייתיים של נסיבות חדלות פירעון, שהבלטתי לעיל כבר בפרק ראשון. מאפיין אחד הוא מגוון ההעדפות הרחב של הנושים השונים המעורבים בחדלות הפירעון של החייב.⁵⁶ המאפיין השני הוא חוסר הוודאות בדבר עומק חדלות הפירעון של החייב.⁵⁷ כאמור, בראשית ההליכים של חדלות פירעון, מצבו הכספי של החייב אינו ידוע לאשורו. דור הביניים של הגישה הכלכלית ביקש לצמצם את פגיעתם הרעה של מאפיינים אלה. לשיטתו, הליך של הבראת חברה מנציח את חוסר הוודאות בעניין המצב הכספי, שכן הוא נמנע ממימוש נכסים ונסמך על הערכות שווי בלבד.⁵⁸ הוא גם פותח פתח להתנהגויות מגמתיות מצד סוגי הנושים השונים, להעדפותיהם השונות. כל סוג יבקש להשיג לעצמו טובות הנאה, תוך הארכת המשא ומתן המתנהל בין כל הקבוצות וניצול חוסר היכולת של הצדדים האחרים לבסס שווי חד-משמעי של החייב.⁵⁹

3.22 לפיכך, הציעו כותבים שונים הנמנים עם זרם הגישה הכלכלית הצעות שונות לפתרון המתחים וניגודי העניינים המתגלעים בהליכי חדלות פירעון של תאגיד. פתרונות אלה הוצעו כחלופות להליך ההבראה הנוהג לפי Chapter 11 לחוק חדלות הפירעון האמריקני. אחדים מפתרונות אלה הם יצירתיים במיוחד וסוטים במידה ניכרת מן ההליכים הנוהגים בארצות-הברית ובארצות אחרות ברחבי העולם. הבולטים שבפתרונות השונים שהוצעו הם:

- (א) הצעתו של Mark Roe להקצות לציבור 10% (עשרה אחוזים) ממניות החברה החייבת, ולקבל בדרך זו הערכת שווי לחברה לפני אישור תכנית הבראה בעבורה.⁶⁰
- (ב) הצעתו של Douglas Baird להעמיד את החברה שבקשיים למכירה פומבית לרוכש המרבה במחיר.⁶¹

54 ראו בעניינים אלה את הדיון בפרק תשיעי ובשער שישי להלן.
 55 לעומת זאת, בארץ, התחדדה בשנים האחרונות המגרעה של שליטה יתרה ופוגענית של בעל מניות השליטה בחברה, ולא הנהלתה, בהליך ההבראה. על מגרעה זו ראו להלן פרק תשיעי.
 56 בפרק ראשון ובפרק שני לעיל הבלטתי את מגוון ההעדפות של הגורמים השונים המעורבים, בין של נושים כספיים ובין של בעלי עניין אחר. בפסקה הנוכחית אני מצמצם ביודעין את ההיבט של מגוון ההעדפות לנושים הכספיים בלבד, שכן פסקה זו פוסעת בתלם שחרשו אנשי הגישה הכלכלית למשפט ומנותחת אליבא דהשקפתם. כפי שכבר הובהר קודם לכן, גישה זו מניחה מראש כי הנושים הכספיים הם קבוצת הייחוס הבלעדית שאליה מתייחסים דיני חדלות פירעון.

57 לעיל פסקאות 1.22–1.23.

58 Baird, לעיל ה"ש 4.

59 ראו, למשל, Note, *Financial Distress as a Noncooperative Game: A Proposal for Overcoming Obstacles to Private Workouts*, 102 YALE L.J. 2205, 2215 (1993); Kerry O'Rourke, *Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations*, [2005] COLUM. BUS. L. REV. 403, 432–438.

60 Mark Roe, *A New Model for Corporate Reorganization*, 83 COLUM. L. REV. 527 (1983).

61 Baird, לעיל ה"ש 4.

- (ג) הצעתו של Lucian Arye Bebchuk להמיר את זכויותיהם של כל הנושים ושל בעלי המניות בזכות לרכישת מניות החברה (אופציות) כנגד תשלום החובות העדיפים עליהם.⁶²
- (ד) הצעתם של Phillipe Aghion, Oliver Hart ו-John Moore לשלב את הקצאתן של הזכויות לרכישת המניות (האופציות) של Bebchuk במכירה פומבית עוקבת של החברה, בנוסח Baird.⁶³
- (ה) הצעתו של Barry Adler להמיר את שיטת המימון הנוכחית של חברות בשיטה שבה יונפקו רק מניות וזכויות תביעה מועדפות הנעדרות כוח לגבייה אישית מן החברה החייבת (chameleon equity, בלשוננו). בשל היעדר יכולת הגבייה האישית, יתייחר הצורך בדינים המסורתיים של חדלות פירעון.⁶⁴

פתרונות אלה יידונו לגופם בהרחבה בפרק עשרים-ושניים, עת נבחן את מתכונתה הראויה של תכנית הבראה בעבור חברות בישראל.

(ב) ביקורת הגישה

3.23 הספרות המשפטית-כלכלית בדור הביניים, מאמצע שנות השמונים עד אמצע שנות התשעים של המאה העשרים, הפכה אפוא ברובה לכתב קטרוג ארוך על אודות הליך הבראת חברה לפי Chapter 11.⁶⁵ ברם, בשאלת היסוד, היינו בשאלה מהי התכלית שנועדו דיני חדלות הפירעון לקדם וכיצד הם מקדמים אותה, לא סתמה ספרות זו מעמדת הבסיס של Jackson. היעד נותר השאת היעילות לנושי החברה, והאמצעי להגשמת היעד הוא מהלך קיבוצי מסוים. חרף כתיבתם הנחרצת, אשר שללה מכול וכול את Chapter 11, התמקד סלע המחלוקת בין הכותבים לבין הדין הנוהג בטיבו הרצוי של **שלב הסיום** של ההליך הקיבוצי.⁶⁶ הפתרונות שהוצעו מתמודדים עם זכויות הצדדים בשלב זה דווקא. הכותבים האמורים הציעו להמיר את תכנית הבראה – שהיא פרי משא ומתן בין הצדדים השונים המעוניינים – בהליכים חלופיים כאמור לעיל. ברם, אליה וקוץ בה: אף אם נניח כי כל אחת מהצעות אלה, כשלעצמה, עדיפה מתכנית הבראה כפשוטה, אין הן פותרות דבר באשר לתקופת הביניים שבין מועד פתיחת ההליך הקיבוצי לבין ההגעה לשלב הסיום. בדומה ל-Jackson, כתיבתם של בני דור הביניים לוקה אף היא בהפשטת יתר מסוימת. כתיבה זו מדלגת על תקופת הביניים האמורה ומתעלמת מסבך הבעיות הנערמות לפתחם של הצדדים המעורבים דווקא בשלב זה. כפי שכבר הובהר בפרק

Lucian A. Bebchuk, *A New Approach to Corporate Reorganization*, 101 HARV. L. REV. 775 (1988). 62

Philippe Aghion, Oliver D. Hart & John H. Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, 8 J. L. ECON. & ORG. 523 (1992). 63

Barry E. Adler, *Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy*, 45 STAN. L. REV. 311 (1993). 64

עם זה, לגישה כללית זו נמצא חריג בולט. Frank Easterbrook, מן הבולטים בניתוח הכלכלי של דיני החברות, פרסם באותה עת מאמר הגנה על Chapter 11. ראו Frank Easterbrook, *Is Corporate Bankruptcy Efficient?*, 27 J. FIN. ECON. 411 (1990). Baird & Bernstein, לעיל ה"ש 6. 65

על ההבחנה בין שלביו השונים של הליך הבראת חברה, ראו להלן, פסקה 4.22. 66

ראשון, הליך של חדלות פירעון אינו הליך המושלם כהרף עין. הזמן שהוא צורך מחייב את מעצב המדיניות לנקוט עמדה באשר לזכויות הצדדים המעורבים במשך ההליך. אמנם אחדים מן הפתרונות מציינים אגב אורחא כי עד להגעה לשלב הסיום יוכפפו כל הגורמים לעיכוב הליכים ותושעה זכותם היחידנית לגבות חובות מן החייב.⁶⁷ ברם, ספרות זו אינה נדרשת לשאלות, כגון: מה יהיה מעמדו של ספק של החברה, או של נותן שירותים, בתקופת הביניים – הידרש להמשיך לספק את מוצריו או את שירותיו לחברה לפי החוזה המקורי שביניהם, אם לאו? ספרות זו גם אינה עוסקת בשאלה המעשית כיצד, אם בכלל, תוכל החברה להתקשר בתקופת הביניים בהסכם מימון עם נותן אשראי. כאשר השעה דוחקת והכסף המזומן בחשבונות החברה אזל, שאלה זו אינה יכולה להמתין ימים או שבועות עד אשר תועמד החברה למכירה או עד שאחד מנושיה יפדה את החובות שיבחר. עובדים שלא ישתכרו למחרת תחילתם של ההליכים עלולים לעזוב את החברה. ספקים עלולים להפסיק את ההתקשרות עמה. בנסיבות כאמור, ספק אם תהיה תקומה להצעות היפות מבית מדרשם של כותבי דור הביניים של הגישה הכלכלית. שאלות אלה, שהובאו כדוגמאות, הן מעט מזעיר. הן באות להדגיש כי תפישה מקיפה של דיני חדלות פירעון אינה יכולה להתמקד אך בשלב אחד של ההליך הקיבוצי, יהא זה שלב פתיחת ההליכים או שלב הסיום (ככתיבת דור הביניים של הגישה הכלכלית), ולדלג מעל שלל המשוכות הפזורות לאורך ההליך גופו. דווקא תקופת הביניים היא הזקוקה לתשובות מעשיות.

3. הדור השני לגישה הכלכלית

(א) הגישה – ההליך הקיבוצי כדין מרשה

3.24 משנות התשעים של המאה העשרים ואילך קם דור חדש לגישה הכלכלית אשר לא ידע את Jackson.⁶⁸ דור זה נדרש לדיני חדלות פירעון, בדומה לענפי משפט אחרים, מתוך מחויבות עמוקה לכוחות השוק ולהתקשרות החופשית בין צדדים. לשיטתו, יש לגשת לנסיבות חדלות פירעון מנקודת מוצא כאמור. כלומר, הבחינה אלו בעיות מתעוררות במצבים של חדלות פירעון וכיצד ראוי לפתורן צריך שתפתח בבדיקה אם ניתן ליישב את המחלוקות השונות ולהגן על זכויות המעורבים במשבר באמצעות חוזה בין הצדדים. כבני הדור הראשון, אף הכותבים בדור השני לגישה הכלכלית לדיני חדלות פירעון מאמינים ביעד היעילות כתכלית הדין. באומרם "יעד של יעילות" כוונתם היא להזלתן של עלויות האשראי במשק.⁶⁹ בדומה לבני הדור הראשון לגישה הכלכלית, סוברים אף הכותבים בדור השני כי קבוצת היעד השייכת לדיני חדלות פירעון היא קבוצת הנושים הכספיים. רק הגנתם של אלה והשאת ערך פירעונם הן החשובות. לכשיושא הפירעון, תוזל עלות האשראי שספקי מימון אלה יעמידו לרשות החייבים. עם זה, הכותבים מן הדור השני לגישה הכלכלית נבדלים מן הדור הראשון בעמדתם כלפי האמצעי להשגת יעד היעילות האמור. לשיטת הדור הראשון, משנקלע חייב לחדלות פירעון ניצבים נושיו השונים מול בעיית המאגר המשותף. ניגודי העניינים ביניהם מפתים כל אחד מהם באופן אישי לגבות ראשון מן המאגר אף במחיר דילולו לרעת הכלל. לשיטתם, דיני חדלות פירעון נועדו

67 Aghion, Hart & Moore, לעיל ה"ש 63; Adler, לעיל ה"ש 64.

68 Irit Haviv- גס, סקירת הבדלי ההשקפות בין הדורות השונים לניתוח הכלכלי של דיני חדלות פירעון, ראו גם Segal, *Bankruptcy Law and Inefficient Entitlements*, 2 BERKELEY BUS. L.J. 355, 360–368 (2005).

69 Alan Schwartz, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, 91 VA. L. REV. 1199 (2005).

לכפות הליך קיבוצי על הנושים השונים לשם ניצול המאגר באופן היעיל ביותר לתועלת הכלל. ברם, לשיטת הכותבים בדור השני, עצם קיומו של "מאגר משותף" בשעת חדלות הפירעון והיותו בעיה שתכשיל את השאת היעילות הכללית – מוטלים בספק!⁷⁰ לטעמם של אלה, בעיית המאגר המשותף תתקיים אם הנושים אמנם אינם יכולים להתקין עצמם מראש לקראתה. במילים אחרות, אם כל נושה מגבש את זכויותיו כלפי החייב בלי להתייחס למעמדו בקרב יתר הנושים בנסיבות של משבר כספי של החייב, אזי בקרות המשבר יופתע כל נושה אם ייקלע לעימות חזיתי עם יתר הנושים. עימות זה עלול להיות הרסני, שכן הוא עלול לגרור כל נושה לנקוט פעולות הנוגדות את היעילות הכללית. ברם, לשיטת הדור השני לגישה הכלכלית, נושה המעמיד אשאי לחייב אכן רואה לנגד עיניו את האפשרות כי החייב ייקלע בעתיד למשבר כספי בטרם פירעון, והוא מתקין עצמו למצב זה ולהתמודדות עם יתר הנושים מבעוד מועד. באמצעות התניה חוזית בשעת העמדת האשאי נושה רשאי להגדיר עם החייב ועם שאר הנושים את מסכת הפעולות שיינקטו אם ייקלע החייב למשבר. תניות כאמור עשויות להתגלות כהסדר היעיל ביותר בעבור כל הצדדים המעורבים. תניות חוזיות מפחיתות מלכתחילה במידה רבה את עצם התעוררותה בדיעבד של בעיית המאגר המשותף.

3.25 ביטוי מובהק לגישת יעילות ההתניה החוזית, כשיטת הדור השני לגישה הכלכלית, עולה מניתוח תפקידם של דיני השעבודים על ידי Randal Picker. השאלה מדוע מכיר המשפט בעדיפותם של חובות המובטחים בשעבוד על פני חובות לא-מובטחים העסיקה רבות את הספרות בשלושים השנים האחרונות והוצעו לה תשובות שונות ומגוונות.⁷¹ בניתוח זה הציע Picker לראות את השעבוד כמענה חוזי מראש על הבעיה הבין-נושית הגלומה במאגר המשותף במצבים של חדלות פירעון.⁷² באמצעות השעבוד נושה מקבע עצמו בעדיפות על פני יתר הנושים. לדבריו, עדיפות זו, הידועה גם לאחרים, מעקרת מראש את התמריץ של כל נושה אחר לנסות להקדים ולגבות ראשון מן החייב. נושה אחר שישקול לפעול בזריזות לגביית חובו יודע מראש ש"היא לא תצלח", שכן הדין המעדיף את בעל השעבוד על פניו, לא יכיר בגבייתו. לפיכך, בהבינו כי מדובר בפעולה חסרת תוחלת, ימשוך הנושה מעיקרא את ידיו מניסיונות מואצים לגבייה מן החייב הנתון במשבר כספי. זאת ועוד, הנושה גם ימעיט בעלויות הפזילה אל עבר הנושה המובטח, שכן בין שיעקוב אחרי פעולותיו של הלה, ובין שלא יעקוב, ברור לו כי הנושה המובטח עדיף ממנו. לשיטת הדור השני, התניה חוזית שהוסכמה מעיקרא, המבצרת זכויות לנושה והמגדירה במפורש את מעמדו בעת משבר של החייב, מונעת מלכתחילה את היווצרותו של המאגר המשותף. כל נושה יודע מראש את מעמדו בתור הנושים המתדפקים על פתחו של החייב, ויפעל בהתאם. פזילות הדידות בקרב הנושים כדי לוודא שאיש מהם לא נחפז לגבות לפניהם, שהן עלויות מיותרות ומזיקות, יפחתו.

3.26 הדור השני לגישה הכלכלית כופר בהנחת המוצא של הדור הראשון שלפיה ההליך הקיבוצי שייבחר בדיעבד הוא בהכרח הדרך היעילה מכול להתמודד עם המשבר הכספי של החייב בכל תנאי

70 Adler, לעיל ה"ש 64.

71 לדיון בגישות השונות לשאלת עדיפות שעבודים, ראו בהרחבה להלן פרק חמישה-עשר.

72 Randal C. Picker, *Security Interests, Misbehavior and Common Pools*, 59 U. CHI. L. REV. 645 (1992).

ובכל הנסיבות. הדור השני שואל בקול רם: "על מה סומכת עצמה הנחה זו?" לשיטתו, היעילות של הוזלת האשראי במשק תושג באמצעות הגברת הוודאות של כל מממן כי חובו ייפרע בעקבות שיפור שליטתו האישית של הנושה בקביעת ההליך שיינקט לגביית חובו – יחידני או קיבוצי. בהליך קיבוצי, הנושה הוא פעמים רבות נושה בעל כורחו בהליך שלא היה שותף בייזומו ואשר תועלתו מוטלת בספק בעיניו. סיכון מוגדל זה יתורגם על ידי הנושה לייקור מחיר האשראי (הריבית) שהוא ידרוש מצרכניו הלווים. לשיטת הדור השני, על היעילות להתמקד בהוזלתן של עלויות ההון בלבד. יעד זה אינו חופף בהכרח את השאת העושר לכלל הנושים בעת חדלות הפירעון של החייב. דיני חדלות פירעון אמורים לסייע לנושה בהחלטה אם לממן לוה מסוים, ואם כן – באיזה מחיר, ולא להילחם בנושה כאמור.⁷³ עובר למתן האשראי, אם הנושה (בכוח) יידע כי בהגיע החייב לחדלות פירעון, הוא (הנושה) ייאנס על ידי הדין להמשיך את השקעתו ולא יוכל לסגת ממנה גם אם הכיוון העסקי שייבחר בעבור החייב הוא שגוי בעיניו, יירתע הנושה מלממן חייב כאמור מעיקרא. בלשונו של Alan Schwartz, הליך קיבוצי כפוי עלול להביא לידי התוצאה הבלתי יעילה של השקעות-חסר (underinvestment).⁷⁴ לעומת זאת, כיבוד התניות חוזיות הצופות פני משבר ישרת, בסופו של דבר, את החייבים עצמם (ובאמצעותם – גם את יתר נושיהם) בהוזילו את עלות האשראי במשק.⁷⁵

3.27 הדור הראשון לגישה הכלכלית ראה בשלב חדלות הפירעון של החייב את נקודת הזמן ליישוב התנגשות העניינים בין הנושים. לפיכך, הוא ראה בפנייה באותה עת להליך קיבוצי מהלך חיוני ונדרש שיסייע לכלל הנושים בהשגת יעילות הגבייה. לעומתו, הכותבים מן הדור השני מסיטים את המוקד לבחינת היעילות מן השלב שבו החייב כבר נקלע לחדלות פירעון, לשלב המוקדם של המשא ומתן למימון החייב.⁷⁶ לשיטתם, ההתמודדויות והתנגשויות העניינים בין הנושים לבין עצמם טעונות, כבר בשלב זה, תמחור על ידי הצדדים. תמחור זה הוא המהלך היעיל. משתמחרו סיכוניה של חדלות הפירעון ועוגנו בחוזה בשלב העמדת האשראי, יש אפוא לכבד את ההתניה החוזית לכל דבר ועניין כאשר ייקלע החייב בפועל לחדלות פירעון לאחר מכן. כיבוד רצון הצדדים בשלב המאוחר הוא שיבטיח תמחור ראוי והשקעות יעילות בשלב המימון.

73 כהשלמה לרעיון זה, טענו Baird ו-Henderson כי אף דיני החברות טעונים תיקון ועדכון. לטענתם, יש להסיר מעל כתפיהם של נושאי המשרה את נטל חובות האמונים כלפי החברה וכלפי כל קבוצת עניין בה. תחת זאת, יש לבכר התקשרויות חוזיות פרטיות של החברה (המיוצגת על ידי נושאי המשרה) עם משקיעים כספיים המזכות אותם משקיעים בזכות לנקוט צעדים אנוכיים אם תיקלע החברה לקשיים כספיים. ראוי לו לדין לכבד תניות כאמור, גם אם בעת הקשיים הכספיים של החברה הן נראות כמפחיתות מערך החברה (באותה שעה). אין לראות בכך משום הפרת חובה של נושאי המשרה, שכן לתניות אלה נודע ערך כלכלי חיובי מלכתחילה. ראו Douglas G. Baird & M. Todd Henderson, *Other People's Money*, 60 STAN. L. REV. 1309 (2008).

74 Schwartz, לעיל ה"ש 69, בעמ' 1216–1220.

75 Alan Schwartz, *A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, 107 YALE L.J. 1807 (1998).

76 משום כך Barry Adler מבחין בין גישותיהם הכלכליות של שני הדורות כהבחנה בין גישת היעילות בדיעבד (*ex post approach to corporate insolvency*), המאפיינת את אנשי הדור הראשון, לבין גישת היעילות מלכתחילה (*ex ante approach to corporate insolvency*), המאפיינת את אנשי הדור השני. Barry Adler, *A Theory of Corporate Insolvency*, 72 N.Y.U. L. REV. 343 (1997).

3.28 מן האמור לעיל עולה כי בעוד הדור השני לגישה הכלכלית המשיך את הדור הראשון בחותרו להשגת יעילות בהקצאת מקורות ההון והזולת עלויות מימון האשראי, הוא נבדל מקודמו בשני עניינים עיקריים:

- (א) בשל האמונה בהסדרה חוזית מעיקרא, מערער הדור השני את תוקף ההנחה בדבר קיומה ההכרחי של בעיה בין-נושית (בעיית "המאגר המשותף") בשלב חדלות הפירעון של החייב.
- (ב) הדור השני קורא למעצבי המדיניות לזנוח את התפישה הרווחת של דיני חדלות הפירעון כדין כופה ולהמירה בגישה המתייחסת לדין זה כאל ברירת מחדל שהצדדים רשאים להתנות עליה מעיקרא, ולאמץ לעצמם כלי פעולה כראות עיניהם בעת חדלות פירעון של החייב.

חשוב להדגיש כי בני הדור השני אינם שוללים את ההליך הקיבוצי של דיני חדלות פירעון כהליך אפשרי לפתרון המשבר הבין-נושי בעת חדלות פירעון של החייב. הליך קיבוצי, בין בדרך של מימוש נכסי החייב ובין בדרך של ארגון הונו מחדש והמשך ניהול עסקיו, עשוי להיות פתרון יעיל.⁷⁷ ברם, לשיטתם, אל לו לדין לכוף את הצדדים להשתתף בהליך קיבוצי שגוי על אפס ועל חמתם. במילים אחרות, נושה לא יתנגד בהכרח לעצם ההליך הקיבוצי, אך הוא עלול להיקלע בעל כורחו להליך קיבוצי של מימוש נכסים בשעה שההליך לארגון מחדש של הון החברה הוא ההליך היעיל, או להפך. לפיכך, עדיף לאפשר לחייב, בשלב גיוס האשראי, להגיע לידי הסכם עם מממניו בדבר ההליך שיינקט אם ייקלע החייב לחדלות פירעון ובדבר כפיפות הספקים ונותני השירותים להליך כאמור או אי כפיפותם לו. ההתניה עשויה להיות קצרה, ועשויה להחיל את אחד ההליכים הקיימים בחוק חדלות הפירעון המקומי, או להחיל מנגנון חלופי מוסכם בין הצדדים.⁷⁸

(ב) ביקורת הגישה

3.29 גישתם של בני הדור השני מנתצת את מוסכמות דיני חדלות הפירעון ברחבי העולם. בשיטות המשפט השונות בעולם קיימים דיני חדלות פירעון הנושאים מאפיינים ודגשים מעט שונים זה מזה. יש שיטות המסווגות באופן מסורתי כשיטות אשר, באופן יחסי, נוטות חסד לנושים, ויש המסווגות, באופן יחסי, כנוטות חסד לחייבים. ברם, אלה גם אלה מחילות את דיני חדלות הפירעון המקומיים כדין מחייב ואינן מאפשרות, בדרך כלל, התניה חוזית על אודותיו.⁷⁹ במובן זה, גישתם של בני הדור השני נראית

77 Schwartz, לעיל ה"ש 75, בעמ' 1827.

78 Robert K. Rasmussen, *A Menu Approach to Corporate Bankruptcy*, 71 TEX. L. REV. 51 (1992); Robert A. Haugen & Lemma W. Senbet, *Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to the Theory of Optimal Capital Structure*, 23 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 27, 29-31 (1988) מעניין לציין כי Thomas Jackson, האב הרוחני של הדור הראשון לגישה הכלכלית, רמו כבר בשנות השמונים שיש אפשרות ליצור "תפריט" של הליכי חדלות פירעון כפי שהציע בהמשך Rasmussen. ראו Jackson, לעיל ה"ש 1, בעמ' 19, ה"ש 27 שם.

79 סטייה מסוימת מהכללה זו נמצאה עד לשנת 2002 בדין האנגלי. הדין שם אפשר לנושה המובטח בשעבוד צף לסכל יוזמה להבראת חברה, ובכך העניק למעשה לנושה זה כוח חוזי לקבוע איזה הליך של חדלות פירעון, אם בכלל, יינקט בעניינו של החייב. אולם, יתרון זה של השעבודים הצפים בוטל באמצעות ה-Enterprise Act, 2002. ראו על כך בהרחבה להלן בפסקה 11.27. לתמיכה בעמדה הקודמת של הדין

מהפכנית במידת-מה. בהיעדר מרחב פעולה שבו נוסתה גישתם, הלכה למעשה, נותרים לפי שעה הדגמים הכלכליים שהציעו אנשי גישה זו כדגמים מורכבים הנשענים על הנחות והשערות אשר אין להן אישור ותימוכין במציאות. ייתכן שגישתם טומנת בחובה מהלך יעיל בהרבה מן הדינים הקיימים, אך ייתכן גם שלא. הלא-נודע בגישתם הוא רב. עם זה, יש להבין את גישתם על הרקע המשפטי של דיני חדלות פירעון הנוהגים בארצות-הברית דווקא. לעניין זה נשוב עוד מעט ומכוחו תסויג התאמתה של גישה זו לישראל. ברם, לפני הסתייגות כאמור, ראוי להעיר הערות אחדות על אודות הגישה האמורה לגופה. הערותיי באשר לגישה זו מתמקדות בעניינים האלה:

- (1) הנושה אינו משיא בהכרח את היעילות הכללית.
- (2) החייב אינו משיא בהכרח את היעילות הכללית.
- (3) הנחת חסידי הגישה, כי ההתניה החוזית תוזיל את העלויות הכלליות של גיוס ההון, אינה משכנעת.
- (4) קיים חשש להטיית החוזים המוצעים לטובת הנושים בעלי כוח המיקוח היתר.

(1) הנושה אינו משיא את היעילות הכללית

3.30 עניינו הכלכלי (התועלתני) של נושה בגורל נכסי החייב ובשוויים מצומצם לשיעור תביעתו כלפי החייב, ולא יותר מכך. לכשיובטח לנושה כי חובו ייפרע עד האגורה האחרונה, אין לו עוד כל עניין נוסף בהשאת ערכו של החייב. כל השקעת משאבים לשם כך תהיה מבחינתו בגדר עלות מבוזזת ונטולת תכלית כלכלית.⁸⁰ בהנחה ששווי כלל נכסי החייב עולה על גובה חובו של הנושה שהתנה התניה חוזית בדבר הליך חדלות הפירעון שיינקט, הופך הנושה האמור למקבל החלטות אשר אינו מקדם את היעילות הכללית (כלומר, את השאת שווי נכסי החייב), כי אם מקדם את טובתו הפרטית בלבד.⁸¹ הליך חדלות הפירעון שנקבע בחוזה עמו עשוי לשרת את גביית חובו במלואו, גם אם ההליך החלופי משפר את שווי נכסי החייב מעל לכך. כאמור, שיפור זה אינו מעניינו של אותו נושה. בשל ההבדל בין תועלתו הפרטית של הנושה לבין התועלת הכללית, אזי אפילו נניח כי ניתן להעריך מראש באופן מציאותי את תוחלות היעילות בנסיבות של חדלות פירעון, התניות כאמור עם נושים אינן

האנגלי בנדון ראו John Armour & Sandra Frisby, *Rethinking Receivership*, 21 OXFORD J. LEG. STUD. (2001) 72.

80 Lucian A. Bebchuk and Jesse M. Fried, *The Uneasy*; 1262–1260 בעמ' Schwartz, לעיל ה"ש 69, דוד האן "הגנה הולמת לחובות מובטחים בהבראת חברות" משפטים לב 247, 272 (התשס"ב); David Hahn, *When Bankruptcy Meets Antitrust: The Case for Non-cash Auctions in Concentrated Banking Markets*, 11 ALAN SCHWARTZ, *Who Should Pay for Bankruptcy* STAN. J. L. BUS. & FIN. 28, 35–38 (2005); J. Bradley Johnston, *The Bankruptcy Bargain*, 65 AM. BANKR. L.J. 213, 246–247 (1991).

81 Clas Bergstrom, Theodore Eisenberg & Stefan Sundgren, *Secured Debt and the Likelihood of Reorganization*, 21 INT'L REV. L. & ECON. 359 (2002); David A. Skeel Jr., *Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance in Chapter 11*, 152 U. PA. L. REV. 917 (2003).

מבשרות בהכרח את ההסדר היעיל.⁸² פער העניינים בין טובתו הפרטית של הנושה לבין טובת החברה, יתר נושה ובעלי מניותיה, יוחרף בנסיבות שבהן הנושה נהנה מערכות אישית של בעל המניות העיקרי. בנסיבות כאמור ייתכן שהמלווה יעדיף כי החברה תיכנס להליך פירוק שעה שהוא עצמו יפעל לגבייה של חובו מבעל המניות-הערב. בשל הערכות האישית, יהיה המלווה אדיש יחסית לגורל החברה ולערכה. בעל המניות-הערב, לעומתו, עשוי להיות מעוניין בהשאת ערכה באמצעות הליך הבראה, שכן – כאמור – הדבר יסייע לצמצום חבותו האישית כלפי המלווה. אף יתר נושי החברה מעוניינים, מטבע הדברים, בהשאת ערכה לשם הגדלת שיעור הפירעון שיזכו לו. בנסיבות כאמור, שבהן יתגלעו ניגודי עניינים בין המלווה מזה, לבין בעל המניות-הערב ושאר הנושים מזה, יהיה מקום לסייג את התמקדותו של הדין בשיקולי הנושים הכספיים בלבד ובהתניות החוזיות שביניהם לבין החברה.

(2) החייב אינו משיא את היעילות הכללית

3.31 הביקורת השנייה על הגישה החוזית מתייחסת לחוסר היעילות העלול להתגלות אצל הצד האחר למשא ומתן החוזי, צדו של החייב. אחת הבעיות הגלומות בתניות חוזיות שעניינן חדלות פירעון היא בעיית נציג בין החייב, הנושא ונותן ומתחייב בחוזה, לבין יתר נושיו, אשר לא שותפו כצד במשא ומתן האמור אך ייאלצו לשאת בתוצאות ההתניה בעת חדלות הפירעון של החייב. חייבים עלולים לקבל עליהם תניות חוזיות המתייחסות למצבים של חדלות פירעון בידועם כי בנסיבות כאמור המשחק מבחינתם ממילא אבוד וכי בתוצאות ההתניה יישאו יתר נושיהם. החייב עלול לגלות אדישות לגורל יתר נושיו ולהשפעות ההתניה על עניינם הכלכלי. לפיכך, התנייתו החוזית עם אחד מנושיו על אודות סוג הליך חדלות הפירעון שיינקט אם ייקלע לקשיים כספיים אינה משקפת בהכרח את ההסדר היעיל לכלל, כי אם לאותו נושה שעמו התנה החייב תנאים (ולהנהלת החייב, הנהנית לפי שעה מאשראי מוזל). תניה כאמור עלולה לסכן את הנושים האחרים סיכון-יתר. לפיכך, ייתכן כי הוזלת האשראי מצדו של הנושה שהתנה תנאים תגרוור בד בבד את ייקור האשראי מצד נושים אחרים, שאינם שותפים להתניה חוזית כאמור.⁸³

82 ביקורת זו תשלול התניה חוזית הבאה לאפשר לנושה שהתנה תנאים לקבל שליטה בהליכי מימוש נכסי החייב בשעת חדלות פירעון, ואולם התניה חוזית הקובעת כי כלל נכסי החייב יועמדו למכירה יחדיו עשויה להיחשב בכל מקרה יעילה, שכן היא בסך הכול מעמידה את שווי החייב למבחן השוק. ראו Schwartz, לעיל ה"ש 69, בעמ' 1259–1261. כן ראו Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, Chapter 11 at Twilight, 56 STAN L. REV. 673, 685–693 (2002) שווי החייב ראו להלן פרק עשרים-ושניים.

83 Jackson, לעיל ה"ש 1, בעמ' 42 (ובייחוד ה"ש 41 שם); השוו Thomas H. Jackson & Anthony T. Kronman, Secured Financing and Priorities Among Creditors, 88 YALE L.J. 1143 (1979). ראו עוד Steven L. Schwarcz, Securitization Post-Enron, 25 CARDOZO L. REV. 1539, 1566 (2004); David E. Skeel, The Uncertain State of an Unstated Rule: Bankruptcy's Contribution Rule Doctrine After Ahlers, 63 AM. BANKR. L.J. 221, 232 (1989); Alan Schwartz, The Continuing Puzzle of Secured Debt, 37 VAND L. REV. 1051, 1054 (1984); David G. Carlson, Secured Lending as a Zero-Sum Game, 19 CARDOZO L. REV. 1635, 1637 (1998).

(3) ספקות בדבר הוזלת גיוס ההון

3.32 הביקורת השלישית מתייחסת להשפעותיה של הגישה החוזית על עלויות גיוס ההון של החייבים. כזכור, טיעון עיקרי בגישה הכלכלית הוא כי השגת יעילות בנסיבות של חדלות פירעון תוזיל את העלויות הכרוכות בגיוס האשראי במשק ותקדם בכך צמיחה עסקית והשקעות ראויות. ברם, יש לזכור כי לצד עלויות לגיוס האשראי ניצבות גם עלויות לגיוס ההון העצמי של עסקים. חסידי הגישה החוזית סבורים כי בד בבד עם הוזלתן של עלויות האשראי תוזלנה גם עלויות ההון העצמי. טעמם הוא כי כשהחברה החייבת נדרשת לשלם פחות עבור האשראי, נותר עודף רווחים גדול יותר בעבור משקיעי ההון העצמי. מכיוון שהתשואה על ההון העצמי גדלה, יוזילו המשקיעים את מחירו של ההון העצמי בהתאם.⁸⁴ ברם, קיימים גם גורמים אחרים העלולים לייקר את גיוס ההון העצמי. במשטר חוזי של חדלות פירעון, שבו נושה רשאי להתנות עם החייב על ההליך הקיבוצי ולשלול כל הזדמנות לנסות לשקם ולארגן מחדש את הונו של החייב, ימומשו נכסי החייב מיד כשיתגלו קשייו הכספיים. התניות כאמור עלולות ליצור אווירה של משטר נוקשה אצל החייב. על כישלון עסקי "ישלמו" בעלי המניות והמנהלים בכך שהחברה תאבד להם לאלתר, בלא הזדמנות שנייה לתיקון דרכיה. רבים בספרות רואים במשטר נוקשה כאמור המרצה ראויה של המנהלים שלא לערב את החברה בהשקעות בלתי מושכלות בעלות תוחלת רווח שלילית (ובלשונם: it reduces the hazard of overinvestment).⁸⁵ ואולם, מאידך גיסא, דווקא אווירה נוקשה כאמור עלולה להרתיע יזמים ומשקיעים בכוח מלהשקיע השקעות הוניות בחברות.⁸⁶ חשש כאמור מקבל משנה תוקף בחברות פרטיות, שבהן בעלי המניות העיקריים אינם מגוונים בדרך כלל את סיכוני הכישלון באמצעות החזקת תיק השקעות.⁸⁷ ברם, גם בחברות ציבוריות יש במשטר נוקשה ודווקני בגלל תניות חוזיות כאמור כדי להרתיע מנהלים כישרוניים – שכן הם נותנים את כל שירותיהם לחברה אחת בדרך כלל – מלתת שירותי ניהול, ובכך הוא עלול להפחית את הנכונות לנהל יותר מאשר להמריץ לניהול יעיל.⁸⁸ הפגיעה בנכונות המנהלים לנהל מחמירה לנוכח אות הקין של "כישלון" הדבק בהם עת החברה מחוסלת ומפורקת. התניה חוזית דווקנית, שאינה מאפשרת לחייב לפנות להליך הבראה והמתעלת אותו למימוש נכסים ולחיסול עסקיו, תגביר השפעה שלילית נוספת.

84 Schwartz, לעיל ה"ש 69, בעמ' 1203.

85 שם, בעמ' 1229–1231, והאסמכתאות המובאות שם. ראו עוד, Gregor Andrade & Steven N. Kaplan, *How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence for Highly Leveraged Transaction That Became Distressed*, 53 J. FIN. 1443, 1445 (1998); Sandeep Dahiya, Kose John, Manju Puri & Gabriel Ramirez, *Debtor-in Possession Financing and Bankruptcy Resolution: Empirical Evidence*, 69 J. FIN. ECON. 259 (2003).

86 Viral V. Acharya & Krishnamurthy Subramanian, *Bankruptcy Codes and Innovation*, 22 REV. FINANCIAL STUD. 4949 (2009) (מחקר המוצא כי דיני חדלות פירעון הידירותיים יותר לחייבים, ופחות לנושים, מטפחים יזמות עסקית המפתחת רעיונות טכנולוגיים חדשניים ומייצרת פטנטים יותר מאשר בסביבה משפטית שבה דיני חדלות הפירעון נוקשים כלפי החייבים ומאירים פניהם לנושים).

87 ראו John Czarnetzky, *The Individual and Failure: A Theory of the Bankruptcy Discharge*, 32 ARIZ. ST. L.J. 393, 414 (2000); Robert Cressy, *Credit Rationing or Entrepreneurial Risk Aversion? An Alternative Explanation for the Evans and Jovanovic Finding*, 66 ECON. LETTERS 235 (2000).

88 השו, Michelle J. White, *The Costs of Corporate Bankruptcy: A U.S.-European Comparison* 467, 481–482, in CORPORATE BANKRUPTCY – ECONOMIC AND LEGAL PERSPECTIVES (Jagdeep S. Bhandari & Lawrence A. Weiss eds. 1996).

במהלך חיסול עסקי החייב, נהוג לנהל חקירות מטעם בעל התפקיד לשם איתור אשמים אפשריים בכישלון העסקי והגשת תביעות משפטיות נגדם בגין אחריותם האישית לכישלון.⁸⁹ חוזה המחייב חייב לנקוט הליך של מימוש נכסים, מגדיל את ההסתברות להגשת תביעות כאמור. מצב דברים כזה אינו תורם לאווירה יצרנית חיובית בקרב התאגיד. השפעות אלה עלולות, כאמור, לייקר באופן יחסי את העלויות לגיוס ההון העצמי ואת שכירת שירותי הניהול מצד החייב. לפיכך, בשקלול מלוא העלויות הכרוכות בגיוס ההון, עלולה ההוזלה בעלויות לגיוס האשראי (כטענת אנשי הגישה החוזית) להתקזז עם ייקור גיוס ההון העצמי.

(4) פערי מיקוח עלולים להטות את ההתניה החוזית

3.33 שלוש הביקורות שצוינו לעיל הקשו על הנחת היעילות שבהתניה חוזית על דיני חדלות פירעון והסכמה להליך מסוים שיינקט. **ביקורת נוספת** עוסקת בפן חלוקתי שלילי שתניות חוזיות כאמור עלולות לעורר. חסידי הגישה החוזית מאמינים בכוחות השוק אשר יסדירו כראוי את היערכותם של כל הצדדים לקראת חדלות פירעון באמצעות המנגנון החוזי. דא עקא שהשוק, הלכה למעשה, אינו נוהג כשיטתם. החשש הוא כי תניות חוזיות כאמור ינוצלו עד תום על ידי בעלי כוח המיקוח היתר, בעוד שהחייבים עצמם לא יהיו מסוגלים לעמוד בפרץ, ויתר נושיהם לא יזכו להתנות תניות כאמור לפי ענינם. את ההליך שיינקט יבחרו אפוא הנושים החזקים באופן שישקף, ככל הנראה, את העדפותיהם הפרטיות, תוך זניחה אפשרית של ענייני החייבים ויתר הנושים.⁹⁰ בנסיבות כאמור, אפילו חסידיה האדוקים ביותר של הגישה החוזית יסייגו את קריאתם לחופש התניה חוזי על הליכי חדלות הפירעון שיינקטו.⁹¹ בפרקים חמישי ושישי להלן יתוארו מאפייניו של המשק הכלכלי בישראל. הדיון שם יבליט את קיומן של חלופות מימון מניחות את הדעת בעבור החברות הגדולות במשק בכלל, והחברות הציבוריות – בפרט. ברם, העסקים הקטנים והבינוניים חסרי חלופות מימון. עסקים אלה נסמכים כמעט רק על האשראי הבנקאי. האשראי הבנקאי בישראל מרוכז ברובו בידי שתי קבוצות בנקאיות. בתנאים כאמור, נתונים העסקים הקטנים והבינוניים בנחיתות מבחינת כוח המיקוח עם מממניהם. נחיתות זו עלולה להטות יתר על המידה את ההתניות החוזיות בין הבנקים לבין עסקים אלה לטובת הראשונים.

(ג) חוסר הצורך באימוץ הגישה בישראל

3.34 נגד בני הדור השני לגישה הכלכלית ניתן לטעון עוד כי, לכאורה, בדגמים שהגו הם מסתמכים הסתמכות יתר על כלכול מדויק של הנחות בדבר תועלת ועלות של הליכי חדלות פירעון שונים. ההתניה החוזית שהם מטיפים לאמץ מבקשת לאפשר לנושים ולחייב להסכים ביניהם, בשעת העמדת האשראי, מה יהיה הליך חדלות הפירעון המסוים שיינקט אם ייקלע החייב לקשיים כספיים. לשם כך הם מניחים הנחות בדבר התועלת והעלות של הליך להבראת החברה לעומת הנחות מקבילות באשר

89 להבהרת המונח "בעל תפקיד" ראו להלן, פסקאות 4.27–4.30.

90 Elizabeth Warren & Jay L. Westbrook, *Contracting Out of Bankruptcy: An Empirical* גם
Robert K. Rasmussen, *Empirically*, 118 HARV. L. REV. 1197 (2005). אך ראו, בתגובה, *Bankrupt*, 2007 COLUM. BUS. L. REV. 179

91 Schwartz, לעיל ה"ש 69, בעמ' 1255–1256.

להליך של מימוש נכסים שיינקט. דא עקא, חישוב תוחלת התועלת של כל אחד מהליכים אלה בשעת העמדת האשראי נראה מוקדם, בלתי מבוסס ונתון למשחקי חישוב באופן העלול להטות את תוצאת היעילות המבוקשת לכאן או לכאן. זה נראה מעט מוקשה ללכת שבי אחר חוזים אשר עיקרם הוא חיזוי בלתי מושכל של מצב עתידי ולדבוק בהם גם אם יוכיח העתיד אחרת.⁹² ברם, אין זו קושיה ניצחת. ראשית, חישובי עלות ותועלת בחוזי מימון ארוכי טווח אינם חיזיון נדיר. אמנם הערכות אלה אינן קלות לחיזוי. הן דורשות שקלול של משתנים רבים ותמחורם. תמחור כאמור עלול להיות יקר. ברם, הוא עדיין אפשרי. שנית, במקרים שקשה לחזות ולהעריך את תוחלות התועלת והעלות שבכל אחד מן ההליכים האפשריים, מן הסתם יסכימו הצדדים ביניהם מרצון להשאיר את ההחלטה בידי החייב. החייב יחליט איזה הליך יינקט בשעת המשבר, לפי ההערכות העדכניות באותה שעה.⁹³ ברם, בגלל מקרים אלה אין לגזור על הצדדים דין כופה, בלא להותיר בידיהם את החופש להתנות על סוג ההליך שיינקט כאשר התנאים בשלים להתניה כאמור. לבסוף, התניה חוזית בין חייב לבין נושה כספי על אודות הליך חדלות הפירעון שראוי לנוקטו עשויה להיכרת דווקא בשעה שהחייב כבר נקלע לקשיים כספיים. כאשר החייב פונה אל מלווה, קיים או חדש, לשם מימון פעילותו בעת מצוקה כספית, עשוי המלווה להתנות את המימון בנקיטת צעדי התייעלות מסוימים או היזקקות להליך מסוים של חדלות פירעון (והימנעות מן ההליך החלופי). מממן חדש מסוגל להעריך את היתכנותן הכלכלית של החלופות השונות בדיוק רב יותר ובעלות זולה יחסית, לאחר חשיפת הנתונים הכספיים העדכניים של החייב לפניו. ואמנם, נוהג כאמור חל הלכה למעשה.⁹⁴ דיני חדלות הפירעון אינם מסייגים נוהג כאמור, שכן אין כוח בידי הדין לכופף אדם לממן את החברה. לפיכך, תנאיו הפיננסיים של מממן כאמור יתעלו, על פי רוב, את החברה לדפוסי פעילות יעילים.

3.35 המעייין היטב בכתיבת בני הדור השני לגישה הכלכלית יזהה אף כאן, כבכתיבתם של בני דור הביניים, מניע עיקרי לכל זרם הכתיבה האמור. מניע זה הוא חוסר שביעות רצון (בלשון המעטה) של חסידי השקפה זו מן ההסדרים הנוהגים בחוק חדלות הפירעון האמריקני בכלל, ובהליך ההבראה לפי Chapter 11 – בפרט. בכתיבתם של בני דור הביניים ניכר חוסר נחת משליטתו היתרה של החייב בייזום ההליכים ובקביעת אופיים. ואמנם, בארצות-הברית, החברה החייבת היא שיוזמת על פי רוב, במהלך

92 אכן, כדי לנסות להתמודד עם קושיה זו – כמו גם עם קושיה מקבילה: איזה חוזה יכובד אם בשעת ההתניה עם מממן א' התנו המממן הנ"ל והחייב כי החייב ינקוט הליכי הבראה (שכן הם נראו כיעילים יותר לפי הערכותיהם באותה שעה) אך בהמשך התנה החייב עם מממן ב' כי החייב ינקוט הליכים למימוש נכסים (שכן השתנו ההערכות) – טען Schwartz כי יהיה אפשר להתנות בחוזה שקביעת סוג הליך חדלות הפירעון שיינקט תהיה "תניה מסתגלת" אשר תותאם לשינויים עתידיים בהערכות. Schwartz, שם, בעמ' 1239–1243, 1243–1251.

93 יתרה מזו, אם המציאות תוכיח כי ברוב המקרים החיזוי הוא קשה, ייתכן שדיני חדלות הפירעון יקבעו את סמכות החייב להחליט בדבר סוג ההליך שיינקט כברירת מחדל, כל עוד לא התנו על כך הצדדים במפורש. Schwartz, שם, בעמ' 1248. התניה כאמור בין החייב לבין נושים פיננסיים, אשר תאפשר לנושים הפיננסיים להתערב בפעולת הדייקטוריון של החייב, ולפקח עליו, משלב מוסכם ואילך היא אחת ההמלצות העיקריות של ועדת אנדרון. ראו להלן 7.77–7.78.

94 Skeel, לעיל ה"ש 81; 19 (2004) BANKR. DEV. J. 19; George W. Kunej, *Hijacking Chapter 11*, 21. לדיון במימון האמור ובהשפעותיו על השליטה בחברה העוברת הליך הבראה, ראו בהרחבה להלן פסקאות 11.37–11.41.

חד-צדדי, את תחילתם של הליכי הבראה. מהלך זה זוכה לגיבוי עוקב מבית המשפט. בהיות מפתחות ההחלטה אצל החייב, לא פלא הוא שתיקי חדלות הפירעון שם, רובם ככולם, נפתחים כתיקי הבראה. ברור מבחינה סטטיסטית כי רק חלק מן החברות שנקלעו לקשיים כספיים הן חברות שנקלעו למשבר מימון זמני (financial distress) ואשר יש להן עתיד תפעולי רווחי, ואילו חלק אחר הן חברות שעלות הפעלתן עולה על התועלת המתקבלת מכך (economic distress). לחברות אחרונות אלה אין עתיד כלכלי. חששם של אנשי הגישה הכלכלית הוא כי הטיית הדין לטובת החייב והותרת ההחלטה הבלעדית בעניין ייזום ההליכים ואופיים בידי ידחפו גם חברות חסרות עתיד כלכלי להליך הבראה מיותר ומזיק.⁹⁵ בעוד שבני דור הביניים הדגישו את חששם מפני הותרת החלטה כאמור רק בידי החייב, הדגישו בני הדור השני את חוסר אמונם גם ביכולת ההערכה הכלכלית של בתי המשפט להבחין בין חברות הסובלות ממשבר רגעי לבין חברות הסובלות ממשבר קבוע. הכתיבה בזכות ההתניה החוזית היא ניסיון לאזן את ההחלטה העסקית בעניין הליך חדלות הפירעון שיינקט והחזרתה לידי כוחות השוק, הכוללים את החייב ואת נושיו יחדיו. מנגנון זה הוא שמסוגל, בעיניהם, להבחין ביעילות בין חברות במשבר מימון לבין חברות במשבר תפעולי קבוע. קיצורם של דברים, הדיון בזכות ההתניה החוזית על הליכי חדלות פירעון הוא דיון שעיקרו נסב על שאלת השליטה בייזום ההליכים וקביעת אופיים.⁹⁶ ואמנם שאלת השליטה בייזום ההליכים ובניהולם היא שאלה מהותית ביותר בדיני חדלות פירעון.⁹⁷ שאלה זו תידון בהרחבה להלן בשער שני.

3.36 על רקע דקדוק זה במהות הגישה החוזית של בני הדור השני לניתוח הכלכלי, ניתן לסייג את מידת ההתאמה של ניתוחיהם לישראל. כפי שיראה הדיון בשער שני להלן, אחת מנקודות המפתח בתורה שבעל-פה השיפוטית בישראל היא כי הליכי הבראה לא ייפתחו אלא אם כן חלק מן הנושים הבכירים, המובטחים, של החברה תומך בייזום ההליכים. המקרים שבהם נענה בית המשפט לבקשה לפתיחת הליכי הבראה, המוגשת על ידי חברה בלא תמיכת אחדים מנושיה המובטחים, הם בבחינת חריג שאינו מעיד על הכלל. כאמור, הנושים המובטחים בישראל, רובם ככולם, הם הבנקים. מדובר בנושים כספיים מתוחכמים דיים להתנות תניות חוזיות מורכבות עם החברות הלוות. התניות חוזיות מורכבות קונות להן שביטה גם לצורך הנפקת אגרות חוב של החברות, בשל הדרישה המינהלית מן המשקיעים המוסדיים לבחון התניות פיננסיות כאמור עובר להשקעתם באגרות חוב המונפקות על ידי החברות.⁹⁸ לפיכך, שאיפתם של בני הדור השני לגישה הכלכלית להפקיד את עיקר ההכרעה בעניין אופי הליך שיינקט בידי שני הצדדים המעורבים במקום בידי בית המשפט, כלומר בידי החייב ונושיו

95 ראו, למשל, Robert K. Rasmussen & David E. Skeel, *The Economic Analysis of Corporate Bankruptcy Law*, 3 AM. BANKR. INST. L. REV. 85, 91 (1995); Barry E. Adler, *A Theory of Corporate Insolvency*, 72 N.Y.U. L. REV. 343, 360-361 (1997).

96 Schwartz, לעיל ה"ש 69, בעמ' 1258. שוורץ מדגיש כי "one size does not fit all", כלומר לא כל משברי חדלות הפירעון זקוקים לטיפול דומה. הכול תלוי בשורשי המשבר. ברם, השאלה שנותרת פתוחה עתה היא מי יחליט איזה הליך יינקט.

97 Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, 87 VA. L. REV. 921 (2001).

98 חוזר גופים מוסדיים 2010-9-3 "הוראות לעניין השקעת גופים מוסדיים באגרות חוב לא ממשלתיות" (ג' אב התש"ע, 14.10.2010). חוזר זה מאמץ את המלצותיה של ועדת חודק. ראו להלן פסקה 6.12.

גם יחד, מתקיימת ממילא במידה לא-מבוטלת במציאות הישראלית. זאת ועוד, להלן נראה כי, ככלל, משך הליך ההכרזה הממוצע בישראל קצר במידה ניכרת ממקבילו האמריקני. בהליך הנמשך שבועות אחדים בלבד מידת הפגיעה האפשרית בנושים במקרה של החלטה שגויה בעניין פתיחת הליך הכרזה אינה כה חמורה.

3.37 עם זה, ניסיון השנים מאז פרוץ המשבר הפיננסי העולמי, מלמד כי גם בישראל מתארכים הליכי ההכרזה וההסדר בחברות הגדולות אשר הנפיקו אגרות חוב לציבור והם נמשכים לא פעם על פני חודשים רבים. מציאות כאמור אכן מעוררת מחשבה שמא התניות חוזיות מראש, אשר יאפשרו מבעוד מועד דריסת רגל לנושים בעיצוב דרכה של החברה, הן רצויות ויעילות. מאידך גיסא, אין להקל ראש בעלות של תניות חוזיות מורכבות כמוצע על ידי בני הדור השני לגישה הכלכלית. הערכה כלכלית מראש של מצב החייב, אם וכאשר ייקלע לחדלות פירעון, צפייה מה יהיו תנאי השוק הכללי בענף שהוא עוסק בו והשאלה איזה הליך יהיה עדיף לנקוט בעניינו, הן עניין כלכלי מורכב ויקר. ספק בעיניי אם העלות החוזית של תניות מורכבות כאמור מצדיקה את השימוש בהן בישראל, במתכונת המוצעת על ידי אנשי הדור השני לגישה הכלכלית.

3.38 יתרה מזו, כפי שכבר הערתי לעיל, דומני כי גישה חוזית כפי שהוצגה על ידי בני הדור השני לגישה הכלכלית, מעניינת ככל שתהיה, היא גישה שתוצאותיה המעשיות הן בבחינת נעלם גדול.⁹⁹ ייתכן שהדגמים הכלכליים שבבסיסה יוכחו כהצלחה מסחררת, אך ייתכן גם שלא. לא פעם באה המציאות וטופחת על פני דגמים מורכבים. המציאות לעתים מלמדת כי מציעי דגמים חדשניים שכחו לשקלל פרטים מסוימים המשנים את התוצאה הסופית. כל עוד לא נוסתה הגישה החוזית בשדות זרים, בעלי שוקי הון גדולים ומפותחים מן השוק הישראלי, והוכחה הצלחתה שם, דומני כי ניסיון ליישמה בישראל יהיה בבחינת אכילת פירות בוסר.

3.39 עם זה, ניתן לשקול את יישומה בישראל של תפישה מתונה יותר מזו שהטיפו לה אנשי הדור השני לגישה הכלכלית. תפישה מתונה זו מצאה ביטוי בהמלצותיה של ועדת אנדרון. תפישה זו מבקשת להתנות תניות חוזיות ואף לקבוע כללים בדין אשר יאפשרו לנושים להתערב בעבודתו של דירקטוריון החברה ולהשפיע על אופן התנהלותה של חברה הנמצאת בקשיים כספיים. לא זאת אף זאת: תפישה זו מבקשת לקבוע ביתר נוקשות כי, בנסיבות של מחדל תשלום, יוסט ניהול החברה באופן מלא מן ההנהלה המכהנת (והמכוונת מעל בידי בעל השליטה) לידי ניהול ממונה שיפעל להשאת זכויות הנושים. ברם, בשונה מחסידי הדור השני לגישה הכלכלית, תפישה זו אינה מתיימרת להכתיב מראש, בגדרי ההתניות החוזיות, מה יהיה אופן הטיפול בחברה, ברכושה ובמבנה הונה, בשעה שיפקדנה משבר פיננסי. את ההכרעה המעשית בדבר גורלה של החברה ואופן ההתמודדות עם חובותיה, מותרה תפישה מתונה זו להכרעת הניהול הממונה בשעת המשבר, לפי ניתוחו את הנסיבות שנקרות לפניו בפועל.¹⁰⁰

99 Schwartz אכן מודה בכך. ראו Schwartz, לעיל ה"ש 69, בעמ' 1248.
100 להרחבה בדבר המלצותיה של ועדת אנדרון וגם לביקורתן ראו להלן פסקאות 7.77–7.84.

ג. יעדים חברתיים

3.40 לצד הכתיבה הכלכלית על אודות חדלות פירעון, כתיבה שפרחה כאמור ברבע המאה האחרון, ניכרת גם כתיבה בספרות האקדמית המתבוננת בדיני חדלות פירעון בכלל, ובדיני חדלות הפירעון המסחריים בפרט, מבעד לעדשות נוספות. לשיטה זו, היעד של יעילות כלכלית, במובן של הוזלת שיעור הריבית של האשראי, אינו היעד הבלעדי שאותו נועדו דיני חדלות פירעון להשיג. אמנם אף השקפה זו גורסת כי ההליך הקיבוצי נועד לקדם את גביית החובות לנושים, אולם לצד יעד חשוב זה קיימות מטרות חברתיות, חשובות לא פחות, הראויות לקידום ואשר מקודמות בפועל באמצעות דיני חדלות פירעון. היטיבה לבטא זאת בארצות-הברית Elizabeth Warren, בת הפלוגתא העיקרית של בני הדור הראשון ושל דור הביניים לגישה הכלכלית:¹⁰¹

“Congressional comments on the Bankruptcy Code are liberally sprinkled with discussions of policies, of concerns about the community impact of bankruptcy, and of the public interest beyond the interests of the disputing parties. These comments serve as reminders that Congress intended bankruptcy law to address concerns broader than the immediate problems of debtors and their identified creditors; they indicate clear recognition of the larger implications of a debtor’s widespread default and the consequences of permitting a few creditors to force a business to close... Congress accepted the idea that bankruptcy serves to protect interests that have no other protection. The older employee, the regular customer, the dependent supplier, and the local community are important; and bankruptcy attends to many of their concerns, regardless of whether they have rights recognized at state law”.

- 3.41 עם היעדים החברתיים הניצבים לצד יעד היעילות הכלכלית, ניתן למנות מטרות אחדות כאמור:
- (א) חלוקה הוגנת וראויה של משאבי החייב בין נושיו השונים.
 - (ב) הבטחת תעסוקה ראויה לעובדי החברה.
 - (ג) צמצום הנטל על הקופה הלאומית.
 - (ד) דאגה ללקוחות החברה.
 - (ה) דאגה לספקים התלויים בהמשך קיום החברה.
 - (ו) חילוץ בעלי מניות בעסקים קטנים עד בינוניים.

101 Warren, לעיל ה"ש 30, בעמ' 788.

1. פירוט היעדים

(א) חלוקה הוגנת בין הנושים

3.42 דיני חדלות פירעון קובעים כללי פירעון לנושים. לא כל הרוצה – יבוא וייטול. כשקופת החייב חסרה, קיים סדר משפטי שלפיו ייגשו הנושים ויפרעו. הכתבת סדר הפירעון היא אחד הדברים שבהם נתייחדו דיני חדלות פירעון מן הדין שמחוץ להם. כל עוד אין דיני חדלות הפירעון חלים, רשאי כל נושה לבוא ולגבות מן החייב, בלא להתחשב בקיומם של חובות בלתי פרוצים נוספים התלויים ועומדים בין החייב לבין נושיו האחרים.¹⁰² ההנחה היא כי ממילא קיימים די והותר משאבים להשביע את זכויות כל הנושים. אם כן, סדר למה לי? ברם, כאשר אין הקומץ משביע את הארי, נודעת לסדר הפירעון חשיבות יתרה. מי שייפרע תחילה – יזכה, ואילו חברו שאחריו עלול לצאת וידיו על ראשו. בנסיבות כאמור, סדרי הפירעון שייקבעו, ישקפו ערכים שמעצבי המדיניות מבקשים לגונן עליהם ולקדם את ביטוים. כך, למשל, כלל של פירעון שוויוני בין נושים עשוי לקדם את ערך השוויון הכללי כמשקף צדק והגינות.¹⁰³ קביעת עדיפות לפירעון חובות נזיקיים עשויה לשקף ערך חשוב של צדק מתקן.¹⁰⁴

3.43 לצד קביעת סדרי פירעון המשקפים ערכים מסוימים שבחירה השיטה לקדם, דומה כי יש אמירה ערכית כללית באיסור המשתמע מדיני חדלות פירעון. קביעת סדרי עדיפות נפקותה היא אחת: משהחלו הליכים של חדלות פירעון, נושה הרוצה לגבות לבדו תחילה, אינו רשאי לעשות כן. עמדה נוחה לגבייה מן החייב אינה מהווה שיקול מספיק להכיר בחירותו של נושה פלוני לפתוח בהליכי גבייה. הכפפת כל הנושים לסדרי פירעון הקבועים בדין מאפשרת למשפט להשעות יתרונות גבייה מוכנים, אשר נושים מתוחכמים וחזקים נהנים מהם, ולאזנם. אכן, עם נושי החייב יימנו הן נושים חזקים, השולטים במנגנוני אכיפה יעילים ומהירים יחסית, והן נושים משוכללים פחות, אשר הליכי האכיפה הפתוחים לפניהם בדין הכללי הם ארוכים, איטיים ומסורבלים יחסית. נקל לשער כי אלמלא קבעו דיני חדלות פירעון סדר פירעון מחייב לכלל נושי החייב היו מן הסתם נפרעים הנושים החזקים, הנהנים מגבייה מהירה, ואילו הנושים התלויים בהליכי גבייה שיפוטיים ממושכים היו נותרים בלא כלום. קביעת סדר פירעון המחייב את כולם עשויה למתן את בעיית הפער הקיים בין יכולות האכיפה והגבייה של נושים שונים. אם תביעתו של כל אחד מן הנושים המעורבים מוצדקת כשלעצמה ונסמכת על זכות מוכרת בדין, כי אז – על פניו – אין כל טעם ראוי להעדיף דווקא את הנושה הזריז בגבייתו. טלו, למשל, מקרה שבו ראובן

102 חריג לכך עשוי להתקיים כאשר נושה מסוים, אשר בדיני חדלות פירעון אינו הנושה המועדף מכול, מבקש לגבות מן החייב בנסיבות העלולות להעמיד בסיכון כלכלי את ערך השעבוד המבטיח את תביעתו של נושה אחר. בנסיבות כאמור יוכל הנושה המובטח בשעבוד למנוע את הליכי הגבייה של הנושה האחר. ראו ה"פ (מחוזית"א) 14/88 **בנק לאומי לישראל בע"מ נ' עו"ד בר, כונס הנכסים של לנדקו-רובינשטיין בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"ה אדר התשמ"ח, 14.3.1988). כן ראו שלום לרנר **שעבוד נכסי חברה 250–255** (התשנ"ז). עם זה, צו מניעה בנסיבות כאמור אכן משקף בעיניי החלטה שיפוטית צופה פני חדלות פירעון.

103 על כלל השוויון בפירעון חובות (לא-מובטחים) וטעמיו, ראו להלן פרק חמישה-עשר.

104 לדין בעדיפות הפירעון של חובות נזיקיים ראו להלן פרק תשעה-עשר.

עומד לפני סיום תביעה אזרחית נגד החייב בגין הפרת חוזה עמו. התביעה תסתיים בזכייתו של ראובן ובפסיקת פיצויים לטובתו. בינתיים הגיש אף שמעון תביעה דומה נגד החייב, בגין הפרת חוזה ביניהם. תביעתו של שמעון הוגשה לאחר הגשת תביעתו של ראובן, מן הטעם העובדתי הפשוט שהחייב הפר את החוזה עם ראובן תחילה. בהנחה שהליכי תביעה על הפרת חוזה נמשכים פרק זמן קבוע, ניתן להניח כי ראובן יזכה בפסק דין בר אכיפה ובר הוצאה לפועל לפני שיזכה שמעון בפסק דין כאמור. עתה נניח כי החייב ירד מנכסיו והפך לחדל פירעון. האם קדימותו של ראובן בזמן הזכייה מצדיקה פירעון לו, בעוד ששמעון ייוותר בלא כלום? האם, מבחינה מהותית, יש טעם לבכר את האחד על פני חברו? דומני שבהיעדר טעם כלכלי או חברתי ענייני, זכאים הן ראובן והן שמעון לפירעון מן החייב בה במידה. לפיכך, דיני חדלות פירעון האוסרים על ראובן להוסיף ולגבות את זכותו מציבים מחסום בפני אקראיות הגבייה ובפני הטיות אפשריות של הגבייה לטובת נושים חזקים. דינים אלה מעצבים את הפירעון לנושים על פי בסיס ערכי ומהותי.

ודוקו, המציאות תלמדנו כי אחדים מן הנושים החזקים נהנים ממעמד מועדף של פירעון גם על פי דיני חדלות הפירעון. כך, למשל, הוא מעמדם של נושים כספיים, כמו בנקים הנוהגים להבטיח את האשראי שהם מעמידים לעסקים באמצעות שעבודים או קיזוזי חובות הדדיים. ברם, הכרה בעדיפות כאמור על פי דיני חדלות פירעון אינה נובעת משיקולים אקראיים של קדימה במועד הגבייה, כי אם משיקולים כלכליים ענייניים. עם זה, כאשר יזהו מעצבי המדיניות הטיה של יתרונות העדיפות לטובת אותם נושים חזקים, מעל למה שנראה חיוני להשגת התועלות הכלכליות האמורות או תוך פגיעה חריפה מדי ביתר הנושים (או, כפי שיידון בהמשך, בקבוצות אחרות), יהא בדיני חדלות פירעון כדי לרכך במידת-מה את היתרונות האמורים ולאזנם.¹⁰⁵

(ב) הבטחת תעסוקה ראויה לעובדי החברה

3.44 שיקול נוסף השגור בפי חסידי הגישה "המסורתית" לדיני חדלות פירעון, או הגישה החברתית, הוא שימור מקום העבודה של עובדי החברה והבטחת תעסוקה נאותה בעבורם על רקע המשבר הכספי. לשיטה זו, הגורל הכלכלי של חברה בקשיים כספיים אינו משפיע על הנושים לבדם מטוב ועד רע, כי אם גם על מצבן של קבוצות נוספות הקשורות לחברה ואשר אינן בבחינת "נושה כספי" גרידא. בתוך קבוצות אלה בולט מקומם של עובדי החברה. כפי שכבר צוין בפרק שני, בין שהחברה פיגרה בתשלום משכורתם בעבר ובין שלא פיגרה, יש גם לעובדי החברה עניין בהמשך קיום החברה כעסק פעיל. החברה היא מקום תעסוקתם ומקור פרנסתם. הגורל הכלכלי של העובדים ושל בני משפחותיהם כרוך בגורל החברה. אם העסק ייסגר ונכסי החברה יימכרו במכירת חיסול, ייפלטו עובדיה אל מחוץ למעגל העבודה ויהפכו, לפחות באורח זמני, למובטלים. מצד אחר, אם החברה תיכנס למהלך משפטי שיקל עליה את פירעון חובותיה והיא תוסיף לפעול, כי אז ייחסך משבר הפיטורים מעובדי החברה

105 לדיון בהצדקות לעדיפות שעבודים וקיזוזים, והשיקולים להגבלת תחולתם והתפרשותם, ראו להלן פרקים חמישה-עשר, שישה-עשר ושמונה-עשר.

וממשפחותיהם. אמנם המציאות מלמדת כי הבראה של חברות כרוכה דווקא בצעדי התייעלות ניהוליים ובתוכם פיטורי עובדים,¹⁰⁶ אולם שיעור הפיטורים – בהשוואה לסגירה מוחלטת של העסק – הוא קטן יותר. לצד העובדים המפוטרים ניתן להציל את פרנסתם של עמיתיהם הנותרים בחברה בעקבות הבראה.

3.45 נקיטת הליכים להבראת חברות לשם שימור התעסוקה ודאגה להמשך השתכרות העובדים משקפת מדיניות חברתית מובהקת.¹⁰⁷ היא מבקשת להגן על קבוצת העובדים אשר הונס האנושי מושקע בחברה המעסיקה אותם. גורלה הכלכלי הוא גורלם הכלכלי הישיר והיחיד, לטוב ולרע. לפי השקפה חברתית זו, דיני חדלות פירעון נועדו, בין השאר, לחתור להגשמת יעד הדאגה לעובדי החברה הקורסת.¹⁰⁸ הפירעון לנושים אינו חזות הכול.¹⁰⁹

3.46 השיקול בדבר שימור התעסוקה בולט תדיר בדיונים העיוניים בשאלה מה הן ההצדקות לקיום הליך של הבראת חברה בהשוואה להליך של פירוק. שיקול זה אינו שייך להליך הפירוק עצמו. לעיל ראינו כי חסידי הגישה הכלכלית ביקשו בעקביות לצמצם את שיקול הדעת של בתי המשפט לצוות על הליכי הבראה. ממילא הם נאלצו אפוא להדוף את הטענות החברתיות של שימור התעסוקה כטיעון המצדיק את הליך ההבראה ואת שיקול הדעת של בית המשפט לצוות על פתיחתו. אפשרות אחת להתמודד עם טענות זה הייתה להכריז בגלוי כי שימור תעסוקה כשלעצמו, בנסיבות שאין לחברה כל תוחלת כלכלית, לא יצלח. במוקדם או במאוחר תיאלץ החברה להתפרק ואין כל טעם בניסיונות החיאה מלאכותיים. טבעו של השוק הוא כזה שיש עסקים שישרדו ויש שייאלצו להיסגר. פיטורים ואובדן עבודה הם חלק מן המחיר שאנו משלמים בגלל ניהול כלכלת שוק. ברם, טענות קפיטליסטי נחרץ כאמור לא נטען בדרך כלל לבדו. אנשי הגישה הכלכלית מבקשים להקהות את חריפות עמדתם באמצעות שימוש בטיעונים נלווים, פושרים יותר. טענות אחד הוא, כפי שראינו, כי השיקול של שימור תעסוקה במשק הוא אמנם חשוב, אך הוא שיקול כללי אשר אינו ייחודי לחברות חדלות פירעון דווקא. לפיכך, על המחוקק להידרש לו במהלך גיבוש המדיניות הכלכלית-חברתית הכללית במשק, אך לא בדיני חדלות פירעון. לעיל הראינו כי טענות זה אינו אלא התחכמות ותשלום מס שפתיים לנושא התעסוקה בניסיון להסירו מסדר היום.¹¹⁰ טענות נוסף מבקש לגמד את עוצמת הפגיעה בעובדי החברה

106 Aida M. Alaka, *Corporate Reorganizations, Job Layoffs and Age Discrimination: Has Smith v. City of Jackson Substantially Expanded the Rights of Older Workers under the ADEA?*, 70 ALB. L. REV. 143 (2006).

107 Warren, לעיל ה"ש 30, בעמ' 787-788; NLRB v. Bildisco & Bildisco, 465 U.S. 513, 528 (1984); ע"א 9555/02 זידאן נ' ברית פיקוח לקואופרציה החקלאית העובדת בע"מ, פ"ד נט(1) 538, 550-551 (התשס"ד-2004).

108 ראו, למשל, Elizabeth Warren, *The Unstable Case for Repeal of Chapter 11*, 102 YALE L.J. 437, 473-474 (1992); Brian A. Blum, *The Goals and Process of Reorganizing Small Businesses in Bankruptcy*, 4 J. SMALL & EMERGING BUS. L. 181, 232-233 (2000).

109 ואולם ראו אוריאל פרוקציה "הבעלות על הפירמה וסייגיה – נושים, עובדים, אלמנות ויתומים בדיני חברות" משפטים כב 301 (התשנ"ג) (מאמר המתנגד לשילוב ערכים חברתיים במערכת השיקולים המעצבים את המדיניות בדיני החברות).

110 לעיל פסקה 3.14.

בגלל אובדן התעסוקה. הטיעון הוא כי רוב עובדי החברה, למעט אלה אשר עבודתם כרוכה בידע ייחודי לחברה המסוימת שבה הם הועסקו עד כה, יוכלו להשיג להם עבודה חלופית בלא קשיים מיוחדים. לשם הדגמת טיעון כאמור נדרש Schwartz לאנשי מחשבים. לדעתו, הידע הממוכן המקצועי שאותו רכשו יסייע להם להשיג עבודה חלופית. לפיכך, הדין אינו חייב להתאמץ לשמור על מקום התעסוקה הנוכחי שלהם. הענף שנוקק לו Schwartz בדוגמה זו הוא ענף תעשייתי עדכני הנדרש לכלכלת ההווה. ואף על פי כן, דומני שדוגמה זו היא הנותנת כי טיעונו לוקה. כפי שהראה לעיל הדין בפרק שני, דווקא עובדי היי-טק בגיל ארבעים ויותר, הופכים חרף ניסיונם המקצועי המצטבר לכוח עבודה מושך פחות בהשוואה לעובדים צעירים יותר.¹¹¹ ניידותם של עובדים אלה ממקום עבודה אחד למשנהו אינה גבוהה במיוחד. לפיכך, שלא כ-Schwartz, סבורני כי דווקא עובדי הטכנולוגיה העלית הם דוגמה לחיוניות השיקול בדבר שמירת התעסוקה כערך חברתי. איבוד מקור הפרנסה הוא פגיעה של ממש בעובדים ולא ניתן לפוטרה כלאחר יד.

(ג) צמצום הנטל על הקופה הלאומית

3.47 עלויות הקריסה של חברה מגולגלות, בסופו של דבר, אל הקופה הלאומית. כפי שהוזכר בפרק שני, עלויות אלה מועמסות על שכם המדינה בדרכים שונות. קבוצה אחת המגלגלת את הנטל אל עבר המדינה היא הנושים הכספיים. נושים אלה רושמים ברישומיהם את החובות שלא נפרעו להם בהליך חדלות הפירעון כחוב אבוד, וחוב זה מוכר כהפסד בר ניכוי לצורך מס. גובה החוב הבלתי פרוע יקטין את שיעור המס שבו יחוב הנושה למדינה. המדינה משתתפת אפוא בעקיפין בהפסד הכלכלי של הנושה. ככל שיגדל שיעור הפירעון לנושה, כך יקטן החוב האבוד, וממילא אף המדינה תיהנה מכך.¹¹² למדינה ולנושה יש אפוא עניין משותף בהגדלת גובה הפירעון לנושה. אם הבראת חברה צפויה להניב לנושה שיעור פירעון גבוה מן השיעור שייפרע בפירוק, מן הסתם ייעתר הנושה להליך זה. ברם, בנסיבות שבהן יש ספק אם ההבראה תצליח, עשוי לעתים הנושה לבכר את המסלול המוכר והוודאי יותר של מימוש נכסים בפירוק על פני "ניסוי הבראה" הרפתקני. בנסיבות אלה עלויות הכישלון הכלכלי עלולות כאמור להתגלגל אל עבר המדינה. כפי שהובהר בפרק שני, אובדן התעסוקה יהפוך אט-אט את עובדי החברה הנפלטים ממעגל העבודה לנזקקי קצבאות תמיכה מצד המדינה בין לזמן מועט ובין לאורך זמן. לעומת זאת, הליך הבראה מוצלח עשוי לצמצם את שיעור הפיטורים שיידרש, ובכך לחסוך למדינה סכומי כסף ניכרים.¹¹³ אמנם ניתן להקשות: האם חיסכון כספי המדינה מצדיק הליך הבראה שיכרסם בפירעון החובות לנושים? כעיקרון, אין זה מוצדק לגרוע בידעין מן הפירעון לנושים לשם חיסכון בקצבאות שתידרש המדינה לשלם למפוטרי החברה. אולם, בנסיבות שבהן יש ספק אמיתי בשלב ההחלטה, אם מהלך של הבראה יצליח או שמא יכרסם בכספי הפירעון לנושים, ראוי כי גם השיקול של הנטל הכלכלי על המדינה ייזכר בבוא השופט להכריע אם לנקוט מהלך כאמור, אם לאו.

111 לעיל פסקה 2.16.

112 השו, באנגליה, Report of the Review Committee on Insolvency Law and Practice ¶ 1416 (Cmnd 8558, 1982).

113 ואולם, כישלון של ניסיון ההבראה עלול להמיט חורבן כלכלי על העובדים ועל הנושים כאחד.

(ד) דאגה ללקוחות החברה

3.48 חדלות פירעון של חברה וחיסולה עלולים להסב פגיעה של ממש ללקוחותיה. פגיעה זו עלולה להיות רחבה בהרבה מן הנזק הכספי גרידא הנגרם למי ששילם מקדמה תמורת מוצר או שירות שהבטיחה לו חברה שנכנסה להליכי חדלות פירעון. לעתים המוצר שהחברה מספקת אינו בר תחלופה בשוק, ודאי לא במהירות. כך, למשל, בישראל קורסות לעתים חברות בנייה.¹¹⁴ בעת קריסת חברה כאמור רבים מלקוחותיה ניצבים בפני שוקת שבורה. הם רכשו ממנה דיוור שטרם נבנה. לקוחות אלה לעתים כבר התחייבו למכור את דירות מגוריהם הנוכחיות ויאלצו לפנותן. עקב הקשיים הכספיים של חברת הבנייה נעצרות בינתיים עבודות הבנייה. הלקוחות נותרים בלא דירות מגורים בנויות, אלא עם התחייבות חוזית בלבד. אמנם ההתחייבות עשויה להיות מגובה בהערת אזהרה הרשומה בלשכת רישום המקרקעין, אולם אין בהערה זו כדי לסייע לרוכש לקבל לידיו דירה בנויה. ההערה רק מסייעת לו להגן על זכויותיו במקרקעין, כפי שהם, מפני עסקאות נוגדות ומסייעת לו לזכות בתשלום ממפרק החברה, אם היא תפורק, בעדיפות על פני נושים אחרים.¹¹⁵ אולם רוב רוכשי הדירות מבקשים את קורת הגג ולא את המקרקעין עצמם.¹¹⁶ על פי הגישה החברתית, חיסול חברת הבנייה ומימוש נכסיה לא יביאו מזור ללקוחותיה. בנסיבות כאמור, הכוונת החברה ונושיה לעבר ניסיון להבריאה עשוי לשרת היטב את עניינם של לקוחותיה. דוגמה נוספת למוצר שאינו בר תחליף ללקוחות, לפחות בטווח הזמן הקצר, היא המכונית החשמלית של חברת **בטר פלייס**. לקוחות חברה זו ביקשו לעבור, כחלוצים בישראל, לטכנולוגיה חדשה בתחום התחבורה שהיא ידידותית יותר לסביבה וחוסכת במקורות האנרגיה. קריסתה של החברה בשנת 2013 הותירה את לקוחותיה ללא שירותי תחזוקה והנעה הולמים לרכביהם.¹¹⁷ עניין כאמור, אשר הוא עניין לא-כספי, לא נעלם מעיני שופטי בתי המשפט, ובצדק, לשיטתה של הגישה החברתית. הערך של הגנה על ציפיותיהם של לקוחות חברה, בנסיבות שבהן מוצריה אינם בני תחליף זמין, הוא ערך שיש לשקללו לצד שיקולי התועלת הכספית הישירה לנושי החברה. מתנגדיה של גישה זו משיבים על שיקול זה בטענה כי הדאגה ללקוחות החברה המתחסלת תבוא מצד מתחרותיה בשוק. הן תיכנסנה אל החלל שהותירה החברה הקורסת ותספקנה את המוצר או את השירות הנדרש ללקוחות.

114 ראו, למשל, פרשות הקריסה של חברות קבלניות המובאות לעיל בפסקה 2.18, ה"ש 21.
 115 עדיפות זו קבועה בהוראת סעיף 127(ב) לחוק המקרקעין, התשכ"ט-1969. לאור הוראה זו, ראה בית המשפט העליון בהערת אזהרה משום "שעבוד" הרובץ על מקרקעיו של מי שהערה נרשמה לחובתו. ראו ע"א 558/88 **איטונג בע"מ נ' לוי דוד ובניו בע"מ (בפירוק)**, פ"ד מח(2) 102 (התשנ"ד-1994). לאור ראייתו את הערת האזהרה כ"שעבוד", פסק בית המשפט כי הערת אזהרה שנרשמה על מקרקעי חברה, טעונה רישום מקביל אף אצל רשם החברות, מכוח הוראת סעיף 178(א) לפקודת החברות. דרישת הרישום הכפול בעניין **איטונג** בוטלה בהמשך בחקיקה – ראו סעיף 127(ב1) לחוק המקרקעין, שנוסף בחוק המקרקעין (תיקון מס' 16), התשנ"ד-1994. ברם, דומה כי ניתוחו העיוני של בית המשפט בהתייחס למהותה של הערת האזהרה – כזכות היוצרת עדיפות – בעינו עומד.
 116 עם זה, יש לשים לב להוראת סעיף 2(1) לחוק המכר (דירות) (הבטחת השקעות של רוכשי דירות), התשל"ה-1974. לפי סעיף זה, חל איסור על המוכר לקבל מרוכשי הדירות סכום העולה על 7% משווי העסקה, כל עוד לא ניתנה לרוכש הדירה ערובה הולמת. לאור הוראה זו, פוחת במידת-מה הצורך בהתחשבות בעניינם של רוכשי הדירות כקבוצה נפרדת, בהשוואה לענייניהם של יתר הנושים. ראו גם ע"א 8343/01 **עובדיה נ' סיבל נהריה בע"מ (בכינוס נכסים)**, פ"ד נח(6) 400 (התשס"ד-2004).
 117 פר"ק (מחוזי מרכז) 48555-05-13 בעניין **בטר פלייס ישראל (ח.ת.) 2009 בע"מ**.

(ה) דאגה לספקים התלויים בהמשך קיום החברה

3.49 קריסת חברה עלולה לפגוע באורח אנוש אף בספקיה. לעתים חברה שהחזיקה בנתח שוק גדול במיוחד, ספקיה קשורים בה, כאילו היו חוליות בשרשרת. ניתוקה של אחת החוליות (חיסול החברה שבקשיים) מפיל אף את החוליות האחרות. כשל נגרר כאמור אינו עניין קבוע. הוא תלוי נסיבות. ככל שהחברה גדולה יותר וספקיה קטנים בהשוואה אליה, כך גדלה והולכת תלותו הכלכלית של הספק בחברה כמקור המכירות העיקרי שלו. ביטוי מובהק לתלות מכרעת כאמור ניתן בפרשת ההתמוטטות של רשת המזון **קלאבמרקט**.¹¹⁸ עם היוודע דבר קריסתה של הרשת, ולנוכח החשש כי היא תחדל מלהתקיים כעסק פעיל, עמדו ספקים רבים של הרשת לפני סכנת התמוטטות נגרת עקב אובדן הלקוח העיקרי של עסקיהם.¹¹⁹ לפי השיטה החברתית, גורלם הכלכלי של ספקי החברה-החייבת, שהיא הלקוחה העיקרית שלהם, הוא שיקול ענייני שראוי כי השופט הדן בגורלה של החברה האמורה יביאהו בחשבון.¹²⁰

(ו) חילוץ בעלי מניות בעסקים קטנים ובינוניים

3.50 אצל עסקים קטנים עד בינוניים הנקלעים לקשיים כספיים הקושי הכלכלי עשוי להיתפש גם כחורבן העסק המשפחתי. אכן, לעתים, החברה שבקשיים היא עסק משפחתי שנוהל במשך שנים רבות או אף על פני דורות מספר. עסק כאמור, אף שהוא מאוגד כחברה, נושא חותם אישי של בעלי מניות השליטה, בני המשפחה, ומזוהה עמם.¹²¹ נפילת העסק היא נפילתם האישית אפילו לא ייגעו הנושים ברכושם האישי. בנסיבות כאמור, חילוץ החברה מקשייה באמצעות הליך הבראה עשוי לשמש עוגן הצלה לבני המשפחה, כפי שהליך פשיטת הרגל משמש מפלט לחובותיו של חייב בשר ודם. להוריד לטמיון עסק שמיטב מאמצי בני המשפחה הושקעו בו ורק בו במשך שנים, אינו דבר של מה בכך.

3.51 מאפיין נוסף של ניהול חברות קטנות עד בינוניות (small-medium enterprises) הוא שקבלת אשראי אצלן כרוכה בדרישת הבנק המלווה מבעל מניות עיקרי או ממנהל בכיר לערוך להתחייבויות החברה כלפי הבנק.¹²² ערבויות כאמור חושפות את בעל המניות או את המנהל לחבות אישית גבוהה.

118 פש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05 בעניין קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ.

119 שם, סעיף 37.4 להסדר הנושים – נוסח מעודכן (מיום כ"א חשון התשס"ו, 23.11.2005), כפי שאושר בבש"א (מחוזי ת"א) 26197/05 ר"ח טרבלסי, ד"ר נס, עו"ד ורו"ח, בתפקידים כנאמנים בהקפאת הליכים של חברת קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, מיום י"א כסלו התשס"ו, 12.12.2005).

120 ראו, למשל, Susan Block-Lieb, *The Logic and Limits of Contract Bankruptcy*, 2001 U. ILL. L. REV. 503, 522.

121 Thomas H. Jackson & Robert E. Scott, *On the Nature of Bankruptcy: An Essay on Bankruptcy Sharing and the Creditors' Bargain*, 75 VA. L. REV. 155, 174–175 (1989); Darian M. Ibrahim, *Solving the Everyday Problem of Client Identity in the Context of Closely Held Businesses*, 56 ALA. L. REV. 181, 188 (2004).

122 לדיון בערבות ובהשפעותיה על בעל מניה שנקלע לקשיים כספיים בעת ובעונה אחת עם החברה-הנערכת, ראו להלן פסקאות 12.58–12.69.

אישיותה הנפרדת של החברה, המשמשת חוצץ בין יתר נושי החברה לבין בעל המניות או המנהל, אינה מועילה עוד ואינה מגינה עליו מפני גביית החובות כלפי הבנק.¹²³ לפיכך, היקלעותה של החברה לקשיים כספיים מבשרת לעתים אף את קשייו הכספיים של בעל מניותיה. בעקבות דרישת הבנק למימוש ערבותו, בעל המניות האמור מתדרדר פעמים רבות להליכי חדלות פירעון אישיים (פשיטת רגל). הליכים אלה אינם קלים במישור האישי והם כרוכים במחיר כבד למשפחה סביב. במהלכם, חירויות רבות נשללות מן החייב.¹²⁴ הכרזתו כפושט רגל אף כרוכה באות קלון חברתי שאינו מבוטל.¹²⁵

3.52 ניתן להקל קמעא את קשייו האמורים של בעל מניות בחברה קטנה עד בינונית בשני אופנים נבדלים:

- (א) מדיניות המבכרת הליך הבראה על פני הליך פירוק.
 (ב) איחוד דיוני בין הליך חדלות הפירעון של החברה לבין גביית הערבות מבעל המניות או מהמנהל הערב.

קשייו של בעל מניות בחברה קטנה עד בינונית, בין שהוא ערב ובין שאינו ערב, ימותנו אם יינקט הליך להבראת החברה בד בבד עם ניסיון להשיא את שיעור הפירעון לנושים בה. הליך כאמור עשוי להציל את העסק המשפחתי מפני קריסתו הסופית. ובהתייחס לערבות האישית, ככל שיגדל שיעור הפירעון למלווה מצד החברה בהליך מוצלח של הבראה, כך תקטן בהתאמה יתרת החוב שהערב חב למלווה.

האופן האחר להקלה על בעל המניות הוא איחוד דיוני בין הליך חדלות הפירעון של החברה (בין שהוא הליך פירוק ובין שהוא הליך הבראה) לבין גביית הערבות מבעל המניות או מן המנהל הערב.¹²⁶ הרעיון הוא למנוע בעד הערב להיקלע להליך פשיטת רגל אישי רשמי עקב מימוש הערבות שנתן. סוף סוף, הערבות ניתנה כדי לקדם את עסקי החברה. ניתן אפוא להסדיר גם את גבייתה בהליך הנוגע לחברה. הדרך לביצוע הדבר היא באמצעות הרחבתו של צו עיכוב ההליכים, שיינתן נגד נושי החברה בהליך פירוק או הבראה, באופן שיעכב גם את גביית הערבות מבעל המניות או מן המנהל הערב. תשלום הערבות יוסדר בד בבד עם קביעת שיעור הפירעון שיזכה לו המלווה בתיק חדלות הפירעון של

123 פש"ר (מחוזי ת"א) 525/96-ח, המ' 2087/97, 3975 קריספי נ' ח. אלקטרוניקה (1988) בע"מ, פ"מ תשנ"ט (1) 931 (התשנ"ט-1999); ע"א 2223/99 קריספי נ' ח. אלקטרוניקה (1988) בע"מ, פ"ד נז(5) 116 (התשס"ג-2003).

124 לפירוט החירויות הנשללות ממושט רגל ראו להלן פסקה 12.65.

125 פש"ר (מחוזי ב"ש) 5104/98, בש"א 3309/05 שר נ' בנק לאומי בע"מ, בפסקה 5 (מיום י' אלול התשס"ה, 14.9.2005), וכן ראו KAREN GROSS, FAILURE AND FORGIVENESS 94, 249 (1997).

126 הצעה זו מפורטת ונדונה להלן בפסקאות 12.67-12.70.

החייב העיקרי, החברה. תשלום הערכות עשוי להיות מופחת, לנוכח קשייו הכלכליים של הערב.¹²⁷ איחוד דינוני של הליך חדלות הפירעון של החברה עם הליך בלתי רשמי להסדרת חובותיו האישיים של בעל המניות או של המנהל הערב עשוי לחסוך מהערב האמור מקצת מן הקשיים ומהמחיר החברתי הכרוכים בהליך פשיטת רגל רשמי.

כל אחת מהקלות אלה עשויה לאזן במידת-מה את כוחו היתר של המלווה כלפי המתאגדים ולגונן על האחרונים בנסיבות המשבריות שנקלעו אליהן. לפי הגישה החברתית, ראוי יהיה אפוא לשקול את עניינם של בעלי מניות בעסקים קטנים עד בינוניים ואת השפעות חדלות הפירעון של החברה שבשליטתם על גורלם האישי.

2. הגנת בעלי מניות לעומת הגנת העובדים – הגנה לסירוגין

3.53 מן האמור עד כה עולה כי הגישה החברתית מבקשת לגונן על ערכים נוספים מלבד התכלית לפרוע לנושים הכספיים שיעור גבוה ככל האפשר. בסקירת הגישה החברתית הצבעתי, בין השאר, על שני טיפוסים של קבוצות אשר יש מקום לשקול את השפעות חדלות הפירעון של החברה על גורלן האישי. הקבוצה האחת היא ציבור העובדים של החברה. הקבוצה האחרת היא בעלי מניות הערבים באופן אישי לחובות החברה כלפי המלווים המקצועיים. מעניין לציין כי הרגישות לכל אחת מקבוצות אלה אופיינית לסוג אחר של חברות. הרגישות לציבור העובדים אופיינית בעיקר לחברות גדולות יחסית, המעסיקות מאות ואף אלפי עובדים. לעומת זאת, הרגישות לשיקול "מפעל חייהם" של בעלי מניות, כמו לערביות האישיות שהם מתחייבים בהן, שייכת בעיקרה לחברות הקטנות והבינוניות. אמרו מעתה כי אף שבמרבית החברות שיקול שימור התעסוקה ושיקול התמיכה בבעל מניות-ערב אינם חלים יחדיו, אחד מהם לפחות חל-גם-חל. לפיכך, לפי הגישה החברתית, על מקבלי ההחלטות להתחשב אף בשיקולים כאמור.

3. ביקורת הגישה החברתית

3.54 הגישה החברתית לדיני חדלות פירעון היא גישה מרחיבה. היא רואה את דיני חדלות הפירעון כמרחב המכיל תכליות שונות, מהן המשלמות זו את זו ומהן המתעמתות זו עם זו. בעיני אנשי גישה זו, רוחב יריעה זה הוא מקור כוחם של דיני חדלות הפירעון.¹²⁸ הוא המאפשר להם להתמודד עם האתגרים המשפטיים המורכבים שנסיבות כלכליות של חדלות פירעון מזמנות. כנגדם ניצבים אנשי הגישה הכלכלית ובפניהם ביקורת נחרצת על גישה זו. עיקר הביקורת על הגישה החברתית מתמקד בשני אלה:

(א) רוחב ההתפרשות של גישה זו והתחשבותה בתכליות שונות ומנוגדות אינם מאפשרים להתוות קו חשיבה ברור ואחיד לענף משפטי זה.

¹²⁷ לצד ההקלה החברתית לבעל המניות-הערב, הגלומה בהצעה, אמורה ההצעה להגביר גם את עניינו של הבנק המלווה לאסוף מעיקרא מידע על אודות עסקי החברה הלווה וסיכויי פירעון ההלוואה על ידיה. ראו שם.

¹²⁸ Warren, לעיל ה"ש 30, בעמ' 778–795.

(ב) ההתחשבות החברתית ב"יתומים ובאלמנות" של הפעילות העסקית תפגע בצמיחה הכלכלית הכללית ותהיה בעוכרי המשק כולו.

(א) היעדר קו חשיבה עקיב

3.55 הביקורת הראשונה על הגישה החברתית יוצאת נגד היעדרו של קו ניתוח בהיר, עקיב וחד בגישה זו. לעתים נראה כי הגישה החברתית היא מעין סלט של רעיונות וכל ההופך בה ימצא את מבוקשו, "דכולה בה". לשיטת המבקרים, קו חשיבה עקיב הוא לחם חוקו של המחקר האקדמי בכלל, ושל המחקר המשפטי – בפרט, ובהיעדרו אין במחקר כל ערך מוסף.¹²⁹ הגישה הכלכלית מנתחת את הסוגיות השונות המתעוררות במצבים של חדלות פירעון לפי מצפן יציב, הלא הוא השאת הפירעון לנושאים. לעומתה, הגישה החברתית עושה לעתים שימוש במצפן זה, ולעתים מתעלמת ממנו מחמת שיקולים הרגישים לטובת עניינן של קבוצות אחרות, כגון העובדים, הלקוחות או בעלי המניות. מבקריה טוענים כי גישה כאמור היא אקראית, בלתי צפויה ודומה כי אין היא מצביעה על מדיניות מגובשת כלל ועיקר. זאת ועוד, שקלול של כל כך הרבה שיקולים יחדיו במקרה נתון הוא משימה גדולה על מידותיהם של בתי המשפט. שיקולים חברתיים ומקרו-כלכליים כאמור ראוי שיביאו בחשבון מוסדות אחרים, כגון הרשות המחוקקת וזרועות מסוימות של הרשות המבצעת, האמונים על איסוף מידע מלא בעניינים אלה ויישום מדיניות עקיבה בהם.¹³⁰ ברם, אנשי הגישה החברתית הודפים ביקורת זו כבלתי מוצדקת. לטעמם, דווקא פתיחותם ורגישותם לקשיים השונים המאפיינים נסיבות של חדלות פירעון, קשיים אשר מהם אכן סובלות קבוצות עניין שונות ומגוונות, הן ההופכות את גישתם לגישה מעשית וראויה. לדידם, תכלית דיני חדלות הפירעון אינה צריכה להפוך לתרגיל מחשבתי עיוני גרידא, המנותק מכל כבלי המציאות. המשפט צריך שיישען על אדני המציאות, שכן אותה עליו לשרת. גישה המצמצמת עצמה לעניינם של הנושים בלבד (ואם נדייק, לעניינם של הנושים המתוחכמים דווקא), מקילה עם עצמה. היא הופכת את גישתה לממוקדת ולעקיבה, אך ספק אם היא קוראת את המציאות ומגיבה עליה.¹³¹

מעניין לציין כי ויכוח דומה מתנהל בין השקפות שונות באשר לשאלה מהו הערך המכונן שלפיו יש לנהל חברה בריאה. ההשקפה הכלכלית רואה בהשאת עושרם של בעלי המניות את הערך האמור.¹³²

- 129 Mokal, לעיל ה"ש 29, בעמ' 62–68.
- 130 Christopher W. Frost, *Bankruptcy Redistributive Policies and the Limits of the Judicial Process*, 74 N.C.L. REV. 75 (1995).
- 131 Warren, לעיל ה"ש 30, בעמ' 812–814.
- 132 ראו, למשל, *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N.W. 668, 664 (Mich. 1919) ("A business corporation is organized and carried on for the profit of the stockholders"); *North American Catholic Educational Programming Foundation v. Gheewalla*, 2007 W.L. 1453705 (Del. May 18, 2007); *Roberta Romano, A Cautionary Note on Drawing Lessons from Comparative Corporate Law*, 102 YALE L.J. 2021, 2031 (1993); *Stephen M. Bainbridge, Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U.L. REV. 547, 579–592 (2003); *Jill E. Fisch, Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of William W. Bratton & Michael L. Shareholder Primacy*, 31 J. CORP. L. 637 (2006).

לעומתה, התפתחה השקפה המבקשת לנווט את החברה לפי מצפן "טובת החברה", כאשר מושג זה כולל למעשה גם את טובת עניינן של קבוצות נוספות.¹³³ לנוכח תקיפת ההשקפה האחרונה, בטענה שאינה ברורה והיא קשה למדידה, השיבו Margaret Blair ו-Lynn Stout את התשובה הזו:¹³⁴

"Focusing on the problem of specific investment suggests that the proper purpose of the public corporation is not maximizing shareholder wealth, but promoting long-term, value-creating economic production under conditions of complexity and uncertainty, in a fashion that provides surplus benefits not only to shareholders but to other groups that make specific investments in corporations as well. This corporate objective is difficult to measure, much less maximize. Nevertheless, it may provide a better gauge of good corporate governance than the simplistic rubric of shareholder wealth".

(ב) פגיעה בצמיחה הכלכלית הכללית

3.56 הביקורת השנייה מתמקדת בעלות הכספית הכרוכה ביישום מדיניות חברתית תוך כדי פגיעה בזכות הנושים שייפרעו חובותיהם. לטענת המבקרים, ייתכן שהגישה החברתית מבטאת ערכים ראויים וחשובים. ברם, אם שימור התעסוקה או הדאגה לגורל הספקים של החייב או שיקולים דומים יפגעו בשיעור הפירעון לנושים או, למצער, יעכבו את מועדי הגבייה עיכוב של ממש, תבוטא הפגיעה בהם בצמצום היצע האשראי למשק או בייקורו היחסי. הבנקים, ספקי האשראי העיקרי, יגלמו כל פגיעה כאמור במחיר ההלוואה. ייקור האשראי יעיב על הפיתוח הכלכלי ויאט אותו. מיזמים חדשים בעלי ערך כלכלי חיובי יתקשו למצוא מקורות מימון. לשון אחר, הטלת הפסדי חדלות הפירעון של החייב על כתפי נושיו לאחר התרחשות האירוע המכוון (חדלות הפירעון) גובה מחיר בשלב המוקדם של התקשרות הנושה עם החייב. הפגיעה הכלכלית הצפויה לנושים במקרים שבהם יהפוך החייב לחדל פירעון, תגולגל מראש אל עבר החייב (ובעקיפין, אל עבר יתר הקשורים בו) באמצעות ייקור תנאי ההתקשרות ביניהם. הטענה היא אפוא ששכרה של הגישה החברתית ייצא בהפסדה.¹³⁵

Wachter, *Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and 'The Modern Corporation'*, 34 J. CORP. L. 99 (2008–2009) ("[Berle's – D.H.] [unqualified statements on shareholder primacy – D. H.] all presupposed a strong regulatory state and a public consensus against a corporate profit maximand").

R. Edward Freeman, *Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation*, 19 J. BEHAV. ECON. 337 (1990); R. EDWARD FREEMAN, *STRATEGIC MANAGEMENT: A STAKEHOLDER APPROACH* (1984).

Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *Specific Investment and Corporate Law*, 7 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION L. REV. 473 (2006).

Rafael La-Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Legal Origins of Financial Structure*, 135 J. FIN. 1131 (1997).

4. תשובות הגישה החברתית

3.57 חצי הביקורת שמפנה הגישה הכלכלית אל עבר הגישה החברתית בנושא ייקור האשראי מושחזים היטב. הם נוגעים בנקודה מפוכחת ומעשית. ברם, במענה על דברי ביקורת אלה ניתן לומר דברים אחדים, מהם שיקהו מעוקצם של דברי הביקורת ומהם שיחשפו את חולשתם. ראשית, ניתן להשיב למבקרים כי תהיה גוזמה לזקוף את תחלואי זמינות האשראי ומחירו לדיני חדלות הפירעון לבדם. אכן, לכל החלטה פרי מדיניות כלכלית יש מחיר, ולא ניתן לחמוק מכך. ברם, דומה כי מחיר האשראי במשק הוא תוצר משוקלל של גורמי השפעה רבים, ובתוכם שיקולים מקרו-כלכליים (כגון הריבית הנקבעת על ידי הבנק המרכזי, השפעת שערי הריבית בשווקים הבינ-לאומיים), כוח המיקוח היחסי של ספקי האשראי במשק, ועוד. לפיכך, אין זה נכון לבודד את דיני חדלות הפירעון ולייחס דווקא להוראותיהם השפעה מכרעת כל כך על מחיר עסקאות במשק. עם זה, יש להודות כי תשובה כאמור מקהה, לכל היותר, את עוקצה של הביקורת הכלכלית, אך אינה משיבה עליה לגופה. היא מבקשת למתן את עוצמת ההשפעה של דיני חדלות הפירעון על מחיר עסקאות, אך אינה יכולה להתעלם מכך שהשפעה מסוימת אכן קיימת. שנית, כפי שכבר צוין לעיל, דומה כי התמקדות הביקורת הכלכלית בעלויות האשראי מצמצמת את ההתבוננות בתמונה השלמה. עלויות האשראי הן אך פן אחד של העלויות למימון הפעילות העסקית. מקור מימון חלופי לחברות הוא שוק המניות. באמצעות הנפקת מניות חברה עשויה לגייס הון גם בנסיבות שבהן היא מתקשה לגייס אשראי. בהקשר זה ניתן לטעון כי דווקא דיני חדלות הפירעון, הממתיקים קמעא את המרירות הכרוכה בגבייה נוקשה מצד הנושים, עשויים לעודד השקעה במניות.¹³⁶ ככל שהנחיתה של העסק בשעת משבר תהיה רכה יותר, יאותו יזמים-בכוח לקדם מראש יוזמות עסקיות ויחששו פחות מהשפעות סיכוני חדלות הפירעון של המיזם.¹³⁷ אם כן, ייתכן שדיני חדלות פירעון המתחשבים, באופן יחסי, בבעלי מניות או במנהלים עשויים להזיל את העלויות הכרוכות בגיוס ההון העצמי ובגיוס מנהלים כישורניים לצד הייקור היחסי של עלויות האשראי. לפיכך, לטעון כפשוטו כי דינים אלה ייקרו את מקורות האשראי יהיה בבחינת התמקדות בחצי הכוס הריקה, בהתעלם מחצי הכוס המלאה.

3.58 **התשובה השלישית** על הביקורת שמטיחה הגישה הכלכלית בגישה החברתית היא שמדובר בשתי השקפות עולם שונות ומנוגדות אשר לא-אחת נדמה כי הן מדברות בשפות אחרות. אכן, ויכוח ישן ניטש בעולם בין שתי השקפות עולם מרכזיות. השקפת עולם אחת היא הקפיטליסטית, המאמינה בכוחות השוק החופשי כמשיאי הרווחה החברתית הכללית. לעומתה ניצבת ההשקפה הסוציאליסטית, הקוראת שלא לזנוח את הדאגה לשכבות החלשות ולקדם ערכי קיום בכבוד ורגישות למצוקות הזולת גם אם יבוא הדבר במידת-מה על חשבון הצמיחה הכלכלית. ההשקפה הקפיטליסטית מאמינה כי על מעצבי המדיניות הכלכלית להתמקד במסחר חופשי ובפיתוח השווקים. בעקבות זאת, הרווחה האנושית הכללית תבוא מאליה. הצמיחה המואצת תניב, בסופו של דבר, הזדמנויות כלכליות רבות יותר, שממן

136 ואולם, ראו Schwartz, לעיל ה"ש 69, הטוען כי דווקא ייקור האשראי יקשה על יזמים צעירים לממן את צעדיהם העסקיים הראשונים.

137 כאמור, חשש היזמים-בכוח יתעצם שבעתים בחברות הקטנות והבינוניות בשל דרישת הבנקים לקבל ערבות אישית של היזמים לחובות החברה. ראו לעיל פסקאות 3.48–3.49.

יוכלו ליהנות כל בני המין האנושי. לעומתה, הגישה החברתית מאמינה כי המטרה של צמיחה כלכלית אינה בהכרח חזות הכול. אף כי הכול היו רוצים בצמיחה כלכלית מתמדת לטובת המין האנושי, הסוציאליסטים עודם מאמינים כי מטרה זו אינה מקדשת את כל האמצעים. כלכלה דורסנית, המקדמת את הצמיחה באמצעות היעדרות מתמדת לבעלי ההון בלא שתיתן דעתה בינתיים על מצוקות החלשים בחברה ותוך שהיא מקריבה לא מעט מהם בבחינת "כורה כלכלי", אינה כלכלה ראויה בעיניהם. צדק חברתי בהווה קודם לצמיחה ולפירותיה העתידיים. הגישות המנוגדות לתכלית דיני חדלות הפירעון אינן אלא ביטוי אחד למחלוקת עמוקה ועתיקת יומין זו. ברור אפוא שיקשה לגישות אלה להסכים זו עם זו בסוגיות רבות. אמונת יסוד שונה אכן מביאה לידי מסקנות שונות. לפיכך, שיקול כגון ייקור האשראי עשוי לשמש כמצפן יחיד לחסידים הקפיטליסטים של כלכלת השוק, אולם אין לו משקל דומה לפי השיטה החברתית. ייקור האשראי אינו אלא נקודת מחלוקת בין שתי הגישות. הגישה החברתית תגרוס כי קיימים ערכים חברתיים אחרים אשר קידומם חשוב לא פחות, ואף יותר, ממחיר האשראי והאצת הצמיחה הכלכלית במשק.

ד. אימוץ גישה מאוזנת

1. הצגת הגישה

3.59 הדיון שהובא לעיל חשף את השוני בין שתי השקפות עולם ואת גישתן השונה למהותם של דיני חדלות הפירעון. האחת, הכלכלית, ממקדת את כל מבטא בהשאת ערך קופת החייב לנושיו. לפי גישה זו, השאת הערך תושג באמצעות כיבוד דקדקני ככל האפשר של הזכויות המקוריות של כל נושה, זכויות שרכש לפני חדלות הפירעון של החייב. על דיני חדלות הפירעון להצטמצם, לפי גישה זו, ככל האפשר ולהימנע משינוי טיב זכויותיהם של הנושים. עיקר תפקידם של דיני חדלות הפירעון הוא לספק מערכת דיונית קיבוצית לנושים השונים אשר תסייע להם להתגבר על בעיית הפעולה הקיבוצית. המסגרת הקיבוצית תשמר את ערכה של קופת החייב (המדולדלת ממילא) לשם פירעון הנותר על פי סדרי העדיפות המוכרים בדין.¹³⁸ ההשקפה הכלכלית מדירה רגליה מהתעסקות עם זכויות של גורמים הקשורים לחייב בקשר שאינו ניתן לכימות בתביעה כספית גרידא. לשיטתה, הגנה על עובדים, על בעלי מניות, על נושים חלשים יחסית, על לקוחות החברה וכדומה אינה חלק מדיני חדלות פירעון. המשבר הכלכלי חייב להיפתר אך ורק על פי אמת המידה הכלכלית של יעילות. כל קושי הנלווה לפירעון לנושים, כגון פיטורי עובדים, סגירת המפעל המקומי וכיוצא באלה, אינו מצדיק סטייה מן הקו העקיב: יש לשאוף רק להשאת הפירעון לנושים. שיטה זו מאמינה כי חרף הקשיים הנזכרים, הפסד הסובלים (לכאורה) מנקיטת קו פעולה נחרץ המשיא ערך לנושים ייצא, בסופו של דבר, בשכרם. שכר זה יבוא לידי ביטוי מראש, בשלב שבו נזקקות החברות למימון. כך יוזל מימון האשראי לעסקים, החיוני לשם

138 כפי שהראיתי לעיל, הפער הפנימי העיקרי בין בני הדור הראשון לגישה הכלכלית לבין בני הדור השני מתמקד בשאלה אם אופי הדין הקיבוצי יוגדר בחוק ויופעל על ידי יוזם ההליכים רק בשעה שהחייב כבר הפך לחדל פירעון, או אולי יינתן חופש לצדדים לבחור לעצמם מראש, לפני חדלות הפירעון, את אופיו של הדין הקיבוצי (כלומר, פירוק או הבראה) שיחול עליהם בעתיד.

פיתוחן של חברות רבות, ותואץ הצמיחה של חברות אלה. מעידוד הצמיחה כאמור ייצאו הכול נשכרים. ראוי לזכור זאת גם בשעה שחייב נקלע לחדלות פירעון.

3.60 מול ההשקפה הכלכלית-קפיטליסטית, ניצבת כאמור הגישה החברתית לדיני חדלות פירעון. גישה זו מקבלת אף היא את המטרה של שימור ערך קופת החייב והשאתו במידת האפשר לתועלת כלל הנושים. ברם, בשונה מן הגישה הכלכלית, הגישה החברתית אינה רואה במטרה זו את התכלית הבלעדית של דיני חדלות פירעון. לפי גישה זו, לצד המטרה של יעילות ניצבת גם אחריות חברתית כלפי קבוצות אשר במשא ומתן חופשי, לפני חדלות הפירעון, לעתים אינן מסוגלות להגן כראוי על ענייניהן. קבוצות אלה כוללות, בין השאר, את בעלי המניות בחברות הקטנות והבינוניות, את עובדי החברה, לעתים את לקוחותיה ולעתים את ספקיה, את הרשות המקומית אשר בשטחה מצוי עסקה של החברה, ואחרים. לפי השיטה החברתית, לא ניתן להתעלם מענייניהם של אלה. דיני חדלות פירעון מצומצמים, המתמקדים בנושים לבדם, חוטאים כלפי קבוצות אלה. לא ניתן לשעוט כל העת קדימה אל עבר היעד של עידוד הצמיחה ולהתעלם מן הנפגעים הנופלים חללים בדרך. אחריות חברתית מחייבת מתן משקל גם לעניינם של אלה, ואפילו במחיר פגיעה מסוימת ביעד היעילות. לפי שיטה זו אפוא נעשים דיני חדלות הפירעון מורכבים בהרבה, כאשר הם זירה להתנגשות בידועין של ערכים שונים וניסיון ליישב ולפשר ביניהם.¹³⁹

3.61 אישית, אני מכבד את ההשקפה הכלכלית-הקפיטליסטית ואת אמונתה בצמיחה כלכלית באמצעות משק חופשי המממן את עצמו והמזדהה עמה. עם זה, לא יהי חלקי עם מאמיניה האדוקים הרואים בעלויות המימון של הפעילות במשק את חזות הכול. המערכת החברתית מורכבת מקבוצות רבות של בני אדם בעלי יכולות שונות. לא הכול שפר חלקם, ולא כל המעורבים בפעילות הכלכלית במשק ניצבים בעמדת כוח. לא הכול מסוגלים לכלכל מראש ולטווח ארוך את כל הסיכונים הכרוכים בפעילותם ולהתקין עצמם, בין באמצעים חוזיים ובין באמצעות גיוון השקעותיהם, לסכנות חדלות הפירעון. צודקים בעיניי אנשי הגישה החברתית בגלותם רגישות ופתיחות כלפי כל נפגעי התאונה הכלכלית ששמה חדלות פירעון. מחיר חדלות הפירעון בעבור עובד ותיק של חברה, בעבור לקוחות של חברה בנייה, בעבור ספקים קטנים של רשת קמעונאית גדולה, בעבור נושים נזיקיים של חייב שאינו מבוטח, או בעבור המייסדים של חברה משפחתית ותיקה, הוא מחיר חברתי כבד וקשה.¹⁴⁰ לדעתי, הללו יישאו בתוצאותיה של חדלות הפירעון באופן קשה ואישי הרבה יותר מאשר מוסדות פיננסיים, אשר הפסדיהם בחדלות הפירעון של לקוח אחד עשויים להתקזז, ויותר מכך, עם רווחיהם מפעילותם עם לקוח אחר. כלכלה ערכית, ראויה ומתקדמת, חייבת, לשיטתי, לגלות רגישות לקשיים כאמור, גם אם לא ניתן לכמת על נקלה קשיים אלה ולהופכם לערך כספי נקוב על גבי גיליון חישובים.

3.62 לשיטתי, הוזלת מחיר האשראי היא יעד חשוב, אך אינה חזות הכול. כמו בענף הביטוח, ניתן להשקיף על אחדות מהוראות דיני חדלות הפירעון, המבטאות שיקולים חלוקתיים, כעל הוראות

Donald R. Korobkin, *Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy*, 91 COLUM. L. REV. 139 .717, 762 et seq. (1991)

140 ראו ביתר הרחבה את הדיון לעיל בפסקאות 3.38 ואילך.

שנועדו לגונן מבחינה כלכלית על גורמים, כגון בעלי המניות, העובדים ואחרים, תמורת תשלום מחיר מראש. תשלום זה יבוטא בעלייה יחסית במחיר האשראי, אולם ייתכן כי, כמדיניות, ראוי לשלם את המחיר הזה. אכן, רשת הביטחון שדיני חדלות פירעון פורשים היא ביטוח מסוים לקבוצות העניין שאינן מסוגלות לשאת בסיכוני הכישלון העסקי, בעיקר בשל חוסר יכולתן המעשית לגוון סיכונים אלה.¹⁴¹ מדיניות רגישה תעודד ביטוח לקבוצות עניין אלה, אף שרכישת הביטוח מן הנושים תגולם במחיר האשראי. ואמנם אפילו אחדים מחלוצי הגישה הכלכלית לדיני חדלות הפירעון מיתנו את עמדתם המקורית והודו כי ראיית דיני חדלות הפירעון כדינים שנועדו לפתור את בעיית הגבייה הקיבוצית של הנושים בלבד היא ראייה פשטנית, אולי אפילו שטחית מעט.¹⁴² חלקם ביקש להעשיר את התפישה בדבר "הסכמת הנושים" כבסיס להבנת דיני חדלות הפירעון כהליך גבייה קיבוצי. תפישתם המעורבנת מבקשת לקרוא אל תוך הסכמת הנושים המשוערת גם הסכמה למנגנון חלוקת סיכונים בין הנושים לבין בעלי המניות, בבחינת ביטוח בעלי המניות, תמורת ייקור בידועין של מחיר האשראי.¹⁴³ לשיטתי, הביטוח החברתי הגלום בדיני חדלות פירעון נועד לא רק לבעלי המניות, כי אם לקבוצות עניין נוספות כפי שפורט לעיל.

3.63 ערכיתה של חברה אנושית ולכידותה נבחנות, לדעתי, דווקא בשעת משבר. חדלות פירעון היא משבר כלכלי. לעניות דעתי, דווקא כלכלה קפיטליסטית, הנשענת על ערכי קידוש הפרט וחירותו, שבה המדינה מפריטה את מרבית השירותים והתשתיות ומבקשת להתקלף את מאחוריות לתעסוקת תושביה ולכלכלתם, היא הזקוקה לדיני חדלות פירעון הרגישים למצוקות האנושיות גם כשמדובר בפעילות של אישיות משפטית כחברה.¹⁴⁴ ככל שהמשק הישראלי הופך בשנים האחרונות לקפיטליסטי יותר, עובר לכלכלת שוק חופשי אמיתית, וערכי הרגישות החברתית שאפיינוהו בעבר הולכים ונפרמים, זקוקים רבים במשק, יותר מאי פעם, לרשת ביטחון חברתית למצבי משבר כלכלי של העסק שהם קשורים אליו.¹⁴⁵ ברוח ההפרטה והמשק החופשי, ראוי כי רשת ביטחון זו תיפרש במגזר הפרטי. אם המגזר הפרטי יודע לכלכל את ניהול העסקים טוב יותר מן המגזר הציבורי, יתכבד וישיא גם באחריות לתוצאות פעילותו.¹⁴⁶

3.64 אכן, בעיניי אין זה מקרה שמכל מדינות העולם דווקא ארצות-הברית חוקקה דיני חדלות פירעון הנותנים לחברות הזדמנות של ממש להבריא את עצמן בטרם תונף עליהן המאכלת. פרסומו העולמי של

141 על תפישת דיני חדלות הפירעון כרשת הגנה חברתית לחייבים ראו, למשל, Joseph Spooner, *Seeking Shelter in Personal Insolvency Law: Recession, Eviction, and Bankruptcy's Social Safety Net*, 44 J. L. & Soc. 374 (2017).

142 Douglas G. Baird & Randal C. Picker, *Simple Non-*; 164–162 בעמ' 32, Jackson & Scott, *Cooperative Bargaining Model of Corporate Reorganizations*, 20 J. LEGAL STUD. 311 (1991).

143 Jackson & Scott, לעיל ה"ש 32, בעמ' 164–167.

144 Elizabeth Warren, *Why Have a Federal Bankruptcy System*, 77 CORNELL L. REV. 1093 (1992).

145 כדברי האסטרונוט ומנכ"ל חברת התעופה Eastern Airlines לשעבר, פרנק בורמן, "Capitalism without bankruptcy is like Christianity without hell" – מובא אצל Ponoroff, לעיל ה"ש 1, בעמ' 190.

146 Luigi Zingales, *Why Paulson is Wrong*, 5 THE ECONOMISTS' VOICE, Issue 5, Article 2 (Sep. 2008), available at: <http://www.bepress.com/ev/vol5/iss5/art2>.

Chapter 11 לחוק חדלות הפירעון האמריקני אומר "דרשני". מדוע דווקא ארצות-הברית, הנושאת ברמה את נס השוק החופשי ואשר כל פרט בה דואג לגורלו האישי, היא המעניקה הזדמנות שנייה לחברות כושלות? מדוע דווקא בית המשפט העליון של ארצות-הברית רואה ב-Chapter 11 מכשיר חשוב להשגת היעד החברתי של שמירת התעסוקה של העובדים?¹⁴⁷ ומדוע, לעומת ארצות-הברית, תתאפיין דווקא ארץ כשוודיה בדיני חדלות פירעון המקמצים במתן הזדמנות נוספת לחברה שנקלעה לחדלות פירעון?¹⁴⁸ אין זה אלא שדיני חדלות פירעון ערכיים כ-7, 11, 13 – Chapters – השוקלים בין השאר גם את טובתם של חייבים בשר-ודם ואת טובתן של קבוצות אנשים מסוימות בתאגיד מלבד קבוצת הנושים הכספיים – חיוניים כאמצעי משלים לכלכלה הקפיטליסטית-היחידנית. רשת הביטחון שמעניקים דיני חדלות הפירעון בשעת משבר היא המאפשרת התנהלות כלכלית חופשית לפני משבר. דיני חדלות הפירעון נראים לי כביטוי האחרון להזדהות החברתית עם מצוקותיהם של אלה שנפלו ולתמיכה בהם. לעומת זאת, במדינות בעלות מאפייני משטר וכלכלה חברתיים (סוציאליסטיים, בלע"ז) יותר, כגון שוודיה, החשש מפני פגיעתה הרעה של חדלות פירעון בגורמים השונים הקשורים לחברה פוחת. התמיכה החברתית העוטפת, מחוץ לדיני חדלות הפירעון, קספּקּת.¹⁴⁹

3.65 מדברים אלה אין להסיק כי גישתי זונחת את יעד היעילות הכלכלית של השאת הפירעון לנושים והזלת מקורות האשראי במשק. כלל וכלל לא. אני סבור כי יעד חשוב שדיני חדלות הפירעון נועדו לקדם הוא אמנם השאת הפירעון לנושים. יעד זה חשוב לביטחון העסקי ולקידום המסחר במשק. אמון נושים במערכת משפט שתכבד את זכויותיהם נדרש לשם קיומן מלכתחילה של עסקאות. בקרב עסקאות אלה בולטות בחשיבותן עסקאות מימון בדרך של אשראי. כפי שיוצג בפרקים חמישי ושישי, האשראי הבנקאי עודנו המקור העיקרי למימון העסקים הקטנים והבינוניים במשק הישראלי. על כן, יהיה נכון לשקול בדיני חדלות פירעון את השפעותיה של כל הוראת דין על הספקת האשראי במשק ועל מחירו. עם זה, גישתי היא כי חרף חשיבותו, היעד של היעילות הכלכלית האמור אינו היעד היחיד בלעדיו אין. לטעמי, דיני חדלות הפירעון אוצרים בחובם ערכים חברתיים נוספים המבטאים היבטים חלוקתיים בנוגע לקבוצות השונות הקשורות לחברה העסקית.

3.66 לפיכך, אני ניגש לדיני חדלות פירעון בדחילו ורחימו. עמדתי בנדון היא עמדה ערכית מורכבת שבה מתגושים תדיר ערכי יעילות כלכלית, הנמדדים לפי גובה החובות הכספיים של החייב, עם ערכים חברתיים נוספים המבקשים לתמוך בקבוצות עניין נוספות, אשר מידת עניינן בחברה קשה לתרגום לשיעור כספי מפורש. בהכירי בחשיבות עניינן של קבוצות אלה ובצורך להגן עליהן, דווקא בתנאי כלכלה חופשית, אבקש לאזן כל העת בין השאיפה להשאת הערך מזה, לבין השאיפה לקדם את הערכים החברתיים הנוספים – מזה.

147 ראו, למשל, NLRB v. Bildisco & Bildisco, 465 U.S. 513 (1984).
 148 Per Stromberg, *Conflicts of Interest and Market Illiquidity in Bankruptcy Auctions: Theory and Tests*, 55 J. FIN. 2641 (2000). עוד על הדין בשוודיה ראו להלן בפסקה 22.8.
 149 ראו גם Hortense Trendelenburg, *Discharge in Germany from an International Point of View*, 9 INT'L INSOL. REV. 111, 117 (2000).

בעניין זה אני רואה עין בעין עם בית המשפט העליון. בעניין ברית פיקוח לקואופרציה החקלאית העובדת בע"מ¹⁵⁰ פרש בית המשפט העליון את משנתו בדבר השיקולים שיש לשקול לפני חריצת גורלה של חברה הנתונה בקשיים כספיים. וזו לשונו של בית המשפט שם:¹⁵¹

"למרות שלא תמיד ניתן למנוע את חיסולה של חברה או של אגודה שיתופית שנקלעה לקשיים, יש במקרים מסוימים להסדר נושים יתרונו רבים על פני הפירוק, והוא עשוי לגרום לכך שהנושים יקבלו בסופו של דבר סכום גבוה יותר מן החברה או מהאגודה השיתופית וימנעו ממנה, מעובדיה ומצדדים שלישיים הפסד כספי והרס מקור הפרנסה. אין ספק שהדרך הקצרה, עת חדלות-פירעון, היא דווקא מתן צו לפירוקה של החברה. בהליכי פירוק ופשיטת רגל אין קל ופשוט יותר מעצירת ההתדרדרות ברגע מסוים ולממש את המעט שנותר ולחלק שיירים לנושים, שעל-פי רוב מובטחים הם ובעלי זכות קדימה על חשבון הנושה הבלתי מובטח, חסר ההגנה. אולם קיצורי דרך שכאלו מחטיאים לעתים קרובות את המטרה. הליך שכזה אינו תמיד הדרך הנאותה לא מבחינה משפטית ולא מבחינה כלכלית. לא זו הייתה כוונת המחוקק, ולא זו הדרך שתניב תועלת למשק, בכלל, ולנושיה של החברה, בפרט. ודוק, ישנם מקרים שאכן פירוקה של החברה או של האגודה השיתופית הוא הפתרון האופטימלי, אך כדי להגיע למסקנה שכזו יש תחילה לבחון ביסודיות את האופציות האחרות העומדות על הפרק ולפסול אותן בזהירות..."

עת עומדת בפנינו הצעת נושים, שיקום או ארגון מחדש של חברה או אגודה שיתופית, יש לערוך איזון אינטרסים, שתכליתו בחינת מאזן הרווח וההפסד של כל הצדדים המעורבים, הן במישרין והן בעקיפין. בעת עריכת מאזן זה יש לתת משקל ראוי לטובת החברה, הציבור, בעלי המניות והעובדים, מחד, ולטובת הנושים וזכאותם לקבל את כספם, מאידך."

האיזון הנדרש קשה ליישום. כאמור, הערכים החברתיים אינם מתורגמים לערכים כספיים מוגדרים. ממילא, ייעדר מן האיזון דיוק מדעי, אך זהו טבעו של משפט. הוא אינו מדע מדויק. תפקידו של משפט צודק הוא לבטא את מכלול הערכים הכרוכים בסוגיה תוך כדי חתירה מתמדת למציאת שיווי המשקל של "וחי בהם". שיווי משקל כאמור לא יוכל לכבד לחלוטין את עניינה של קבוצה אחת או את עניינה של רעותה. יש בו מן הפשרה. אולם, בסופו של דבר, זהו עניין של מידתיות. אין לגשת להתנגשות ערכים כאל קרב של "הכול או לא כלום". אם כל אחד ייצא כשחלק מתאוותו בידו, יוכל להתקיים שיווי

150 עניין זידאן, לעיל ה"ש 107.

151 שם, בעמ' 550. ראו גם ע"א 673/87 סאלח נ' מפרק פרץ את איסר חברה לבנין והשקעות בע"מ (בפירוק). פ"ד מג(3) 57, 68 (התשמ"ט-1989) ("ככל שניתן להציל עסק מהתמוטטות יש לחתור לכך בזהירות ובאחריות אך תוך תעוזה ותושייה. ככל שמתאפשר חיסולו ההכרחי של עסק תוך כדי ניהולו כעסק פעיל חי ותוסס על-ידי המפרק, הנאמן, כונס הנכסים, וזאת בהשגחת בית המשפט ובהדרכתו, כן ייטב לנושים ולמשתתפים בחברה או לפושט הרגל כפרט. בעשייה כזו מממשים את תכלית החוק. בגישה האמורה, ככל שרק תהיה ישימה, בנסיבות המקרה, מקדמים תוצאה צודקת"); יחיאל בהט "ארגון מחדש של חברות כושלות" מחקרי משפט ז 221 (התשמ"ט).

משקל משפטי מעשי. כאשר כל אחד מקריב דבר-מה בעבור המכלול, יש לפנינו מערכת הנתפשת בעיני המשתתפים כהגונה.¹⁵² השאלה העיקרית, כמובן, היא איזה חלק מכל תאוותה תקבל כל קבוצת עניין ועל איזה חלק תידרש לוותר. שאלה זו תחזור ותעלה בסוגיות שונות בחלקיו הבאים של הספר. המפתח לפתרונה יהיה שימוש בשכל הישר והסתמכות על הניסיון המשפטי המצטבר בישראל ובעולם.

2. משמעויות הגישה

(א) זהירות בציווי על פירוק

3.67 גישתי תבוא לידי ביטוי, בראש ובראשונה, בנכונותי לאפשר לחברות לעבור הליך של הבראה ובהסתייגותי מחיסול מיידי ומובן מאליו של חברה בקשיים. הליך ההבראה עשוי לענות על תכליות מספר: ראשית, גלוי וידוע שהוא עשוי לקדם את הערכים החברתיים של הגנה על קבוצות העניין החלשות. שנית, הוא עשוי לקדם גם את התכלית הכלכלית של השאת הערך לכלל הנושים. אם תכלית זו תוגשם, דומה כי לא יהיה מי שיחלוק על עליונותו של הליך ההבראה. ברם, כפי שכבר הובהר בפרק ראשון, שני גורמים יצטרפו כאן לחידוד ההתלבטות על אודות הבראת חברה, מלבד הערכים החברתיים: האחד הוא חוסר הוודאות בדבר מצבה הכספית של החברה ובדבר התחזיות לשיעור רווחיותה בעתיד. השני הוא קיומו של ניגוד עניינים מובנה בין הנושים הכספיים לבין עצמם, בגלל סדרי העדיפות השונים שהם זוכים להם.¹⁵³ לפיכך, המלצות ונקיטת עמדות של נושים בראשית הליכי חדלות הפירעון של חברה, קל וחומר בהתניה חוזית עובר להליכים אלה, עלולות לנבוע מהעדפתו הפרטית של כל נושה ואין הן משקפות בהכרח את תועלתם של כלל הנושים. על כן, מרבית תיקי חדלות הפירעון מעוררים בראשיתם בעיקר ספקות ותהיות בדבר הדרך הראויה בשלב זה לחברה – פירוק או הבראה. **בנסיבות של ספק, יסייעו, לשיטתי, השיקולים החברתיים להטות את הכף אל עבר מתן הזדמנות להבראה.** הזדמנות זו תסויג בסייגים משפטיים שיצמצמו את פגיעתה הרעה של ההבראה אם יתברר כי היא לא צלחה. עם זה, בשלב שבו מובהר למקבל ההחלטות, היינו לבית המשפט, כי התחזית העסקית של החברה אינה ורודה ועם כל הרצון הטוב המשך עסקיה אך יחמיר את מצבה עוד יותר, יש לפעול לפי שיקול היעילות הכלכלית. לפיכך, אם חוסר היתכנותה הכלכלית של חברה מתחוויר לבית המשפט באופן משכנע במהלך קידום הליך ההבראה, יש לעצור את ההליך בעודו באיבו ולהסב אותו להליך פירוק.¹⁵⁴ **כשמתפוגג הספק, אין להסס ויש לצוות על פירוק החברה** – חרף הכאב החברתי הכרוך בדבר.

152 Gary E. Bolton & Axel Ockenfels, *A Theory of Equity, Reciprocity and Competition*, 90 AM. ECON. REV. 166 (2000). ראו גם Armin Falk & Urs Fischbacher, *A Theory of Reciprocity*, 54 GAMES & ECON. BEHAVIOR 293 (2006) (המחברים טוענים כי צדדים יגיבו על פעולות הצדדים האחרים בדרך הגמול, בנתחם הן את תוצאותיהן של פעולות הצדדים הראשונים והן את כוונותיהם. לפיכך, ככל שצד ייתפש כמי שמוכן לוותר למען המכלול, הוא ימצא נכונות הדדית לוותר אצל הצד האחר).

153 לעיל פסקה 1.5.

154 דברים אלה מתאימים אף באותם מקרים מועטים, באופן יחסי, שבהם חוסר ההיתכנות הכלכלית מחוויר כל צורכו כבר בשלב פתיחת ההליך. ראו פר"ק (מחוזי מרכז) 54665-06-12 בעניין **טאו תשואות בע"מ** (עמדת הכונס הרשמי) (פורסם בנבו, מיום כ"ה אדר התשע"ג, 7.3.2013).

(ב) דחייתה של גישת הדין המרשה

3.68 משמעות נוספת לגישתי היא התנגדותי להפיכתם של דיני חדלות הפירעון לדין מרשה. הובאו לעיל ביקורות שונות על גישת בני הדור השני לגישה הכלכלית הקוראים לאימוץ דיני חדלות פירעון כדין מרשה בלבד.¹⁵⁵ מלבד האמור בביקורות אלה, ברי כי כאשר ערכים חברתיים-חלוקתיים מעורבים בדיני חדלות פירעון, אין מקום להתנות עליהם בחוזים.¹⁵⁶ אחדות מן הקבוצות הטעונות הגנה חברתית, כגון עובדי החברה או לקוחותיה, אינן מוזכרות כלל בהתניות החוזיות של המלווים הכספיים. אף קבוצות אחרות, כגון ספקים ובעלי מניות, אינן צד שווה ערך למוסד פיננסי בגיבוש ניות חוזיות מעין אלה. הן אינן חלק מן החישוב החוזי. חישוב זה הוא חישוב פרטי של המלווים הכספיים. לפיכך, אין לתת להתניות חוזיות על אודות הצעדים שיינקטו, אם יגיע החייב למצב של חדלות פירעון למלווה הכספי, משקל בלעדי בהכרעה בעניין גורל החייב, כל עוד לא נשקל גם עניינן של יתר הקבוצות. שקילה כאמור אפשרית רק בדיון בפתחת הליך חדלות הפירעון המתקיים בבית המשפט. רק שם תוכל כל קבוצה לפרוש את עניינה. לפיכך, אין לעקר דיון כאמור באמצעות התניה חוזית המשרתת את עניינה של אחת הקבוצות, ולא בהכרח את הטובה הכללית של כל הקבוצות.¹⁵⁷

(ג) רגישות לעניין העובדים בהליכי הבראה

3.69 משמעות שלישית לגישתי תבוא לידי ביטוי בעת אישור הליך ההבראה. לעתים יתמודדו מתמודדים אחדים על רכישת השליטה בחברה. כל מתמודד עשוי להגיש תכנית הבראה משלו. תכניות אלה עשויות להיות שונות בתנאיהן. ייתכן שכל תכנית תתבסס על הערכת שווי שונה למכלול משאבי החברה. בהתאם, שיעור הפירעון לנושים עשוי להיות שונה. גם אופן הפירעון לנושים ותזמון הפירעון עשויים להיות שונים. התכניות המוצעות עשויות להיבדל זו מזו אף באשר להעסקה העתידית של עובדי החברה. ייתכן שמציע תכנית המציגה שיעור פירעון גבוה יותר לעובדי החברה, לא יתחייב להעסיק עובדים ותקים של החברה. לעומתו, מציע תכנית אחרת, המציגה שיעור פירעון נמוך יותר לנושים, יתחייב להעסיק בחברה הנתונה בהליכי הבראה מספר נכבד מעובדי החברה. שיטתי, המקנה משקל אף לשיקולים חברתיים כגון העסקת עובדי החברה, תגלה רגישות למשתנה זה בקביעת התכנית

155 לעיל פסקאות 3.30–3.34.

156 Jackson & Scott, לעיל ה"ש 32.

157 ועדת אנדרון המליצה כי בהסכמי המימון של נושים פיננסיים יותנה מראש כי בהתקיים אירוע מותנה מוגדר (תניה פיננסית) יזכו הנושים למנות נציג מיוחד מטעמם לדירקטוריון החברה (קרי: השלב השני בהמלצות הוועדה), וכי בעת הפרת תשלום מצד החברה יידרשו הנושים לפנות לבית המשפט לשם מינוי בעל תפקיד שיחליף את נושאי המשרה בחברה וידחוק מהשפעה את בעל השליטה בה. ראו המלצותיה של ועדת אנדרון, פרק 7 המלצה א.1. ודוקו: המלצותיה של ועדת אנדרון אינן סותרות את עמדותי נגד התניה חוזית על דיני חדלות הפירעון. ההמלצות מתעלות את הנושים להידרש לדיני חדלות הפירעון ולהשתמש בהם במסגרת המשפטית. ההמלצות מותירות לבית המשפט את שיקול הדעת לבחון אם, בנסיבות המשבר של החברה הנדונה, יש מקום לאפשר לה להתקדם במסלול של הבראה או שמא יש לצוות על פירוקה. בית המשפט יכריע בשאלה זו לפי הנתונים הכלכליים (והחברתיים) הנפרשים לנגד עיניו באותה שעה, ולא על פי התניה חוזית כלשהי שהתנו נושים מסוימים עם החברה בעת מימונה.

שתאושר לבסוף על ידי בית המשפט. אמנם המשקל העיקרי בקביעת התכנית הזוכה יוסיף ויהיה שיעור הפירעון הכללי לנושים. ברם, אף לשיקולי התעסוקה יינתן משקל בהחלטה הסופית. עניין זה יידון ביתר הרחבה בפרק עשרים-וארבעה.¹⁵⁸

(ד) רגישות לעניין בעלי המניות בחברות משפחתיות בהליכים של חדלות פירעון

3.70 משמעות רביעית לגישתי היא שיש לגלות רגישות והבנה למצוקתם של בעלי מניות בחברות המשפחתיות. כאמור, בעלי מניות השולטים בחברות אלה נענים לדרישת המלווים ונותנים ערבויות אישיות בסכומים ניכרים לשם הנעת עסקי החברה. ערבות זו מרוקנת מתוכן את מרבית ההגנה הגלומה בהפרדה המשפטית בין אישיות החברה לבין בעלי מניותיה. עקב הערבות האישית, מצוקתה הכספית של החברה הופכת לא-פעם, הלכה למעשה, אף למצוקתו האישית של בעל המניות. לפי גישתי, יש מקום לגלות רגישות גם למצוקה כספית זו ולהתמודד עמה במשולב עם ההתמודדות המשפטית עם קשיי החברה.¹⁵⁹ בין שתיכנס החברה להליך של פירוק ובין שתיכנס להליך של הבראה, יש מקום לשקול איחוד הדיון בהליך האמור עם הטיפול במצוקתו הכספית של בעל המניות אשר נדרש לפרוע את ערבותו. עניין זה יידון בהרחבה בפרק שנים-עשר להלן.¹⁶⁰

3.71 הרגישות וההבנה למצוקתם של בעלי מניות הן ראויות דווקא בהקשר של חברות משפחתיות. לעומת זאת, עניינם של בעלי שליטה בחברות הציבוריות הוא שונה. בעלי השליטה בחברות הציבוריות מחזיקים לא-פעם במניות של החברות הנשלטות באמצעות שרשור החזקות, דרך חברות פרטיות שבשליטתם. נוסף לכך, בעלי השליטה בחברות הציבוריות מממנים את רכישת השליטה בחברה באמצעות מינוף ואשראי אשר מונח בהמשך הדרך כאבן ריחיים על צווארי החברה. בעלי שליטה רבים בחברות הציבוריות אף אינם ערבים באופן אישי לחובותיה של החברה הציבורית. בנסיבות אלה, שבהן המגרש העסקי מאוזן בין בעלי השליטה מזה, לבין הנושים מזה, הרגישות החברתית לעניינם של בעלי השליטה בחברות הציבוריות פוחתת. הישרדותם כבעלי מניות בחברה שבקשיים או פליטתם מהחזקותיהם צריך שיישקלו על פי שיקולים כלכליים-עסקיים.¹⁶¹

ה. שמיטת חובות לחייבים בשר ודם

3.72 השאלה מהי תכלית, או מהן תכליות, של דיני חדלות הפירעון, עשויה להצית מחלוקות עיוניות כבדות משקל. מחלוקות אלה, בין האוחזים בגישה כלכלית-קפיטליסטית לבין האוחזים בגישה חברתית, נדונו לעיל. בולט מן הדיון האמור כי המחלוקות מתמקדות במידה רבה בחדלות פירעון של

158 להלן פסקאות 24.22–24.24.

159 רגישות נוספת מבחינת בעל המניות בחברה משפחתית, היא חששו מקריסת "מפעל חייו". ההתמודדות עם עניין זה תיעשה לפי השיקולים שהוזכרו בעניין המשמעות הראשונה לגישתי. כל עוד יש ספק בדבר התוחלת הכלכלית של החברה, ראוי כי בית המשפט יגלה זהירות בטרם יצווה על פירוק סופי של חברה כאמור.

160 להלן פסקאות 12.59–12.70.

161 על שיקול דעתו של בית המשפט באישור תכנית ההבראה ראו להלן פרק עשרים-וארבעה.

תאגידים עסקיים. עם זה, דומה כי בעניין אחד, מהותי מאין כמותו, נופלות חומות המחלוקת בין תפישות עולם אלה. עניין זה הוא הטיפול הראוי בחייבים בשר ודם שירדו מנכסיהם ונקלעו לחובות שאין הם מסוגלים לשלם. מתברר כי בעניין זה אף חסידים מובהקים של הגישה הכלכלית-הקפיטליסטית סוברים כי יש מקום לשחרר חייבים כאמור ממעגל החובות באמצעות הפטרם מחובותיהם הבלתי פרועים.¹⁶² רבים מסכימים כי יש טעם של ממש בשמיטת חובות וכי בהקשר של חייבים בשר ודם זוהי תכלית חשובה ועיקרית של דיני חדלות הפירעון.

3.73 הנימוקים שביסוד הצדקתה של שמיטת החובות לחייבים בשר ודם עשויים להשתנות. יש נימוקים חברתיים ולצידם – נימוקים כלכליים-תועלתניים.¹⁶³ בין כך ובין כך, שמיטת החובות קונה לה שביטה איתנה כעיקרו של הליך חדלות פירעון של חייב בשר ודם. אמנם, גם תכלית זו של דיני חדלות הפירעון זוכה לביקורות שונות ויש המבקשים להרהר אחריה. ברם, קריאת תיגר זו אינה נובעת מהשקפת עולם עיונית. עיקר החשש של המתנגדים לשמיטת החובות הוא מפני ניצול לרעה של דיני חדלות הפירעון וההשלכות השליליות האפשריות על כלל המשק. כלומר: המחלוקת בין המצדדים בשמיטת החובות לבין מתנגדיה היא בעיקרה מחלוקת בקריאת המציאות ובמידת החשש שיש ליחס להשתרבותם של חוסר יושר ושל מרמה אל תוך עולם חדלות הפירעון. סוגיה זו תידון בהרחבה להלן בשער חמישי.

3.74 לסיכום הדיון בתכליותיהם של דיני חדלות הפירעון חשוב להדגיש כי שמיטת החובות היא ללא ספק תכלית עיקרית של דינים אלה. זו תכלית המבליטה את עניינו ואת גורלו של החייב, מלבד הדאגה המוצדקת לעניינם הקיבוצי של הנושים והחלוקה ההוגנת ביניהם של משאבי החייב הזמינים. יפים בעניין זה דבריו של השופט חיים כהן:¹⁶⁴

“אילולא היו קיימים הליכי פשיטת-רגל, צריך היה להמציאם למטרה זו, להציל אסיר מידי אוסריו. אילולא מוצא יחיד זה הפתוח לפניו, אין לו לאחיק האביון אשר 'יכולתו' לשאת בתשלומים חדשים נקבעה סופית בצו היושב-ראש, דרך אחרת להימלט ממאסר.”

JACKSON, לעיל ה"ש 1, עמ' 225–252.

Report on the Treatment of the Insolvency of Natural Persons, INSOLVENCY AND CREDITOR/DEBTOR REGIMES TASK FORCE, THE WORLD BANK (2014).

164 ע"א 501/67 כונס הנכסים הרשמי נ' ולנסי, פ"ד כב(1) 23 (התשכ"ח-1968).

דיני חדלות פירעון הנוהגים בישראל

א. מבוא

4.1 בתחום חדלות הפירעון בישראל משמשים בערבוביה מושגים משפטיים שונים, ורבים מן ההדיוטות – ולעתים אף העוסקים בתחום – מחליפים בין מושגים אלה בלי הבחן. כך, למשל, יכולה החייב עצמו לעתים "חייב", לעתים "חדל הפירעון", לעתים "פושט הרגל". ההליכים המשפטיים הנוגעים לתחום מוחלפים תדיר זה בזה גם הם. יש לבחון מהו ההבדל בין "פשיטת רגל"¹, "פירוק", "כינוס נכסים". המונחים "הבראה", "הקפאת הליכים", "הסדר נושים" או "הסדר חוב" טעונים גם הם ליבון והבהרה. לצד מונחים עיקריים אלה, ישנם מונחים המתייחסים להליכי המשנה או להליכי הלוואי, כגון "פירוק זמני", "כינוס נכסים זמני", "כינוס מפעיל", "קדם-מפרק", וכדומה.

מאז פרוץ המשבר הפיננסי העולמי בשלהי שנת 2008, ועל רקע תוצאות המשנה שלו בשוק ההון המקומי,² עבר תחום חדלות הפירעון לקדמת הבימה והתודעה בישראל. יוזמות החקיקה בתחום, בשנים האחרונות, הן רבות. בראש יוזמות אלה ניצב חוק חדלות פירעון שנחקק זה לא מכבר. נוסף לכך, קיימת גם הסדרה מינהלית עניפה.³ עדיין, כשורך המהומה סביב התחום, נותרת השאלה באשר להליכים המשפטיים הננקטים: האם קיים דין עקיב הפועל את פעולתו משהפך חייב לחדל פירעון? או שמא כל שיש כאן הוא אוסף של הליכים דיוניים מקבילים, ועיקר מרצם של הצדדים המתדיינים מופנה לניסיון לטרפד הליך אחד ולכוון את החייב להליך החלופי? האם תמצית השליטה בהליכים המשפטיים היא אמנות התמרון ביניהם? האם עיקר ההוצאות המשפטיות יושקע (תרתי משמע) במירוץ סמכויות דיוני? שאלות דומות מתעוררות אף באשר לבעלי התפקידים המכהנים בהליכים האמורים: מה ההבדל בין מפרק, כונס נכסים, נאמן בהקפאת הליכים, נאמן להסדר נושים, מנהל מיוחד, מומחה להסדר חוב, ועוד?

- 1 מונח זה מתייחס להליך המשפטי הקיבוצי של חייב בשר ודם שהוא חדל פירעון, כפי שהוסדר בפקודת פשיטת הרגל. חוק חדלות פירעון נוטש מונח זה ועוסק בהליך של חדלות פירעון, בין לחייב בשר ודם ובין לחייב שהוא תאגיד.
- 2 על המשבר הפיננסי והשפעותיו בישראל ראו להלן פרק שישי.
- 3 כך, למשל, הממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון יזם הסדרה מינהלית של היבטים שונים הנוגעים לזכויותיהם של נושים פיננסיים בעת שחייביהם חווים קשיים בפירעון חובותיהם. ראו, משרד האוצר – אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, חוזר גופים מוסדיים 3-9-2010 הוראות לעניין השקעת גופים מוסדיים באיגרות חוב לא ממשלתיות (ג' אב התש"ע, 14.7.2010).

4.2 דומה שסידור המונחים ופישוטם עשויים לסייע רבות להבנה עניינית של התחום. הפישוט אף יפנה את המאמץ המשפטי לעבר הדין המהותי ואל שיקולי המדיניות הגלומים בו. המאמץ המשפטי ייוחד לסוגיות ענייניות במקום למאבקים דינאיים בין בעלי תפקידים שונים המנסים לטרפד האחד את מהלכי רעהו, והכול למען העניין הכספי של הנושה המבקש את מינוים. ראשיתו של פרק זה תיוחד אפוא לסקירה מושגית מפורטת. המשכו יתאר את ההתפתחות המשפטית ההיסטורית של דיני חדלות הפירעון בישראל.

ב. מילון מושגים

סקירת מילון המושגים הבסיסיים בתחום תמקד במונחים העיקריים מכול. מונחים אלה הם:

- (א) חדלות פירעון.
- (ב) פירוק.
- (ג) הבראה.
- (ד) כינוס נכסים.
- (ה) בעלי תפקידים.

לצורך ההבהרה המושגית של מונחים אלה אבדיל, לפי הצורך, בין מונחים אלה לבין מונחים נוספים, דומים בשמם, אך שונים מהם מבחינה עניינית.

1. חדלות פירעון

4.3 המשמעות הפשוטה של המונח "חדלות פירעון" היא נסיבות שבהן אישיות משפטית אינה מסוגלת לפרוע את חובותיה לנושיה.⁴ בשורשה, חדלות פירעון אינה מצב משפטי, אלא מצב כלכלי שהחייב נתון בו. ההתייחסות אל חייב כאל חדל פירעון מעידה על מצבו הכלכלי העובדתי. אין בה כל דבר המעיד על הסיבות להידרדרותו הכספית. הסיבות להידרדרות הכספית של החייב עלולות להיות שונות ומגוונות. ייתכן שחבות משפטית בלתי צפויה שניחתה עליו געעה ביכולת הפירעון שלו. ייתכן ששינויים כלליים בתנאי המימון הקשו עליו לחזור ולממן את עסקיו. חייב עלול להתדרדר לחדלות פירעון בשל משברים כלכליים זמניים הפוקדים ענף תעשייתי מסוים, מדינה מסוימת או אזור גיאוגרפי מסוים.⁵ לצד הסיבות השונות, שאינן תלויות בו עצמו, עלול החייב להתדרדר לחדלות פירעון אף בשל

4 לצורך פישוט הדיון נכנה להלן את האישיות המשפטית הניצבת מול נושיה בכינוי "חייב".

5 השינוי הכלכלי העולמי החמור מכול בשנים האחרונות הוא פרוץ המשבר הפיננסי העולמי בשלהי שנת 2008. חברות ישראליות גדולות, אשר התפרשו בעסקיהן ליבשות יעד נוספות ונפגעו מן המשבר העולמי, דוגמת אירופה וצפון אמריקה, חוו קשיים פיננסיים בישראל עקב המשבר העולמי האמור. ראו, למשל, פר"ק (מחוזי ת"א) 10344-11-09 בעניין אפריקה ישראל להשקעות בע"מ; פר"ק (מחוזי חי"י) 42082-05-14 בעניין צים שירותי ספנות משולבים בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ו אייר התשע"ד, 26.5.2014). על המשבר הפיננסי העולמי ראו להלן פרק שישי. על משבר של ענף כלכלי מסוים בישראל ראו, למשל, ת"פ (שלום י-ם) 3531/00 מדינת ישראל נ' אורה מושב עובדים להתישבות (פורסם בנבו, מיום כ"ח אלול התשס"ה, 2.10.2005) ("מושב אורה הוקם בשנות ה-50 כיישוב ספר, ופרנסתו התבססה רובה ככולה על חקלאות ובעיקר על ענף הלול, וזאת על פי האפשרויות שהיו פתוחות בפניו באותה עת.

אשם אישי. ייתכן שכשל ניהולי של החייב הביא לידי הפסדים לאורך זמן.⁶ חייב שהוסיף לנהל את עסקו על בסיס העדפת צרכניו דאשתקד, שינויים בשוק המוצרים, בהעדפות הצריכה, בטכנולוגיה הנלווית, וכדומה, עלולים להפוך את מוצרי העסק שלו למוצרים שאבד עליהם הכלח. כל עוד הוצאותיו תישארנה קבועות, פחות או יותר, צמצום המכירות עלול להביאו במוקדם או במאוחר לידי חדלות פירעון. גם עיסוק בטכנולוגיות המקדים את זמנו, כאשר חלק מן האתגרים הטכנולוגיים טרם נפתרו כל צורכם, בשילוב עם קשיי ניהול ומימון הכרוכים בפיתוח כאמור, עלולים להביא חברה לקריסה כלכלית.⁷ כמו כן, מגבלות הטמונות בהפעלה ובמימון שהן חלק ממדיניות ממשלתית מרחיבה וכוללת, כשהן מצטרפות לכשלים ניהוליים ולממשל תאגידי לקוי, עלולים לגרום למשבר כלכלי של חייב.⁸ לצד כל אלה, עלול חייב להפוך לחדל פירעון עקב מעשי רמייה במזיד. עסק אשר מוברחים ממנו נכסים בשיטתיות על ידי השולטים בו עלול להיות עם מצבת חובות הגדולה פי כמה מסך כל הנכסים המדולל שעוד נותר בעסק. בשלב מסוים הבועה מתפוצצת והכול מגלים לפתע כי הבור ריק, אין בו מים.⁹

4.4 מכל מקום, תהא הסיבה אשר תהא, המונח "חדלות פירעון" משמעו מצב עובדתי שבו חייב אינו מסוגל לקיים את התחייבויותיו. ריבוי ההתחייבויות הוא המודגש. חדלות פירעון היא מצב כלכלי שבו החייב סובל מחוסר יכולת לקיים התחייבויות לנושים שונים. ככלל, אי קיום התחייבות כלפי נושה אחד מני רבים אינו עולה כדי חדלות פירעון.¹⁰ כפי שכבר הובהר בראשית הפרק הראשון, חדלות פירעון היא הנסיבה שבה קיים משבר של יחיד (החייב) מול רבים (הנושים).

- בתחילת שנות התשעים, עם התמוטטות ענף הלול, פרנסת המושב נפגעה ומבני הלול בכל המושב, לרבות המבנים נשאו כתב האישום ננטשו, נותרו מיותמים ואף הפכו למטרד בריאותי"; פש"ר (מחוזי ב"ש) 9173/03 **חאיק נ' כונס הנכסים הרשמי** (פורסם בנבו, מיום ג' סיון התשס"ד, 23.5.2004) ("בשנת 97 חל משבר חריף בענף הטכסטיל באופן שפגע קשות בעסק המתפרה עד כי נאלצה לסגור... בהותירה אחריה חובות כבדים").
- 6 ראו, למשל, ת"א (מחוזי מרכז) 5427/03 **איי בי מייק אפ פרופסיונל בע"מ נ' מיקיילה ביוטי בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"ד אלול התשס"ה, 28.9.2005) ("הסיבה היחידה לסגירת עסקה של התובעת ולירידת השקעותיה לטמיון, הינה בשל כשל ניהולי וכלכלי של התובעת ואורגניה, וחוסר אוריינטציה עסקית בסיסית בניהול העסק של התובעת").
- 7 דוגמה מובהקת לכך בישראל היא קריסתה של חברת המכוניות החשמליות **בטר פלייס**. פר"ק (מחוזי מרכז) 48555-05-13 בעניין **בטר פלייס ישראל (ח.ת.) 2009 בע"מ**; סוכנויות הידיעות "כל מה שהיה צריך להצליח, נכשל. כך הפכה בטר פלייס לאכזבה היסטורית" **TheMarker** (8.4.2014), זמין באתר: <http://www.themarker.com/dynamo/1.2291720>.
- 8 זה, בתמצית, היה סיפור התמוטטותו העסקית של המרכז הרפואי "**הדסה**" בירושלים. פר"ק (מחוזי י-ם) 14554-02-14 בעניין **הסתדרות מדיצינית הדסה (בהקפאת הליכים)** (פורסם בנבו, מיום י"א אדר התשע"ד, 11.2.2014).
- 9 ראו, למשל, פר"ק (מחוזי חי') 766/04 בעניין **רימר ובניו בע"מ**; פר"ק (מחוזי ת"א) 59196-02-16 בעניין **אור סיטי נדל"ן מקבוצת ענבל אור בע"מ**, שם נטען על ידי המפרק כי במהלך השנים הבריחה אור נכסים רבים לביתה ולאנשים נוספים, ראו למשל אלה לוי-וינריב "עו"ד ארז: 'חשש שענבל אור מבריחה נכסים'. אור: 'הוא שקרן' **גלובס** (28.8.2016), זמין באתר: <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001148632>.
- 10 אמנם גם כאשר יש לחייב רק נושה אחד אך סכום החוב עולה על סך כל משאביו של החייב, חייב זה הוא חדל פירעון.

אימתי נחשב אדם לחדל פירעון? כאמור, חדלות פירעון היא מצב כלכלי. ברם, מכיוון שהמשפט נדרש למצב של חדלות הפירעון ומגיב עליו בדינים ייעודיים, קיים ניסיון מתמיד להגדיר את המצב של חדלות הפירעון בהגדרה משפטית מעשית. ההגדרה המשפטית לחדלות פירעון אינה אחידה. המשפט נזקק לאמות מידה שונות בהקשרים שונים. שונות של אמות המידה נובעת משונות ההקשר – כל הקשר משפטי והתכלית שביסודו. מונח עשוי להתפרש במשפט בפירושים שונים בשל הופעתו בשתי הוראות דין בעלות תכנים ותכליות שונות זו מזו.¹¹ ככלל, נהוג להבחין בין שני מבחנים עיקריים להגדרת "חדלות פירעון". שני המבחנים המקובלים הם המבחן המאזני והמבחן התזרימי. להלן יידון טיבו של כל מבחן.

(א) המבחן המאזני

4.5 המבחן המאזני פירושו בחינה והשוואה כספית בין שווי נכסי החייב מזה לבין שווי התחייבויותיו מזה. המבחן המאזני בוחן למעשה אם ערך הונו העצמי של החייב הוא חיובי או שלילי. הוא פועל לפי הנוסחה: $V_E = V_A - V_L$ ¹².

כלומר, ערך ההון העצמי של אדם (V_E) שווה לערך נכסיו (V_A) פחות ערך התחייבויותיו (V_L). הונו העצמי של אדם מייצג את הערך הכלכלי השירי, הנקי, שלו לאחר שקיים את התחייבויותיו כלפי נוסיו. לפי המבחן המאזני, חייב ייחשב לחדל פירעון אם שווי הונו העצמי הוא שלילי. בעגה העסקית-הפיננסית מכונה שווי זה NAV (Net Asset Value). אם שווי הונו הוא חיובי, ייחשב החייב על פי מבחן זה לבר פירעון.¹³ ודוק, המונח "המבחן המאזני" הוא מבלבל.¹⁴ הוא עלול להיתפש כשימוש בערכים המוצגים בדוח הכספי המוכר בשם "מאזן", ולא היא. השימוש בכיטוי "מאזן" שאול מן העולם החשבונאי אך השימוש בו שם אינו שווה בהכרח בהוראתו.¹⁵ בהקשר של בחינת חדלות פירעון של

11 אהרן ברק פרשנות במשפט כרך ב – פרשנות החקיקה 144–146 (התשנ"ג); ע"פ 146/64 היועץ המשפטי לממשלה נ' סלאמה, פ"ד יח(4) 501, 504 (התשכ"ה-1964); המ' 554/64 הלוואה וחסכון חיפה בע"מ נ' גלר, פ"ד יט(1) 319, 330 (התשכ"ה-1965); ד"נ 28/76 מעוז נ' מדינת ישראל, פ"ד לא(2) 821, 823 (התשל"ז-1977); ע"א 520/80 רוזנברג נ' רובינשטיין, פ"ד לח(1) 85, 100 (התשמ"ד-1984); ע"פ 94/65 תורג'מן נ' היועץ המשפטי לממשלה, פ"ד יט(3) 57, 80 (התשכ"ה-1965); בג"ץ 310/82 בן צבי נ' ראש הממשלה, פ"ד לו(4) 191, 194 (התשמ"ב-1982).

12 V מייצג ערך (value), E מייצג הון עצמי (equity), A מייצג נכסים (assets) ו-L מייצג התחייבויות (liabilities).

13 עם זה, עדיין יש לבחון אם החייב הוא בר פירעון גם על פי המבחן התזרימי. ראו, למשל, אמיר ברנע "הערכת יכולת פירעון אי די בי חברה לפיתוח בע"מ", זמין באתר: <http://maya.tase.co.il/reports/details/821189/2/0> (מיום כ"ז סיון התשע"ג, 5.6.2013).

14 Peltz v. Hatten, 279 B.R. 710, 743 (Bankr. D. Del. 2002); *In re Trans World Airline, Inc.*, 180 B.R. 389, 405 (Bankr. D. Del. 1994).

15 המאזן, כדו"ח כספי, הוא מסמך בשפת החשבונאות. עד לראשית ינואר 2008, הערכים הכספיים שצוינו במאזן חשבונאי בישראל לא ביטאו בהכרח את הערכים הכספיים המעודכנים של נכסי האישיות המשפטית או של התחייבויותיה. כך, למשל, נכסים הוצגו עד אז במאזן לפי ערכה של עלות רכישתם בידי האישיות המשפטית הנסקרת. ערך זה עשוי להיות נמוך במידה ניכרת מערך השוק המעודכן של נכס מסוים, או גבוה הימנו. ראו המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות, מסגרת מושגית לעריכת דוחות כספיים

חייב, המבחן המאזני מתמקד בערכים הכלכליים המעודכנים הן של נכסי החייב והן של התחייבויותיו.¹⁶ הבחינה היא איזה שווי כלכלי הנכס יכול להניב ממימוש. זהו השווי אשר יעמוד לפירעון לנושים. עלות רכישתו של הנכס בעבר אינה מעניינת את הנושים. השימוש במונח "מבחן מאזני" מבטא בסך הכול השוואה בין שווי נכסי החייב לשווי התחייבויותיו. ראוי לציין כי, כיום, הדיווח הכספי של חברות ציבוריות מושתת על עקרונות הדיווח החשבונאי הבין-לאומי (עקרונות ה-IFRS).¹⁷ עקרונות אלה מציבים במרכז הדיווח הכספי את ערכי השווי ההוגן של נכסים. עקרונות אלה אכן מצמצמים את ההפרש שבין הערכים הכספיים המוצגים ברו"חות הכספיים של חברות לבין אלה שייבחנו בבחינה הכלכלית המהותית של חדלות פירעון מאזנית.

המבחן המאזני נחשב למבחן כולל. הוא בוחן את סך נכסיו של החייב מזה ואת סך התחייבויותיו מזה. אין הוא מסתפק בהשוואת מקצת הנכסים ומקצת התחייבויות. אין הוא מדיר נכסים הניתנים למימוש בטווח זמן קצר או בטווח זמן ארוך, ולא התחייבויות שנועדו לקיום בטווח זמן קצר או בטווח זמן ארוך. הכול כלול בו. המבחן המאזני משקף, למעשה, את תמונת המצב הכלכלית המלאה של החייב בשעת עריכתו. מצד אחר, המבחן המאזני אינו מבטא במלואו העוצמה את גורם הזמן בקיום ההתחייבויות. הוא בוחן את כלל המשאבים ורואה בהם מקורות אפשריים לפירעון ההתחייבויות השונות, אך מתעלם מגורם הזמן שיידרש למימוש נכסים מסוימים וממידת היכולת לממש נכסים קבועים בנייהול שוטף של עסק מצד אחד, ומעיתוי וממועדי הפירעון של ההתחייבויות השונות – מצד שני.

(ב) המבחן התזרימי

4.6 המבחן התזרימי (the cash-flow test, בלע"ז) אינו נדרש לבחינת מכלול נכסיה והתחייבויותיה של אישיות משפטית.¹⁸ מבחן זה מתמקד בממד הזמן ובהשפעותיו על קיום התחייבויות כלפי נושים. עמדת המוצא שלו היא שהתחייבות היא תלוית זמן. קיים מועד נקוב לפירעון החוב. יכולת הפירעון נמדדת נכון לשעה היעודה שבה החוב טעון פירעון. לפיכך, יעסוק מבחן זה בשאלה אם החייב מסוגל לקיים את התחייבויותיו השונות בהגיע מועד קיומן. כדי להשיב על שאלה זו, נדרש המבחן התזרימי, בין השאר, לבחינה מאזנית של חלק מנכסי החייב והתחייבויותיו. על פי רוב, יעומתו אלה מול אלה

והצגתם, פסקאות 99–101 (אוקטובר 2005), זמין באתר: <http://www.iasb.org.il/upload/NGAGPG3180framework.pdf>

16 Robert J. Stearn, Jr., *Proving Solvency: Defending Preference and Fraudulent Transfer Litigation*, 62 Bus. Law. 359 (2007).

17 תקן חשבונאות מס' 29 של המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות, אשר אושר ביולי 2006, אימץ את תקני הדיווח הכספי הבין-לאומיים (IFRS). התקן התפרסם ב- <http://www.iasb.org.il/upload/WKATNL0270IAS29.pdf>. לביקורת כללית על התמקדותו של עולם החשבונאות בנכסי חברה, ולא בתזרים המזומנים הצפוי שלה, ראו Ilia D. Dichev, *On the Balance Sheet-Based Model of Financial Reporting* (Aug. 2007), available at: <http://ssrn.com/abstract=1009673>.

18 בע"פ 173/75 מדינת ישראל נ' בן-ציון, פ"ד ל(1) 119 (התשל"ו-1975), כינה השופט לנדוי את המבחן האמור בשם "חדלות הפירעון האקוויטבילית". מבחן זה מושתת על בחינת תזרים המזומנים של החייב. ראו Roy M. Goode, *Principles of Corporate Insolvency Law* 95–101 (2nd ed., 2005).

הנכסים הנזילים של החייב והתחייבויותיו השוטפות. מחד גיסא, ייבחנו נכסים הניתנים למימוש ולהמרה לכסף מזומן במהלך הניהול השוטף של העסק בטווח זמן קצר יחסית.¹⁹ מאידך גיסא, אף ההתחייבויות שייבחנו יהיו אלה קצרות הטווח. ככלל, יכולת הפירעון של כל התחייבות תיבחן לפי מועד קיומה המשפטי של ההתחייבות.²⁰ המבחן התזרימי יבחן אם הנכסים הנזילים מספיקים לשם קיום במועד של ההתחייבויות קצרות הטווח.²¹ ההתמקדות בטווח הקצר עשויה לשמש בחינה זהירה יחסית, שכן ככל שהבחינה תבקש להרחיק ראות אל העתיד, תלך מהימנות הסתברותה ותפחת. לבחינת נזילות החייב נהוג להסתייע במבחני עזר רבים. אחד מהם הוא בחינת העבר הקרוב של החייב. העבר ישמש אבן בוחן ליכולתו לקיים את התחייבויותיו במועדן. אם עברו הקרוב מלמד כי החייב חוזר ומפגר בתשלומי חובות שוטפים; אם הוראות תשלום שהוא נתן (בדרך של שיק, הוראת קבע בבנק או בכל אמצעי תשלום אחר) אינן מכובדות; אם ספקים ונותני שירותים החמירו בנהגים המסחריים כלפיו ודרשו ממנו באחרונה תשלום מראש בעד סחורות ושירותים המסופקים לו – אלה אותות וסימנים לקשיי פירעון שוטפים של החייב. נזילותו מוטלת בספק.²² יצוין כי איתות לשוק על אפשרות לקשיים תזרימיים בשנה הקרובה אצל חברות מדווחות הוא פרסום "הערת עסק חיי" בדו"חות הכספיים.²³

- 19 אמת המידה המקובלת בעולם החשבונאי לבחינה קצרת טווח היא שנה אחת. ראו International Accounting Standards Board, IAS 1 ¶¶ 1.57, 1.60. גם בחינת היתכנות העסק כעסק חי מושתתת על בחינת החוזה שנה אחת קדימה. לשכת רואי חשבון בישראל גילוי דעת מס' 58, סעיף 4 (התשנ"ד-1994).
- 20 על המתאם בין חוסר נזילות לבין הגדלת העלויות הנובעות ממשבר כספי ראו Teresa A. John, *Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress*, 22 FIN. MANAGEMENT 91 (1993).
- 21 מבחן היחס השוטף (בין נכסיו השוטפים של החייב לבין התחייבויותיו השוטפות) אינו מבחן בלעדי לחיזוי חדלות פירעון של חייב. יחס זה הוא אך אחד הרכיבים המשוקללים לשם כך במדד אלטמן. Edward I. Altman, *Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and Zeta Models* (July 2000), available at: <http://pages.stern.nyu.edu/%7Eealtman/Zscores.pdf>.
- 22 דוגמה לשימוש במבחן התזרימי מצויה בסעיף 302 לחוק החברות. סעיף זה קובע מבחן כפול אשר בהתקיימו רשאית חברה לבצע "חלוקה" לבעלי מניותיה. הפעולות של מתן דיבידנד ושל רכישת מניות החברה בידי החברה עצמה מוגדרות כ"חלוקה" (סעיף 1 לחוק החברות). בפעולות אלה יש משום דילול קופת החברה. חששו של המחוקק הוא שמא יהיה בפעולות אלה כדי לפגוע בנושי החברה אשר יעמדו לאחר החלוקה בפני שוקת שבורה. לפיכך, קובע סעיף 302 לחוק החברות כי חלוקה תהא מותרת רק משהתמלאו מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון כאחד (מבחן הרווח מוגדר בסעיף 302(ב) כך: "יתרת עודפים או עודפים שנצברו בשנתיים האחרונות, לפי הגבוה מבין השנים, והכל על פי הדוחות הכספיים המותאמים האחרונים, המבוקרים או הסקורים, שערכה החברה תוך הפחתת חלוקות קודמות אם לא הופחתו כבר מן העודפים, ובלבד שהמועד שלגביו נערכו הדוחות אינו מוקדם ביותר מששה חודשים ממועד החלוקה"). מבין שני מבחנים אלה, מבחן הרווח הוא המבחן המשני בחשיבותו (משום כך סעיף 303 לחוק החברות מתיר אף לחברות, שלא עמדו במבחן הרווח, לבצע "חלוקה" ובלבד שמתקיים בהן מבחן יכולת הפירעון. עם זה, הסעיף מוסיף ודורש כי חלוקה בנסיבות כאמור תאושר מראש על ידי בית המשפט המחוזי). מבחן יכולת הפירעון מוגדר בהאי לישנא: "ובלבד שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומן". דירקטוריון החברה, אשר בסמכותו להחליט על חלוקה (סעיף 307 לחוק החברות), נדרש אם כן לשקול תחילה ולקבוע כי – לפי מיטב שיפוטו העסקי – לא יהיה בחלוקה כדי לפגוע באופן סביר ביכולתה של החברה לקיים את התחייבויותיה לנושיה בהגיע מועד קיומם. זהו ממד הזמן שבו מתמקד המבחן התזרימי.
- 23 המוסד הישראלי לתקינה חשבונאית ממשלתית תקן חשבונאות ממשלתי מספר 1 – הצגת דוחות כספיים, עיפים 38–41 (יוני 2016).

(ג) ההגדרה בחוק חדלות פירעון

4.7 חוק חדלות פירעון מגדיר את המונח "חדלות פירעון" באופן משפטי רשמי. כפי שנראה להלן, החוק תיקן בעניין זה את ההגדרה שהופיעה בהצעת החוק המקורית. ההגדרה בסעיף 2 להצעת החוק הורתה כך: "מצב כלכלי של חייב שבו החייב אינו יכול לשלם את חובותיו במועדם". הדגש היה על ממד הזמן (תשלום החובות במועדם). רוצה לומר, הצעת החוק אימצה את המבחן התזרימי לשם הגדרתה של "חדלות פירעון". הגדרה זו נועדה לפרוש את מצורתה על החוק כולו. דא עקא, שהגדרה זו של הצעת החוק לקתה בהכללת יתר, מחד גיסא, ובחסר מאידך גיסא.

4.8 בהיותה הגדרה כללית וחד-ממדית, לקתה ההגדרה בהכללת יתר. היא לא הבחינה בין הקשרים שונים בדיני חדלות פירעון שבהם עשויה להיוודע חשיבות לחדלות פירעון. אכן, לעניות דעתי, בהקשרים שונים בתחום מוצדקת בחינה כלכלית שונה בדבר חדלות פירעונו של חייב. להמחשת הדבר נבחן את שני ההקשרים הבאים:

(א) פתיחת הליך בעניינו של החייב.

(ב) ביטול העברת רכוש בפחות משווה ערך.

שאלה קשה היא מהו מבחן הסף הראוי שיבור לו הדין אשר רק בהתקיימו ניתן יהיה לפתוח בהליך של חדלות פירעון בעניינו של החייב. האם לשם נקיטתו של הליך קיבוצי, המקיף את כלל חובות החייב מול נושיו השונים, יש להצביע על חדלות פירעון מאזנית, קרי: חוסר יכולת מוחלטת לשלם את התחייבויותיו מתוך נכסיו? שמא די בהצבעה על חוסר יכולת על פני ציר הזמן, גם אם אין היא בהכרח מוחלטת עד קץ כל הדורות? דעתי האישית מסתייגת מעצם הצורך להצביע על חדלות פירעון של חייב כעל תנאי סף להגשת בקשה על ידיו לפתוח בהליך הקיבוצי.²⁴ לעומת זאת, כאשר נושה מבקש להכניס חייב להליך קיבוצי מימושי, ראוי להצביע על סימנים מעידים לחדלות פירעון של החייב.²⁵ בהקשר זה, דומני כי המבחן התזרימי ראוי יותר, הגם שאין הוא מיתר את האפשרות לעשות שימוש חלופי במבחן המאזני. הצורך בטיפול מערכתי בחובותיו של החייב מתעורר לא רק כאשר ערך נכסיו המוחלט נמוך מסך כל התחייבויותיו. גם כאשר יש בעיה תזרימית מול נושים שונים, נדרש מענה מערכתי. אין על הנושים להמתין עוד שנים עד שנכסים שונים של החייב יהיו בני מימוש או עד שמקורות הכנסה כלשהם ייסללו לפניו בטרם ייפרעו את חובם. זכות הפירעון היא זכות המוגדרת בזמן. לפיכך, אם אין ביכולת החייב לפרוע התחייבויות במועד שננקב – קיימת בעיה קיבוצית הזקוקה לפתרון תואם.

העברת נכס על ידי החייב בפחות משווה ערך, בין בכסף ובין בשווה כסף, היא פעולה הגורעת מן השווי הכולל של נכסי החייב. גריעה זו עלולה להותיר את הנושים לפני קופה מצומקת אשר לא תשביע את מלוא תביעותיהם. לפיכך, דיני חדלות הפירעון מקנים לבעל התפקיד עילה משפטית לביטול העברה כאמור ולהשבת הרכוש שהועבר לקופת החייב. ברם, לשיטה הרואה בעילה זו תיקון של סדר

24 להרחבה ראו להלן פסקה 8.57.

25 להרחבה ראו להלן פסקאות 7.40–7.46. שונה הדבר באשר לפתיחת הליך הבראה בידי נושה. ראו גם להלן פסקאות 7.67–7.70.

פירעון החובות, הפגיעה הכלכלית בנושים בהקשר זה מתקיימת רק אם, כתוצאה מן ההעברה האמורה, נותר בקופת החייב רכוש ששוויו הכולל נמוך מסך כל התחייבויותיו. רק אז גורעת פעולת ההעברה משיעור הפירעון לנושה. הנה כי כן, לשיטה זו, בהקשר זה, המבחן הנכון לבחינתה של יכולת הפירעון של החייב בעת ההעברה ולאחריה או לחדלות פירעונו הוא המבחן המאזני. למבחן התזרימי אין כל שייכות לכאן. בכך שגתה הצעת החוק בהגדרה המכלילה.²⁶

4.9 ההגדרה שבהצעת החוק לקתה גם בחסר. כאמור, ההגדרה קבעה את המבחן התזרימי, ואותו לבדו, כמבחן לחדלות פירעון. מכאן נבע, לכאורה, כי כאשר חייב מצוי במצב תזרימי תקין לפי שעה, אפילו ישכיל נושה ויוכיח באותות ובמופתים כי החייב הוא חדל פירעון מבחינה מאזנית, לא ניתן היה עדיין לפתוח בהליך קיבוצי בעניינו של החייב. מצב זה הוא מרחיק לכת ואינו נכון בעיניי. כך, למשל, בעניין אי. די. בי פיתוח, כאשר ביקשו נושים לפתוח בהליך הבראה רשמי בעניינה של החברה, ביקשה החברה להדוף את הבקשה בטענה כי טרם בשלה השעה לכך וכי היא בעלת יכולת פירעון.²⁷ בין הצדדים לא היה ויכוח של ממש על אודות הנזילות העדכנית של החברה. עיקר המחלוקת נסב על יכולתה התזרימית העתידית, כחלוף שנה ויותר ממועד הגשת הבקשה, ועל יכולת הפירעון המאזנית שלה (ה-NAV שלה). ברי היה לקברניטי החברה כי אם ישתכנע בית המשפט שה-NAV שלה הוא שלילי, יהיה בסיס לכפות עליה הליכים רשמיים בבית המשפט. ואולם, לפי ההגדרה שבהצעת החוק, הדיון בשאלת ה-NAV של החברה הבאה שתיקלע לנסיבות דוגמת אי. די. בי. פיתוח, היה מתייתר. נושים לא היו יכולים לנקוט כל יוזמה בעניינה בשלב זה.

4.10 ועדת החוקה, חוק ומשפט של הכנסת הייתה ערה לליקויים האמורים בהגדרה של "חדלות פירעון" בהצעת החוק. טוב עשו הוועדה והכנסת בתקנן את ההגדרה לקראת הקריאה השנייה והקריאה השלישית. ההגדרה בסעיף 2 לחוק חדלות פירעון היא כהאי לישנא: **"מצב כלכלי של חייב שבו החייב אינו יכול לשלם את חובותיו במועד, או שהתחייבויות החייב, לרבות התחייבויות עתידיות ומותנות, עולות על שווי נכסיו"**. הגדרה זו קובעת הן את המבחן המאזני והן את המבחן התזרימי כמבחנים חלופיים לחדלות פירעון. עם זה, עדיין ספק בעיניי אם נכון היה לקבוע בחוק הגדרה כללית ואחידה למונח "חדלות פירעון", או שמא נכון היה להגדירו באופן שונה לפי ההקשרים השונים שבהם נזקקים לו.

2. צו לפתיחת הליכים

4.11 צו לפתיחת הליכים פותח, מבחינה משפטית, הליך קיבוצי בעניין חובותיו של החייב. ברם, אין להפוך את היוצרות. פתיחת הליך של חדלות פירעון אינה מלמדת בוודאות כי, מבחינה כלכלית, אכן בחייב חדל פירעון עסקינן. יש לזכור כי חדלות פירעון היא הסיבה ואילו ההליכים המשפטיים הם

26 לדיון בתכליות האפשריות של ביטול העברת ערך לידי נושה בעת חדלות פירעון ראו להלן פסקאות 13.2, 13.6.

27 פר"ק (מחוזי ת"א) 36681-04-13 בעניין אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ' אייר התשע"ג, 30.4.2013).

המסובב. חדלות הפירעון מנותקת מן השאלה אם החייב נמצא בהליך משפטי כאמור, אם לאו. אכן, תנאי הסף לפתיחת הליך של חדלות פירעון אינם דורשים בהכרח הוכחה חד-משמעית כי החייב אכן כבר מצוי בחדלות פירעון כלכלית. כאשר מבקש נושה את פתיחת ההליך, עליו להצביע על כך שהחייב הוא חדל פירעון או שקיימת חזקה שהוא חדל פירעון.²⁸ כאשר החייב מגיש בקשה לפתוח הליך בעניינו, עליו לשכנע כי הוא חדל פירעון או שהצו נדרש כדי למנוע את חדלות פירעונו.²⁹

4.12 הליך של חדלות פירעון מתמודד באופן קיבוצי עם חובות מרובים של חייב המתקשה לפרוע אותם. ההליך מכווון לשתי מטרות עיקריות.³⁰ ראשית, ההליך מבקש להסדיר את פירעון החובות לנושים לפי סדרי העדיפות הקבועים בדין. לצד זאת, ההליך מאפשר לחייב להיפטר בסופו מעול חובותיו הבלתי פרוצים. הליך של חדלות פירעון מאפשר לחייב ולנושיו להסדיר את פירעון החובות באחת משתי דרכים: האחת היא מימוש נכסי החייב ופירעון החובות מתוך התמורה המתקבלת בעדם.³¹ השנייה היא גיבוש הסדר תשלומים בין החייב לנושיו, הפורש את חובותיו על פני תשלומים רבים או הממירם לזכויות הוניות בחייב שהוא תאגיד.³² הסדר כאמור חוסך מן החייב את הצורך לממש את נכסיו.³³ עם זה, בישראל ניתן לנהל הליך של חדלות פירעון שבו אופן פירעון החובות לנושים ישלב בין מימוש נכסי החייב (ולו באופן חלקי) לבין תשלומים של החייב הפרושים על פני זמן.

4.13 כאמור, הצו פותח את ההליך ומותיר את החייב בהליך עד לסיומו. הצו ישים באשר לכל חייב. אכן, החוק מאפשר לכל חייב, בשר ודם או תאגיד, להיכנס להליך של חדלות פירעון.³⁴ ככלל, בהליך חדלות הפירעון עצמו ניתן להצביע על שלושה שלבים עיקריים: (א) שלב פתיחת ההליך – שבו מומר המשטר היחידני, שבין חייב לכל אחד מנושיו, למשטר קיבוצי, מול כולם כאחד; (ב) שלב ניהול ההליך – שבו מרכזים את נכסי החייב ואת מקורות הכנסתו בידי בעל התפקיד או בידי הנהלת החייב, לפי החלטת בית המשפט, ממפים את התחייבויותיו ולעתים גם מנהלים משא ומתן בין החייב לנושיו בדבר תכנית ההבראה והפירעון;³⁵ (ג) סיום ההליך – בין באמצעות מימוש רכושו של החייב ובין בארגון מחדש של חובותיו ושל מבנהו ההוני, תוך פתיחת קו על חובות העבר שאינם מוסדרים או שאינם נפרעים בשלב זה.³⁶

- 28 סעיפים 9–10 לחוק חדלות פירעון. להרחבת הדיון בעניין זה ראו פרק שביעי להלן.
 29 סעיף 7 לחוק חדלות פירעון. להרחבת הדיון בעניין זה ראו פרק שמיני להלן.
 30 סעיף 1 לחוק חדלות פירעון.
 31 שם, סעיפים 227–229.
 32 שם, סעיפים 318–345.
 33 להבחנה בין הליכי חדלות פירעון שונים, לפי אופני פירעון החובות לנושים, ראו לעיל פסקה 1.41.
 34 היוזמה לנקיטת ההליך היא של החייב או של נושה שלו. ראו סעיפים 6 ו-102 לחוק חדלות פירעון.
 35 לדיון רחב על שלב ניהול ההליך, ראו להלן שער שלישי ופרק עשרים.
 36 לדיון רחב על שלב סיום ההליך, ראו להלן פרקים עשרים-ואחד, עשרים-ושלושה ועשרים-וארבעה.

3. הליך של חדלות פירעון לחייב בשר ודם

4.14 הליך של חדלות פירעון המתייחס לחייבים בשר ודם מוסדר כיום בחלק ג' לחוק חדלות פירעון. קודם לכן, הוסדר הליך זה בפקודת פשיטת הרגל.³⁷ הטיפול בחייב בשר ודם נפתח במתן צו לפתיחת הליכים בעניינו. לחייב מתמנה נאמן שתפקידו ללמודו כלכלית, להתחקות אחר רכושו ויכולות הכנסתו, מחד גיסא, ולבחון את תביעות החוב של הנושים – מאידך גיסא. בתום בחינה זו תגובש תכנית פירעון לנושים המתאימה לנסיבותיו של החייב,³⁸ ובסיומה יישמטו חובות העבר של החייב שלא נפרעו בגדרי תכנית הפירעון.³⁹ שמיטת חובות זו היא ליבתו של ההליך לחייב בשר ודם.⁴⁰

4. חייב מוגבל באמצעים

4.15 חוק ההוצאה לפועל ודיני חדלות הפירעון נתפשים לעתים כמערכות של אכיפת חובות משלימות וקרוכות זו לזו.⁴¹ ברם, קו ברור תוחם בין דיני ההוצאה לפועל לבין דיני חדלות הפירעון. קו הגבול הוא בין חייב שאינו רוצה לשלם חובות לבין חייב שאינו מסוגל לשלם חובות. כל מנגנון ההוצאה לפועל נועד מעיקרו לאכוף על חייבים – שיש בידיהם אמצעים אך הם מבקשים להתחמק מן התשלום – לשלם חובות פסוקים.⁴² משום כך, הנחת המוצא של דיני ההוצאה לפועל היא כי יש לאכוף את זכותו של הנושה ולגבות בעילות מן החייב.⁴³ דיני ההוצאה לפועל מוטים אפוא בהכרה מלאה לטובת הנושה הנזקק לאכיפה. דיני חדלות הפירעון שונים בגישתם. כפי שהודגש בפרק ראשון, דינים אלה באים כמענה משפטי על משבר כללי ורחב יריעה שנתון בו חייב שאינו מסוגל לפרוע התחייבויות לנושים שונים. הם אינם מתמקדים בזכותו של נושה מסוים לגבות מן החייב. דיני חדלות הפירעון ערים לכך שלצד הנושה המסוים, המבקש לגבות, קיימים נושים נוספים בעלי זכות משפטית דומה. גם ההתייחסות הערכית אל החייב במצבי חדלות פירעון שונה מאשר בדיני ההוצאה לפועל. אי התשלום

37 מקורו של הביטוי "פשיטת רגל" הוא במשנה, במסכת כתובות, פרק יג, משנה ה: "הפוסק מעות לחתנו ופשט לו את הרגל, תשב עד שילבין ראשה. אדמון אומר: יכולה היא שתאמר: אילו אני פסקתי לעצמי, אשב עד שילבין ראשי; עכשיו שאבא פסק עלי, מה אני יכולה לעשות? או כנוס או פטור! אמר רבן גמליאל: רואה אני את דברי אדמון". משנה זו עוסקת בהתחייבות הנדוניה שמתחייב חותן כלפי חתנו. המשנה דנה במקרה שבו החותן אינו עומד בהתחייבות זו ו"פושט את רגלו" לנגד עיני חתנו. החותן מעיד על עצמו שאינו מסוגל לקיים את התחייבותו הכספית, זולת מן הטיט שעל רגלו הפשוטה לפניו (שם, רש"י). הסבר אחר של רש"י למונח זה הוא שאפילו ייתלה החותן על עץ, והרי רגליו יהיו פשוטות באוויר, לא יוכל לפרוע את חובו.

38 תכנית הפירעון תותיר בידי החייב אמצעי מחיה ראויים בעבורו ובעבור בני ביתו, בהתאם לאמות מידה שנקבעו הן בחוק והן בהכניית תכניות הפירעון על ידי הכונס הרשמי לשימוש הנאמנים. ראו הנחיית הכונס הרשמי **חישוב תשלום חודשי לחייב בהליך פשיטת רגל** (מיום ח' אייר התשע"ו, 16.5.2016). ראו עוד בהרחבה להלן שער חמישי.

39 סעיפים 174–176 לחוק חדלות פירעון; סעיפים 61–62 לפקודת פשיטת הרגל.

40 לעיל פסקאות 3.72–3.74.

41 בפעילותה של לשכת עורכי הדין בלט הדבר בעבר בארגון השתלמויות מקצועיות שעניינן "דיני הוצאה לפועל ופשיטת רגל".

42 בג"ץ 5304/92 פ"ח 1992 סיוע לנפגעי חוקים ותקנות למען ישראל אחרת נ' שר המשפטים, פ"ד מז(4) 715, 754 (התשנ"ג-1993).

43 רע"א 4905/98 גמזו נ' ישעיהו, פ"ד נה(3) 360, 376 (התשס"א-2001).

של חייב חדל הפירעון נובע מחוסר יכולת ולא בשל החלטה מכוונת ופסולה להתחמק מתשלום. לפיכך, הטיפול במשבר ייעשה מנקודת מוצא עניינית ומאוזנת יותר. שלא כדיני ההוצאה לפועל, המסר של דיני חדלות פירעון אינו: "אל תאחר לשלם את חובך". המסר הוא כי טיפול סבילני ומושכל במשבר התשלום יניב תוצאות חיוביות יותר בעבור הכלל.

4.16 עם זה, חוק ההוצאה לפועל כלל פרק אשר עניינו המהותי אינו אכיפת זכותו של נושה מסוים, כי אם טיפול קיבוצי בנושים מול חייב שאינו מסוגל לשלם את חובותיו להם. פרק זה היה פרק ז'1 לחוק, אשר כותרתו הייתה "חייב מוגבל באמצעים".⁴⁴ בשונה מיתר הפרקים בחוק ההוצאה לפועל, פרק זה התמודד עם חייב הנתון בקשיים כספיים. עיקרו של הטיפול המוצע בו היה פרישה שוויינית של תשלומי החובות לנושים השונים. הפרק גם איפשר לרכז את תיקי ההוצאה לפועל השונים (היינו, את הליכי הגבייה), התלויים ועומדים נגד החייב, בלשכת הוצאה לפועל אחת ולמנוע נקיטת הליכי גבייה עצמאיים.⁴⁵ באופן רשמי, פרק זה היה חלק מדיני ההוצאה לפועל. ברם, מבחינה מהותית, פרק זה היה הליך של חדלות פירעון.⁴⁶ עם זה, הטיפול שחייב מוגבל באמצעים זכה לו באופן מסורתי לפי חוק ההוצאה לפועל היה חסר בהשוואה להליך פשיטת רגל. עיקר החיסרון התבטא בכך שבתום הטיפול בו, לא זכה חייב מוגבל באמצעים לשמיטת חובות.⁴⁷ פריסת התשלומים לפי חוק ההוצאה לפועל נועדה לפרוע במלואם את חובות החייב. מה אפוא פשר קיומו של "חייב מוגבל באמצעים" בחוק ההוצאה לפועל מעיקרא? מדוע היה צורך לפתח אפיק טיפול בפשיטת רגל בזעיר אנפין במקביל ולצד הליך של פשיטת הרגל? כלום אין די בהליך אחד בנדון? התשובה על כך היא, כבמקרים רבים אחרים, שמקור העניין נעוץ בהתפתחות משפטית-היסטורית. בראשית שנות התשעים של המאה העשרים ננעלו, הלכה למעשה, שערי פשיטת הרגל בפני חייבים בשר ודם. בסדרת פסקי דין פירש בית המשפט את סעיפים 18 ו-55(ב) לפקודת פשיטת הרגל, כהוראתם אז,⁴⁸ כמכוונים להורות כי אין להכריז על חייב שהוא פושט

44 פרק זה נוסף לחוק באמצעות חוק ההוצאה לפועל (תיקון מס' 15), התשנ"ד-1994. לפי סעיף 69ג(א) לחוק, רשאי ראש ההוצאה לפועל להכריז על חייב שהוא מוגבל באמצעים אם החייב ביקש לפרוס את תשלום חובו לתקופה ארוכה מהתקופות המפורטות להלן, לפי העניין: (1) שנתיים – אם סכום החוב אינו עולה על 20,000 שקלים חדשים; (2) שלוש שנים – אם סכום החוב עולה על 20,000 שקלים חדשים ואינו עולה על 100,000 שקלים חדשים; (3) ארבע שנים – אם סכום החוב עולה על 100,000 שקלים חדשים.
45 ע"א 2097/02 איטונג בע"מ נ' חדיד, פ"ד נז(4) 211 (התשס"ג-2003); שירלי דגן הוצאה לפועל כרך א 219–220 (עדכון 2006).

46 אף לפרק ז'3 לחוק ההוצאה לפועל, שכותרתו היא "איחוד תיקים", מאפיין מסוים הדומה להליך של חדלות פירעון. פרק זה, אשר הוסף לחוק ההוצאה לפועל על פי חוק ההוצאה לפועל (תיקון מס' 12), התשנ"א-1991, מאפשר לרכז ולאחד, בלשכת הוצאה לפועל אחת, הליכי גבייה נפרדים ובלתי תלויים. משאוחדו התיקים, הנושים השונים של החייב לא יוכלו עוד להיפרע ממנו בנפרד, כי אם יהיו כפופים להליך גבייה ריכוזי וקיבוצי שממנו ייפרע כל נושה באופן יחסי לאחרים. הפירעון המלא לנושים אלה יתמשך. עם זה, איחוד תיקים הוא שונה, מבחינה מהותית, מדיני חדלות הפירעון, בכך שהוא מתייחס בהגדרתו רק לחייבים בעלי כושר פירעון של כל חובותיהם בתוך פרק זמן מוגדר. ראו סעיף 74ט(א) לחוק ההוצאה לפועל.

47 רון חריס "ממאסר להפטר: הצעת סדר-יום חדש לחקיקת דינים לאכיפת חיובים" עיוני משפט כג 641, 653–656 (התש"ס).

48 סעיף 18 קבע: "לא ייתן בית המשפט צו כינוס לפי בקשת החייב אלא אם שוכנע כי, בשים לב להליכי הוצאה לפועל שנגקטו או שעדיין ניתן לנקוט נגד החייב ובשים לב לשאר נסיבות העניין, הליכי פשיטת

רגל אם לא תהיה בהכרזה "תועלת לנושים".⁴⁹ כלומר, במקרים שבהם לא היו לחייב נכסים כלשהם שמהם יהיה אפשר לפרוע חלק מזערי של חובות לנושים, נמנעו בתי המשפט מלצוות על פשיטת רגל. מבחן חד-ממדי זה שקבע בית המשפט העליון חסם את הדרך להליך של פשיטת הרגל דווקא לאותם חייבים אשר נזקקו יותר מכול לחילוץ משפטי ממצוקותיהם הכספיות. חייב מחוסר כול היה נהדף לזרועות נושיו, בלא שיהיה לו מענה כלכלי על לחצי הגבייה שלהם. הנושים הוסיפו לנגוש אך כל כסף לא נראה. היחיד שמצבו החמיר והלך היה החייב.⁵⁰ זאת ועוד, לפני פסק הדין בעניין פר"ח,⁵¹ היה

רגל הם הדרך הנאותה". סעיף 55(ב) קבע: "בית המשפט רשאי לבטל את ההכרזה גם אם לדעתו אין בהמשך ניהול פשיטת הרגל כדי להביא תועלת לנושים, ואולם ביטול ההכרזה מסיבה זו אין בה כדי להסיר ממושט הרגל פסלות על פי דין הנובעת מן ההכרזה, אלא אם החליט בית המשפט להסיר את הפסלות".
 49 ע"א 2629/92 אבר שדיד נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד מז(1) 388, 390 (התשנ"ג-1993) ("הליכי פשיטת-רגל מן הנכון שיינקטו, אם יש בהליכי ההוצאה לפועל שננקטו או שניתן לנקוט ובשאר נסיבות העניין כדי להצביע על כך שהליכי פשיטת הרגל הם הדרך הנאותה [סעיף 18 לפקודת פשיטת רגל (נוסח חדש), התש"ם-1980]. כאשר אין פשיטת הרגל אלא מסלול מעבר קצר – היינו בגדר דרך להשגת הפטר ללא מאמץ לתשלום חלקי – אין מעניקים לחייב זכות להימלט מחובותיו על-ידי הגשת בקשה לצו כינוס. במקרה כזה שומה על בית המשפט לתת דעתו להליכי ההוצאה לפועל שננקטו ושעדיין ניתן לנקוט בהם... לאור רוחם ומגמתם של סעיפים 55(ב) ו-63 לפקודת פשיטת הרגל (נוסח חדש), אין סיכוי להפטר אם אין סיכוי לתשלום כלשהו לנושים; ולצורך הפטר בלבד אין טעם בהכרזת פשיטת-רגל" (ההדגשה הראשונה במקור; ההדגשה השנייה שלי – ד' ה'); ע"א 5752/91 חרזאן נ' כונס הנכסים הרשמי (מיום כ"ח סיון התשנ"ג, 17.6.1993), בפסקה 2 (לפני דחיית הערעור של החייב) התייחס בית המשפט העליון להחלטתו של בית המשפט המחוזי כדלקמן: "בית המשפט ציין, כי הוא ער להחמרת מצבו של חייב לאור תיקון מס' 12 מהתשנ"א-1991 לחוק ההוצאה לפועל, התשכ"ז-1967, ואולם אין בכך כדי לפתוח לרווחה בפני חייבים את דלתות פשיטת הרגל. על פי פקודת פשיטת הרגל (נוסח חדש), התש"ם-1980, ובמיוחד סעיפים 18 ו-55(ב) שלה, האינטרס של התועלת לנושים גובר על האינטרס של החייב המעוניין לפתוח דף חדש בחייו אחרי קבלת פשיטת רגל והפטר. לא נראה שיש להשתמש בהליכי פשיטת הרגל כמכשיר נוח למחיקת חובות של הנושים ולהגן בכל מחיר ובצורה בלתי מאוזנת על החייב" (ההדגשה שלי – ד' ה'); ע"א 5877/92 שפיר נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד מז(4) 710, 712 (התשנ"ג-1993) ("הליכי פשיטת-רגל לפי בקשת חייב לא יינקטו, כאשר על פני הדברים או בעיקר הדברים כל מטרת החייב היא להינצל מתביעות נושיו ולמצוא מקלט מפניהם תחת כנפי פשיטת הרגל. מערכת עשיית הצדק, מהבחינה העקרונית והערכית, נוטה לראות אדם כמי שראוי להגנה מפני נושיו כל עוד מתקיים ההליך המשפטי ולא הוחלט בפסק הדין כי הוא אכן חייב לנושה סכום פלוני. בשלב הזה הכף נוטה לטובת הנתבע, שלא יינקטו נגדו הליכי גבייה כל עוד התביעה הכספית תלויה ועומדת. אולם, משנפסק כי הנתבע חייב כספים לנושה-הנתובע, צריך בית המשפט להעמיד את הכלים העומדים לרשותו כדי לסייע בידי הנתובע לגבות את חובו, על מנת שפסק הדין לא יישאר בגדר נייר חסר ערך וחסר משמעות. לשם כך מופעלים הליכי ההוצאה לפועל על-פי דין, ורק בהתקיים נסיבות מיוחדות שתצדקנה זאת, יינקטו הליכי פשיטת-רגל על פי בקשתו של החייב" (ההדגשות שלי – ד' ה').

50 רגישות למצבו הבלתי אפשרי של החייב חדל הפירעון בשל מגמת הפסיקה ופרשנותה לפקודת פשיטת הרגל גילה המשנה לנשיא מנחם אלון בעניין פר"ח, לעיל ה"ש 42, בעמ' 725-726, באומרו: "טעם שלישי שבעטיו חייבים חסרי יכולת אינם פונים לעזרת המערכת המשפטית נעוץ בתיקון שנעשה בעת האחרונה בחוק ההוצאה לפועל (תיקון מס' 12), תשנ"א-1991. עד לחקיקת תיקון זה, חייב, שפעלו נגדו מספר זוכים, יכול היה לבקש שהתיקים המתנהלים נגדו בהוצאה לפועל יאוחדו, ואם בקשתו נענתה, קיבל ההליך אופי קולקטיבי, היינו, הזוכה היחיד לא יכול היה עוד לפעול באופן עצמאי לגביית החוב המגיע לו, אלא הגבייה נתבצעה במרוכז, כשכל זוכה מקבל תשלום לפי הערך היחסי של חובו... עם התיקון, נקבע כתנאי ל'איחוד התיקים' של החייב, כי לחייב תהיה יכולת פירעון מסוימת. חייבים חסרי יכולת אינם עומדים בתנאי זה, ולפיכך הם אינם זכאים ל'איחוד התיקים'. חייבים אלו נתונים לחץ מאסיבי של מספר זוכים,

החייב האמור נלכד בסבך פקודות מאסר חוזרות ונשנות נגדו, אשר לא הועילו לנושיו אך רמסו את חירותו ואת כבודו.⁵² נגד מצב קפקאי ובלתי נסבל זה יצאה הכנסת.⁵³ המחוקק חש לעזרתם של חייבים חסרי אמצעים וביקש לגונן עליהם מפני גבייה נמשכת מצד נושיהם. האמצעי שבחר בו המחוקק לתקן את המעוות ולהושיט מזור לחייבים אלה היה הוספת פרק "חייב מוגבל באמצעים" לחוק ההוצאה לפועל שעניינו גבייה קיבוצית ופריסת תשלומים לחייב. אמנם דרך המלך הראויה לאיזון הדין באשר לחייבים היא תיקון פקודת פשיטת הרגל עצמה ולא חקיקת פרקים "עוקפי פשיטת רגל" בחוק ההוצאה לפועל. לשון אחר, אף כי הוא נועד למטרות ראויות, הפרק בחוק ההוצאה לפועל העוסק בחייב מוגבל באמצעים הוא עירוב מין בשאינו מינו.⁵⁴ בשנת התשנ"ו תוקנה פקודת פשיטת הרגל.⁵⁵ תיקון זה ביטל את מבחן התועלת לנושים ואיפשר אף לחייבים מחוסרי כול להסתייע בהליך פשיטת הרגל כדי לשמוט מעליהם את חובותיהם התלויים ועומדים.⁵⁶

ולעתים עשויות לעמוד נגדם פקודות מאסר רבות בשל חובותיהם השונים, כשלא תמיד חקירת יכולת בתיק האחד תסייע להם בתיקים האחרים. תיקון החוק האמור יסודו בכך שדיני ההוצאה לפועל מטרם גביית חובות: 'חייבים שהם חדלי פירעון, אין מקומם בהסדר איחוד התיקים בהוצאה לפועל כי אם במסגרת דיני פשיטת רגל. עניינם של יחידים שהם חדלי פירעון מטופל כעת בוועדה שהקים משרד המשפטים, העורכת בחינה מחודשת של דיני פשיטת רגל' (דברי ההסבר להצעת חוק ההוצאה לפועל (תיקון מס' 11), תשנ"א-1991, בעמ' 224). דא עקא, שעברו שנתיים ימים, 'ובחינה מחודשת' זו טרם נעשתה, לא בדרך של חקיקה ולא בדרך של פסיקה... כתוצאה מכך, חייבים שהם חסרי כול אינם מוכרזים כפושטי-רגל, והם יוצאים, אפוא, קירחים מכאן ומכאן. בעניין זה נאמרו מפי השופט ח' כהן, בימים שבהם ניתן היה להכריז על חייב חסר-כול כפושט-רגל, הדברים הבאים: 'אילולא היו קיימים הליכי פשיטת-רגל, צריך היה להמציאם למטרה זו, להציל אסיר מידי אוסריו. אילולא מוצא יחיד זה הפתוח לפניו, אין לו לאחיק האביון אשר 'יכולתו' לשאת בתשלומים חדשיים נקבעה סופית בצו היושב-ראש, דרך אחרת להימלט ממאסר'... כיום הזה, משתוקנו דיני ההוצאה לפועל ולא שונו דיני פשיטת הרגל, אם בחקיקה ואם בדרך הפסיקה, לא ניתן להכריז על חייב שהוא חסר-כול כפושט-רגל, ולא ניתן 'להציל אסיר מידי אוסריו' (ההדגשה שלי – ד' ה'). ראו גם את דברי השופט כ' בע"א 4892/91 אשכנזי נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד מח (1) 45, 56 (התשנ"ד-1993), באומרו: "במסגרת שיקול דעתו על בית-המשפט לאזן בין האינטרס הלגיטימי של החייב לשמיטת חובות ולפתיחת פרק חדש בחייו, לבין האינטרס הלגיטימי של נושיו להיפרע מנכסי החייב בסכומי נשייתם בו".

לעיל ה"ש 42. 51

Stephen J. Ware, *A 20th Century Debate About Imprisonment for Debt*, available at: 52
(April 30, 2014) <https://ssrn.com/abstract=2431342>.

ת"א (מחוזי ת"א) 2303/90, המ' 15055/91 **הכונס הרשמי נ' רון**, פ"מ תשנ"ב (2) 182 (1992); רון חריס 53
"נפילתו ועלייתו של מאסר החייבים" **עיוני משפט** כ 439, 490 (התשנ"ז).

לדעה חולקת, ולפיה יש דווקא לאחד את דיני ההוצאה לפועל עם דיני פשיטת הרגל, ראו חריס, לעיל ה"ש 54
47.

פקודת פשיטת הרגל (תיקון מס' 3), התשנ"ו-1996. 55

ביטוי מובהק לשינוי תפישה זה מצוי היה בהוראת סעיף 18ה(א)(3) לפקודת פשיטת הרגל. סעיף זה הסמיך 56
את בית המשפט לתת לחייב מחוסר כול צו הפטר לאלתר, "מהטעם שאין בניהול הליכי פשיטת-רגל כדי להביא תועלת לנושים". תיקון זה אף שינה את הוראת סעיף 55(ב) לפקודה. תחת מבחן "תועלת לנושים" קבע הסעיף המתוקן כי בית המשפט מוסמך לבטל הכרזה על פשיטת רגל אם נוכח לדעת כי החייב ניצל את ההליכים לרעה.

4.17 לדעתי, משתוקנה החקיקה בדיני חדלות הפירעון, תחילה דרך תיקון מס' 3 לפקודת פשיטת הרגל בשנת התשנ"ו-1996, ובהמשך בחוק חדלות פירעון, ושבה והציעה "עיר מקלט" לחייבים שוגגים, ראוי היה לבטל את הפרק העוסק בחייב מוגבל באמצעים בחוק ההוצאה לפועל ולנתק את מערכת ההוצאה לפועל מדיני חדלות פירעון.⁵⁷ ואולם, המחוקק סבר אחרת, והוא אף הסמיך את רשמי ההוצאה לפועל לשמוט חובות לחייבים מוגבלים באמצעים כעבור ארבע שנים שבהן מתנהל התיק לפנייהם.⁵⁸ חוק חדלות פירעון מבטל את פרק "חייב מוגבל באמצעים" שבחוק ההוצאה לפועל.⁵⁹ החוק מחלק חילוק מוסדי בדבר שמיטת חובות החייב, כדלקמן: חייבים שגובה חובותיהם הוא עד 150,000 ש"ח ינהלו הליך קיבוצי של חדלות פירעון, מן המסד ועד הטפחות, אצל רשמי ההוצאה לפועל.⁶⁰ חייבים שחובותיהם גבוהים מכך ינהלו הליך קיבוצי של חדלות פירעון אצל הממונה על חדלות פירעון ובבתי משפט השלום.⁶¹

5. פירוק תאגיד

4.18 פירוק הוא הליך המביא לידי חיסול את האישיות המשפטית של תאגיד. הליך הפירוק לא נועד לשמש מענה משפטי רק לחדלות פירעון של תאגיד. פירוק של תאגיד עשוי לנבוע משיקולים שונים ומגוונים.⁶² תאגידים שונים עשויים להחליט להתפרק דווקא בשלב שבו התאגיד רווחי והוא בעל כושר פירעון איתן. כל תאגיד, כאישיות משפטית, טעון הליך משפטי מסודר לסיום חייו המשפטיים.⁶³

4.19 ההליך המשפטי של פירוק תאגיד צריך שידאג לריקון התאגיד מכל תוכן כלכלי לפני חיסולו המשפטי. ואמנם, עיקרו של הליך פירוק תאגיד הוא מימוש נכסי התאגיד. הכספים המתקבלים עקב המימוש ישמשו תחילה לפירעון חובותיו של התאגיד שעודם תלויים ועומדים באותה שעה. ככל שנתר עודף כספי בתום הפירעון לכל הנושים, ומדובר בתאגיד למטרות רווח, יחולק עודף זה

57 גם מבחינה מוסדית, תמוה הדבר כי המזור לעניינם של החייבים יגיע מצד מערכת שעל דלתה רשום "רשות האכיפה והגבייה". שם זה אינו אקראי. הוא נכון ומצביע על ייעודה של מערכת ההוצאה לפועל. ברם, קיים שוני מושגי בין מערכת כאמור לבין ההקלה על חייבים והסדרת חובותיהם. אין זה בריא כי הקטגוריה ישמש גם כסנגור. את ההגנה על חייבים חסרי יכולת תשלום ראוי להותיר במערכת דיני חדלות הפירעון ובין כותלי המוסדות הייעודיים ליישום דינים אלה ולהגשמתם. אין לערב מין בשאינו מינו.

58 סעיף 369 לחוק ההוצאה לפועל.

59 סעיפים 1א7, 2א7 לחוק ההוצאה לפועל, כפי שנוספו על ידי סעיף 361(3) לחוק חדלות פירעון.

60 סעיף 103(ב) לחוק חדלות פירעון.

61 שם, סעיפים 103(א), 104(א)(2), 154(א), 161.

62 דוגמה לכך היא פירוק רשות השידור הישראלית. פירוק רשות השידור הוא חלק ממהלך מקיף וכולל לעדכון השידור הציבורי בישראל ולהשבתו. על פי המהלך, הוקם מכוח החוק תאגיד שידור ציבורי חדש אשר החליף את רשות השידור באחריות לשידור הציבורי בישראל. ברם, במקביל להקמת התאגיד החדש נדרש פירוק וסיום אישיותה המשפטית של רשות השידור. ראו פרק ט"ז לחוק השידור הציבורי, התשע"ד-2014.

63 לחברה יש דרך משפטית חלופית לסיים את חייה המשפטיים: מיזוג בינה – כחברת יעד – לבין חברה קולטת, לפי הוראות הפרק הראשון לחלק השמיני לחוק החברות (סעיפים 314–327).

למשקיעי ההון העצמי בתאגיד.⁶⁴ אם, לעומת זאת, התאגיד המתפרק הוא תאגיד שלא למטרות רווח, כגון עמותה, ינהגו בעודף לפי ההוראות שבתקנון התאגיד. בהיעדר הוראות בנדון בתקנון, ישמש העודף, בהוראת בית המשפט, לקידום מטרות דומות למטרותיו של התאגיד המתפרק.⁶⁵ משרוקן התאגיד מתוכן כלכלי, ונותר בבחינת שלד משפטי, ניתן לחסל באופן סופי את האישיות המשפטית ולגורעה ממאגר האישיות המשפטית מאותו סוג.

4.20 התאגיד העיקרי המנהל עסקים הוא חברה. פירוקה של חברה מוסדר בחוק חדלות פירעון.⁶⁶ בלשון פקודת החברות בזמנו, פירוק זה היה מוכר כ**פירוק בידי בית המשפט**. עיקרו של הפירוק הוא מימוש יתרת נכסי התאגיד הנותרים בידי בעל התפקיד שהתמנה וחלוקת תמורתם בין הנושים בהתאם לסדרי הפירעון הקבועים בדין.⁶⁷ פירוק זה נפתח, ככל הליך אחר לפי החוק, בבקשת הנושה או החייב למתן צו לפתיחת הליכים. אם אישר בית המשפט את פתיחת ההליך עליו יהיה לבחון אם פני התאגיד מיעודות להבראה ולהמשך קיום משפטי וכלכלי או לחיסול האישיות המשפטית. ככל שהמתווה שייקבע על ידי בית המשפט הוא חיסול, הוא יורה על פירוק התאגיד.

סוג אחר של פירוק הוא **פירוק מרצון**. פירוק מרצון הוא הליך פירוק המתנהל מחוץ לכותלי בית המשפט. הליך המתנהל בלא מעורבות בית משפט הוא מטבעו גמיש יותר ונוח לצדדים. כאשר הדברים מתנהלים בין הצדדים המעורבים בהסכמה ועל מי מנוחות, תתפרק חברה בדרך זו. פירוק מרצון הוא בר ביצוע בעיקר לחיסול אישיותה המשפטית של חברה בת פירעון.⁶⁸ פירוק מרצון אינו קשור אפוא מבחינה עניינית לנושא דיוננו.

6. הבראת תאגיד

4.21 הבראת חברה היא הליך נוסף שנועד להתמודד עם קשייה הכספיים. כפי שכבר הובהר בפרק ראשון, עיקרו של ההבדל בין פירוק לבין הבראה, מנקודת ראותו של החייב, הוא שפירוק מביא את החייב לקץ דרכו המשפטית, ואילו הבראה מאפשרת לו להוסיף להתקיים כאישיות משפטית גם בתום ההליך. מנקודת ראותם של הנושים, לעומת זאת, עיקר ההבדל הוא באופן פירעון החובות ובמועדי פירעונם. בפירוק, הנושים נפרעים מתוך הכספים המתקבלים ממימוש נכסי החייב. לעומת זאת, הבראת

64 משקיעי ההון העצמי בחברה הם בעלי המניות. זכותם לעודף האמור קבועה בסעיף 248 לפקודת החברות. באגודה שיתופית, משקיעי ההון העצמי הם חברי האגודה השיתופית. זכותם לעודף האמור קבועה בסעיף 39(4) לפקודת האגודות השיתופיות.

65 סעיף 58 לחוק העמותות, התש"ם-1980. בית המשפט המוסמך לצוות על פירוק עמותה הוא בית המשפט המחוזי. שם, סעיף 49. ראו פר"ק (מחוזי י-ם) 850/03 **גוטוירט נ' עו"ד כהן, המפרק הזמני של עמותת רמת איתרי** (פורסם בנבו, מיום ט' תמוז התשע"א, 11.7.2011).

66 פרק ח' לחלק ב' לחוק.

67 סעיף 92 לחוק.

68 עם זה, מבחינה משפטית צרופה, פרק יג לפקודת החברות איפשר גם לחברה חדלת פירעון להתפרק בפירוק מרצון. חוק חדלות פירעון תיקן את חוק החברות וקבע כי תנאי לפתיחתו של הליך פירוק מרצון הוא מתן תצהיר כושר פירעון של הדירקטורים של החברה – סעיף 342כד לחוק החברות, כפי שהוסף על ידי סעיף 360(10) לחוק חדלות פירעון.

חברות במובנה הטהור מייעדת לנושים ערך כלכלי מתוך תזרים ההכנסות העתידי של החייב, בין בדרך של פריסת החובות ופירעונם על פני זמן, לעיתים תוך מחיקת חלק מהם, ובין בדרך של המרת החובות או חלקם להון עצמי בחברה.⁶⁹ כצמד הליכים, פירוק והבראה דומים אחד לאחד לשתי הדרכים האפשריות לפירעון חובות לנושיו של חייב בשר ודם שנקלע להליך של חדלות פירעון. מימוש נכסי החייב ותשלום כסף מזומן לנושים דומה במהותו להליך הפירוק. לעומתו, הסדר תשלומים שאינו כרוך במימוש נכסי החייב דומה במהותו להליך ההבראה.⁷⁰

בהשוואה לפירוק, הליך ההבראה מורכב בהרבה. בפירוק, עיקר מעייניו של בעל התפקיד הממונה נתונים לריכוז הנכסים הנוותרים ולמימושם. ברם, אין לבעל התפקיד כל משימה לשמור על העסק של החברה ולהפעילו כמימים ימימה. תפקידו נושא אפוא אופי מינהלי-משפטי מובהק. לעומת זאת, בהבראה שומה על בעל התפקיד לשאת בכל המטלות המינהליות-משפטיות שנושא בהן בעל התפקיד בפירוק (כגון קיום קשר עם הנושים וריכוז תביעותיהם), לנהל מבחינה עסקית את החברה המוסיפה להתקיים כעסק פעיל, ונוסף לכך – לנהל משא ומתן פעיל עם הנושים על העיצוב המעודכן של הזכויות שמקצה להם החברה כלפיהם.

יצוין כי בישראל, בדומה למתהווה גם בארצות אחרות בעולם, תיקים רבים של הבראה מסתיימים במכירת נכסי החברה או מניווחה כעסק פעיל למשקיע חדש.⁷¹ בנסיבות אלה ייפרעו הנושים בכסף מזומן מתוך כספי הרכישה או בתשלומים (כאשר הרוכש מתעתד לשלם להם מתוך תקבולי החברה בעתיד). אכן, פתרונות הבראה מעין אלה אינם עונים במלואם על הדפוס הטהור של הבראה, ויש בהם סממנים מעורבים מן הפירוק ומן ההבראה גם יחד.⁷²

4.22 בישראל קיים עירוב מושגים בין המונח "הבראת חברה" לבין המונחים "הקפאת הליכים" ו"הסדר נושים" או "הסדר חוב" השגורים בפי רבים.⁷³ מושגים אלה נתפשים לעתים כמונחים נרדפים, ולא היא. הבחנה בין מושגים אלה תחיד את מקומם ואת אופן יישומם של דיני הבראת חברות במהלך חייה של חברה.

69 כך עוצבה הבראתה של חברת דפי זהב בשנת התשס"ט-2009. ראו יורם גביוון "הסדר חוב בדפי זהב: בעלי האג"ח יוותרו על 100 מיליון שקל" *TheMarker* (מיום 22.7.2009), זמין באתר: <https://www.themarker.com/markets/1.534575>. כך גם עוצבה בשנת התשע"ג-2013 הבראתה של חברת אלביט הדמיה בע"מ (פר"ק (מחוזי ת"א) 42576-02-13). המרת חוב החברה למניווחה בהליך הבראה של החברה היא דרך פעולה אהודה על קרנות גידור הרוכשות חובות של החברה בעת שהיא נתונה בקשיים כספיים. ראו, למשל, Wei Jiang, Kai Li & Wei Wang, *Hedge Funds and Chapter 11*, 67 J. FIN. 513 (2012).

70 לעיל פסקה 1.43.

71 שתי דוגמאות בולטות בעניין זה הן פש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05 בעניין קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ, ופר"ק (מחוזי ת"א) 11478-06-13 בעניין אי. די. בי חברה לאחזקות בע"מ.

72 לדיון מפורט בדפוסי ההבראה הנוהגים והראויים, ראו להלן פרק עשרים-ושניים.

73 על השימוש השגור במונח "הקפאת הליכים" לציון הליך הבראת חברה יעיד שם ספרם של השופטת ורדה אלשיך ועו"ד גדעון אורבך. ראו ורדה אלשיך וגדעון אורבך *הקפאת הליכים – הלכה למעשה* (מהדורה שנייה, התשס"ו).

"הבראת חברה" היא ההליך המשפטי המלא המתמודד עם חברה בקשיים כספיים והנמנע ממימוש גורף של נכסיה וחיסול פעילותה העסקית כאמצעי לפירעון חובותיה. הליך משפטי זה אורך זמן. פרק זמן זה משתנה מתיק פשוט לתיק מורכב. הזמן הממוצע להתמשכות הליך הבראה משתנה גם בין ארצות שונות, בשל השונות בכללי המשחק המשפטיים ובסביבה הכלכלית שההליך פועל בה. בפרק זמן זה החברה כפופה לכללים משפטיים ייחודיים. כללים אלה הם דיני חדלות הפירעון, כלומר הדינים הקיבוציים. להליך של הבראת חברה יש נקודת פתיחה ונקודת סיום ברורות מבחינה משפטית. **קו הפתיחה הוא מתן צו להקפאת הליכים**, בצמוד עם צו לפתיחת הליכים. **קו הסיום הוא אישור תכנית ההבראה**. אמנם, אף משאורשה תכנית ההבראה ונכנסה לתוקף משפטי, רבים נוהגים להוסיף להתייחס אל החברה כאל מי שעדיין עובר עליה (בלשון הווה) תהליך הבראה, אולם כאן טמון ההבדל: עד אישורה של תכנית ההבראה עובר על החברה הליך משפטי של הבראה. זהו פרק הזמן שבו חלים, כאמור, דיני חדלות הפירעון. לעומת זאת, משאורשה תכנית ההבראה, עשויה החברה לעבור לתהליך עסקי של הבראה. ברם, מבחינה משפטית, דיני חדלות פירעון סיימו בשלב זה את תפקידם.⁷⁴ קיצורם של דברים, דיני הבראת חברה חלים בפרק הזמן שבין מתן צו הקפאת הליכים לבין צו אישורה של תכנית ההבראה. התקופה הקודמת לצו הקפאת הליכים היא תקופה שבה חל על החברה הדין האזרחי-מסחרי הרגיל. כמוה גם התקופה שמאישור תכנית ההבראה ואילך. זוהי התקופה המשפטית של בתר-הבראה. בתקופה זו החברה שבה לפעול לפי הוראות הדין האזרחי-מסחרי הרגיל.⁷⁵ אמנם, ייתכן שבתכנית ההבראה הומרו זכויות הנושים המקוריות בזכויות חלופיות. ברם, הזכויות המעודכנות של הנושים, כפי שהן מוגדרות בתכנית ההבראה, תהיינה אכיפות על פי כללי הפעולה של הדין הכללי.

המונח "הקפאת הליכים" קשור לצו שיפוטי חשוב ביותר, אך, כאמור, אין הוא אלא שלב ראשון בהליך ההבראה. צו הקפאת הליכים הוא צו שיפוטי לעצירה זמנית של פעולות גבייה יחידניות מצד נושה. צו זה הוא השלב שבו הנושים מועברים למשטר המשפטי הקיבוצי.⁷⁶ ברם, אין במעבר זה משום פתרון כללי למצוקות החברה ואין בו מענה מעשי על זכויות הנושים. במילים אחרות, הקפאת הליכים היא שלב פתיחה נדרש להבראה, אך שלב זה זקוק להשלמה משפטית. שלב ההשלמה הוא, כאמור, שלב אישורה של תכנית ההבראה.

74 פש"ר (מחוזי ב"ש) 6145/01, בש"א 9189/02 שיקרצי בע"מ נ' פרוגרס (1984) בית-חרושת לשוקולד בע"מ (בפירוק), פ"מ תשס"ב (1) 843 (2003); פש"ר (מחוזי ב"ש) 3312/04, בש"א 3196/04 בעניין ש.ל. תכנון וביצוע בניה הנדסית בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ט טבת התשס"ה, 10.1.2005).

75 סעיף 91 לחוק חדלות פירעון. משום כך אין הצדקה להוראת חוק או צו שיפוטי שיאריך את תקופת הקפאת הליכים לחודשים שייארכו ביצוע תכנית ההבראה ויישומה. לחוסר בהירות של הפסיקה בעניין צו הקפאת הליכים לאחר אישור תכנית הבראה השוו, למשל, ע"א 7192/02 גבאי נ' המכון הארצי לתחבורה (פורסם בנבו, מיום י"א סיון התשס"ג, 11.6.2003) (הארכה של הקפאת הליכים גם לתקופת בתר-הבראה), לעומת פש"ר (מחוזי ת"א) 1896/02, בש"א 10834/03 בעניין אמדר לבניין (אילת) בע"מ (בהקפאת הליכים) (פורסם בנבו, מיום ג' סיון התשס"ג, 3.6.2003) (סיום צו הקפאת הליכים משאורשה תכנית ההבראה). לסיים הקפאת הליכים משאורשה תכנית ההבראה, בארצות-הברית, ראו Bankruptcy Code §§362(c)(1), (2)(C), 1141(b), (d)(1)(A). עם זה, הצדדים לתכנית ההבראה רשאים לכלול בתכנית הוראה בדבר המשך עיכוב הליכים עד לגמר יישומה. ראו, למשל, *In re Boston Medical Center, Inc.*, 285 B.R. 87, 95-96 (2002).

76 על פועלו של צו הקפאת הליכים ראו ביתר הרחבה להלן פרק שנים-עשר.

"תכנית ההבראה" היא התכנית המובאת לאישור משפטי רשמי ואשר תחייב את החברה מזה, ואת כלל נושיה מזה.⁷⁷ תכנית ההבראה היא היעד הסופי שהחברה ונושיה חותרים אליו בהליך ההבראה. היא מתגבשת, על פי רוב, במהלך משא ומתן המתנהל בתקופת ההבראה, כלומר לאחר שניתן צו הקפאת הליכים.⁷⁸ גיבושה הוא תכלית כל ההליך כולו. תכנית ההבראה היא הבסיס העסקי והמשפטי לפעולת החברה בשלב בתר-ההבראה. תכנית הבראה היא תכנית מקיפה, ולה שני חלקים עיקריים: החלק האחד הוא חלק כלכלי-עסקי. חלק זה מתווה לחברה תכנית פעולה עסקית להמשך דרכה. בחלק זה יפורטו אפיקי הפעילות המעודכנים של החברה – אם היא תוסיף לפעול כבעבר או תצמצם את תחומי הפעילות; אלו חטיבות עסקיות תוספנה לפעול בחברה; אם היא תוסיף לפעול כמערכת כלכלית נפרדת, או אולי תחבור לחברה אחרת במיזוג או בעסקת רכישה אחרת, וכיוצא באלה. החלק האחר של תכנית ההבראה הוא בעיקרו חלק משפטי. חלק זה עוסק בהגדרת זכויות הנושים של החברה ובאופן הפירעון כלפיהם. יוגדר בו שיעור החובות הכללי, גובה חובו הפרטני של כל אחד מן הנושים, עדיפותו היחסית על פי דין, גובה התשלום שיזכה לו (לפי עדיפותו) ומועדי התשלומים. חלק זה של תכנית ההבראה מוכר בישראל בשמו הנרדף "הסדר נושים", או "הסדר חוב". שם זה מעיד על תוכנו. זהו הסכם משפטי המסדיר את זכויות הנושים מכאן ואילך. הוא מחליף את זכויותיהם המקוריות. זכויותיהם של הנושים בתקופת בתר-ההבראה מוגדרות אך ורק בתכנית ההבראה. הנושים יהיו זכאים לתבוע אכיפה מן החייב, או מנציגו, מכוח תכנית ההבראה בלבד. תכנית ההבראה היא הסדר חוזי אשר זכה לתמיכת הנושים לסוגיהם⁷⁹ ואשר על ידי בית המשפט.⁸⁰ לשון אחר, תכנית ההבראה אינה אלא הסכם פשרה

- 77 חוק חדלות פירעון מכנה תכנית הבראה בשם "תכנית לשיקום כלכלי". ראו סעיף 4 לחוק.
 78 עם זה, יש שתכניות הבראה מתגבשות במשא ומתן מוקדם בין החברה לנושים, עוד לפני פתיחתו של הליך הבראה רשמי. בתום משא ומתן מוצלח כאמור, התכנית המגובשת עשויה לזכות באישור הנושים בלא כניסה להליך הבראה רשמי כלל ועיקר, ולעתים תיכנס החברה להליך הבראה חפוז לשם אישור התכנית. אישור תכנית הבראה בלא נקיטת הליך רשמי מכונה בישראל "הסדר מחוץ לבית המשפט". ראו יחיאל בהט "הבראת תאגידים בקשיים בסיוע בנקים – הסדרים מחוץ לבית המשפט כאלטרנטיבה להליכים פורמליים" רבעון לבנקאות ל 60 (התשנ"ב); יחיאל בהט "הסדרי הבראה – בבית המשפט ומחוץ לבית המשפט" 297, 310 (התשנ"ו). באנגליה מכונה הליך זה The London Approach, ובארצות-הברית – A Workout Plan Reorganization Cases, 48 S. C. L. REV. 798, 852–876 (1997); Conrad B. Duberstein, *Out-of-Court Workouts*, 1 AM. BANKR. INST. L. REV. 347 (1993); Alan Schwartz, *Bankruptcy Workouts and Debt Contracts*, 36 J. L. & ECON. 595 (1993); Laura Lin, *The Information Content of a Bank's Involvement in Private Workouts*, 3 GEO. MASON IND. L. REV. 97, 98–101 (1994); Richard E. Mendales, *We Can Work it Out: The Interaction of Bankruptcy and Securities Regulation in the Workout Context*, 46 RUTGERS L. REV. 1213, 1221–1245 (1994); John Armour & Simon Deakin, *Norms in Private Insolvency: The 'London Approach' to the Resolution of Financial Distress*, 1 J. CORP. L. STUD. 21 (2001); John Armour, Brian R. Cheffins & David A. Skeel Jr., *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom*, 55 VAND. L. REV. 1699, 1754–1762 (2002).
- 79 על סיווג הנושים והרוב הדרוש בכל אסיפת סוג לשם אישור תכנית ההבראה, ראו להלן פסקאות 23.30–23.74.
- 80 ראו גם ע"א 6010/99 המנהל המיוחד של תבור, תעשיות שיש בע"מ (כפירוק) נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד נו(1) 385, 400–401 (התשס"ב-2001). אישור בית המשפט הוא תנאי לתוקפו המשפטי של ההסדר. ראו סעיפים 86, 89 לחוק חדלות פירעון. קדם להם סעיף 350(ט) לחוק החברות.

שקיבל תוקף של פסק דין.⁸¹ בהתאמה, כל תביעה מצד נושה תיעשה על פי מערכת הזכויות המוסכמת הגלומה בתכנית ההבראה.

עם זה, לאורך השנים, מתאר המונח "הסדר חוב" גם הליך של משא ומתן המכוון להבראת החברה בדרך הסכמית בין החברה לבין נושיה, באישורו של בית המשפט, אולם בניסיון לחמוק מן הרשמיות של השלבים הראשוניים של הליך הבראה קלאסי. חברות שונות ונושיהן מבקשים לקדם "הסדר חוב" בלי להיזקק לצו הקפאת הליכים בבית המשפט ובלי למנות בעל תפקיד לריכוז ההליך. טעמים שונים לכך, ואחד העיקריים שבהם הוא טעם פסיכולוגי-תודעתי.⁸² על התפתחות זו, לרבות אופן הסדרתה בחוק החדש, יורחב בהמשך.⁸³

4.23 הליך של הבראת חברה הוסדר בעבר בסעיף 350 לחוק החברות ובתקנות ההבראה.⁸⁴ סעיף זה דן אך במעט מסבך השאלות המשפטיות המתעוררות בהליכי הבראה והיה בבחינת מועט שאינו מחזיק את המרובה.⁸⁵ למעשה, התמקד הסעיף בשני עניינים בלבד. ראשית, הסעיף הסמיך את בית המשפט המחוזי לצוות על הקפאת הליכים.⁸⁶ שנית, הסעיף קבע את אופן אישורה של תכנית ההבראה. לשם אישור התכנית, דרש הסעיף כי התכנית תקבל את אישורם של כל סוגי הנושים, בהתכנסם באסיפות נפרדות, כאשר הרוב הדרוש לאישור באסיפה הוא מחצית מן הנוכחים באסיפה אשר בידיהם שלושה-רבעים מסך כל החובות המיוצגים באסיפה.⁸⁷ ואולם, כל ההתחבטויות והשאלות בדבר המדיניות המשפטית הכרוכות בזכויות צדדים המתקשרים עם החברה במהלך תקופת ההבראה, בתווך שבין שתי נקודות זמן אלה, לא זכו למענה מפורש בחקיקה. עם חקיקתו של תיקון מס' 19 לחוק החברות, בשנת התשע"ב-2012, בא עניין זה על תיקונו. סעיף 350 עובה בסעיפים נוספים והפך לפרק שלם בחוק החברות המסדיר את הליך ההבראה באופן מקיף ומשביע רצון.⁸⁸ כיום, ההליך מוסדר בחוק חדלות

81 ראו, למשל, עניין שיקרצי, לעיל ה"ש 74.

82 David Hahn, *The Financial Crisis of 2009 – Have Reorganization Proceedings in Emerging Markets Gone Bankrupt: Israel as a Case Study*, 12(3) U. PA. J. Bus. L. 731 (2010).

83 להלן פסקאות 8.15–8.18, 8.62–8.65, 9.56–9.64.

84 לפני שנחקק חוק החברות, הוסדר הדבר בקצרה בסעיף 233 לפקודת החברות.

85 על חסר החקיקה בעניין הבראת חברות בישראל בעבר ראו, למשל, עניין תבור, תעשיות שיש, לעיל ה"ש 80; רע"א 7125/00 כונס הנכסים של קבוצת אספלט בע"מ נ' רוסטום שלבאנה, פ"ד נו(3) 507 (התשס"ב-2002); ע"א 1728/01 כונס נכסים זמני לשלמי עד בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ג סיון התשס"ג, 23.6.2003); ע"א 3225/99 שיכון עובדים בע"מ נ' טש"ת חברה קבלנית לבניין בע"מ, פ"ד נג(5) 97 (התש"ס-1999).

86 סעיף 350(ב) לחוק החברות.

87 סעיף 350(ט) לחוק החברות.

88 סימן ב' לפרק ג' לחלק התשיעי של חוק החברות (סעיפים 350א-350טז).

פירעון.⁸⁹ נוסף לו, קובע החוק הליך חלופי של הסדרת חובות החברה ללא צו לפתיחת הליכים.⁹⁰ הליך ההבראה, דרך התנהלותו והכללים המשפטיים החלים בו, יידונו בהרחבה בהמשך.⁹¹

7. כינוס נכסים

4.24 פירושו הלשוני של "כינוס נכסים" הוא קבלת נכסים לידי של אדם מסוים לשם שליטה בהם. סעד זה של קבלת שליטה בנכס של הזולת הוא סעד שיפוטי בלבד.⁹² תכליתו של הסעד משתנה לפי ההקשרים שבהם הוא מופיע בחקיקה. כך, למשל, סעד כינוס הנכסים מופיע בתקנות סדר הדין האזרחי.⁹³ שם, כינוס הנכסים משמש כסעד זמני הנפסק לטובת תובע לצורך הבטחת יכולתו לגבות מן הנתבע אם יזכה בתביעה נגדו. כונס הנכסים ישמש אפוא מעין שומר מטעם בית המשפט על נכס של הנתבע עד לסיום התביעה. אם יזכה התובע בתביעתו, יידע כי לפחות נכס זה עומד לרשותו לצורך גביית חובו הפסוק.⁹⁴ בהקשרים אחרים, ייעודו של כינוס הנכסים הוא לקבל שליטה בנכס של חייב לשם מימושו ופירעון חוב לנושה מתוך התמורה המתקבלת במימוש.⁹⁵ כזהו, למשל, כינוס הנכסים לפי חוק ההוצאה לפועל.⁹⁶ אף שעבודים משוכללים – היינו, שעבוד על נכס המוחזק בידי הנושה או שעבוד הרשום במרשם הציבורי הייעודי – ניתנים למימוש באמצעות כונס נכסים. אשר לשעבוד על נכס מסוים, מורה סעיף 17(2) לחוק המשכון כי מימושו ייעשה דרך ההוצאה לפועל. בהוצאה לפועל ימונה כונס נכסים למימוש הנכס המשועבד ולגביית החוב.

4.25 שעבוד נוסף שמאפשר את גביית החוב באמצעות כינוס נכסים הוא שעבוד צף על נכסיה של חברה. שעבוד צף הוא שעבוד החל על קבוצת נכסים רחבה של חברה, ובה נכסים קיימים ועתידיים.⁹⁷

- 89 פרק ז' לחלק ב' לחוק.
 90 חלק י' לחוק. לביקורת על פרק ד' של חלק זה, שכותרתו "משא ומתן מוגן", ראו להלן פסקאות 9.56–9.64.
 91 להלן שערים שלישי ושישי.
 92 באנגליה, לעומת זאת, נושה המחזיק באגרת חוב המובטחת בשעבוד צף, אשר נוצרה לפני 15.9.2003, מוסמך למנות בעצמו כונס נכסים לאכיפת זכויותיו לפי אגרת החוב. נושה המחזיק באגרת חוב המובטחת בשעבוד צף, אשר נוצרה לאחר התאריך האמור, מוסמך למנות בעל תפקיד להבראת החברה (administrator). ראו, Insolvency Act, 1986, Sch. B1 ¶14(1), as added by the Enterprise Act, 2002, ראו Gavin Lightman & Gabriel Moss, The Law of Administrators and Receivers of Companies, 16 (4th ed., 2006).
 93 תקנה 387 לתקנות הסדר הדין האזרחי, התשמ"ד-1984.
 94 דודי שוורץ סדר דין אזרחי – חידושים, תהליכים ומגמות פרק 20 (התשס"ז); יואל זוסמן סדרי הדין האזרחי 621 (מהדורה שביעית, שלמה לוין עורך, התשנ"ה); שי שגב "על היחס שבין חוק-יסוד: כבוד-האדם וחירותו לבין תקנות סדר הדין האזרחי, בכלל, והסעדים הזמניים, בפרט" המשפט ב 53, 81 (התשנ"ה).
 95 להבדל בין תכליתו של כינוס נכסים כסעד זמני לבין תכליתו כסעד קבוע ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 1397/02, בש"א 19407/02 בעניין זאבי תקשורת – מימון וניהול בע"מ, פסקה 39 (פורסם בנבו, מיום ז' כסלו התשס"ג, 12.11.2002).
 96 סעיף 54 לחוק ההוצאה לפועל.
 97 "שעבוד צף" מוגדר בסעיף 1 לפקודת החברות כ"שעבוד על כל נכסיה ומפעלה של החברה או על מקצתם אותה שעה, כפי מצבם מזמן לזמן, אך בכפוף לסמכותה של החברה ליצור שעבודים מיוחדים על נכסיה או

פרק ח' לפקודת החברות קובע דין מיוחד באשר לדרכי האכיפה של שעבוד צף. שלא כשעבוד על נכס מסוים, שעבוד צף ייאכף באמצעות כונס נכסים שימונה על ידי בית המשפט המחוזי.⁹⁸ בית המשפט ימנה כונס נכסים לאכיפת השעבוד על פי בקשת הנושה שתביעתו מובטחת בשעבוד.

כינוס נכסים לפי פקודת החברות הוא כינוס הנכסים המוכר והרווח יותר בתודעה הכללית.⁹⁹ כינוס נכסים זה נקשר לא אחת לתחום חדלות הפירעון. הליך זה נחשב לאחד ההליכים המשפטיים הייעודיים לנסיבות חדלות פירעון של החברה החייבת. אמנם, מבחינה עיונית צרופה, לא היא. בהיותו הליך לאכיפת השעבוד הצף, כינוס הנכסים הוא אמצעי לגביית חובו של נושה אחד מסוים של חברה, נושה המובטח בשעבוד כאמור. כינוס הנכסים אינו הליך קיבוצי אשר נועד לבחון את יכולת הפירעון של החייב כלפי כל נושיו ולרכז את פירעון החובות כולם לפי מפתח מוגדר של פירעון. השיקול המנחה בכינוס נכסים הוא השאת שיעור הפירעון לנושה המובטח בשעבוד הצף לבדו. מעמדו של יתר נושי החייב אינו מעניינו של כונס הנכסים.¹⁰⁰ כך להלכה.¹⁰¹ למעשה, השתרבב הליך כינוס הנכסים בישראל אל ההליכים המטפלים בחדלות פירעון. שני טעמים למציאות זו. **טעם אחד** נובע משילוב בין שיקול מעשי לבין טבעו של שעבוד צף. שעבוד צף נדרש, על פי רוב, על ידי בנקים כביטחון להלוואותיהם לחברות מסחריות. הבנקים מטילים שעבוד צף על כל נכסי החברה כמצוות אנשים מלומדה. בישראל, הבנקים משמשים כמקור עיקרי למתן אשראי לחברות המסחריות הקטנות והבינוניות.¹⁰² לפיכך, חברות תשתלדנה שלא לפגוע בקשריהן העסקיים עם הבנקים ותימנענה מהפרת חווי הלוואה עמם, כל עוד מסור הדבר לשליטתן. משהופר חוזה ההלוואה (החיוב הבסיסי) על ידי הלווה, יבקש הבנק לממש את השעבוד הצף, וכינוס הנכסים יהיה האמצעי למימוש. אם אכן הופר חוזה ההלוואה עם הבנק, על פי רוב מדובר בהשתלשלות נסיבות שהחברה הלווה איבדה שליטה בהן. בדרך כלל, ההפרה נובעת מחוסר יכולת לשלם לבנק. לשון אחר, הפרת חוזה ההלוואה ובקשת מימוש השעבוד מצד הבנק עלולות לשמש סימן המעיד על בעיית פירעון רחבה וכללית של החייב. עניין זה, כשלעצמו, אינו מבהיר מדוע כינוס הנכסים לפי פקודת החברות השתרבב אל עולם חדלות הפירעון וקנה בו אחיזה כה איתנה. אמנם, סביר שהפרת החוזה עם הבנק נובעת מחדלות פירעון, ולא מסיבה רצונית, אך אין הדבר ודאי. אין להיחפז כל אימת שחייב לא פרע אחד מחובותיו ולהסיק מכך כי הוא חדל פירעון.¹⁰³ ברם, בעניין כינוס נכסים, נוסף השיקול של טיב השעבוד הצף כבטוחה רחבת היקף. מכיוון שמבחינה מעשית

על מקצתם". לניתוח מאפייניו של שעבוד צף ראו שלום לרנר **שעבוד נכסי חברה** 55–69 (התשנ"ז). לדיון נוסף במקומו של השעבוד הצף בשוק המימון בישראל ובהשפעותיו על דיני חדלות פירעון ראו להלן פרק שישה-עשר.

98 סעיף 194 לפקודת החברות.

99 לצורך פישוט הדיון בספר, המונח "כינוס נכסים" כשלעצמו יישמש במובן כינוס נכסים לפי פקודת החברות לשם אכיפת חוב המובטח בשעבוד צף.

100 Insolvency – A Second Chance ¶ 2.3, CM 5234 (The Insolvency Service, Department of Trade and Industry, July 2001).

101 עם זה, ציווה המחוקק כי חובות בדין קדימה, אשר על פי מפתח העדיפות קודמים לשעבוד צף בפירוק, ייפרעו מתוך הנכסים המשועבדים תחילה אף בכינוס נכסים. ראו פקודת החברות, סעיף 195. לדיון במעמד חובות בדין קדימה ראו להלן פרק תשעה-עשר.

102 להלן פסקאות 5.26–5.27.

103 להלן פסקה 7.21.

כל נכסי החברה משועבדים בשעבוד הצף, ממילא כל המקורות לפירעון לנושים אחרים מרוכזים בידי כונס הנכסים. שליטתו של כונס הנכסים בכל מקורות הפירעון של החברה הופכת את משבר הפירעון עם הנושה המובטח בשעבוד צף למשבר המשפיע אף על יכולת הגבייה של נושים אחרים.

הטעם השני לחיבורו של כינוס הנכסים להליכי חדלות פירעון הוא טעם היסטורי. עד לשנת התשנ"ה-1995 לא היה כל חוק בישראל שיסדיר את הליך הבראתה של חברה. ההליך המשפטי היחיד שהיה זמין אפוא לטיפול בחדלות פירעון של חברה היה הפירוק. ברם, במציאות, נוכחו שופטי בתי המשפט שדנו בבקשות הפירוק של חברות חדלות פירעון כי חלק מחברות אלה ניתן עדיין להצלה ולהשבחה. ואמנם, לא כל חברה הנתונה בקשיים כספיים היא חסרת תקווה. יש חברות אשר יש להן סיכוי להשתפר ולהשביח את ערכן הכלכלי. השופטים היססו, ולעתים נמנעו, מלצוות על פירוק חברות כאמור, חרף בקשות שהוגשו נגדן מצד נושים. ברי היה לשופטים כי תוצאתו של צו פירוק נגד החברה היא כיליון החברה וסיום פעילותה. פירוק היה מסכל כל אפשרות להשבחת ערך החברה בעתיד. ברם, באופן רשמי, לא היה בידי השופטים חוק שיאפשר לקדם את החברה אל עבר העתיד, חרף קשייה. בהיעדר הליך להבראת חברה בחוק, נקטו השופטים דרכים יצירתיות להשגת המטרה שסימנו: שימור עסקי החברה ודחיית חיסולה הסופי עד שיכלו כל הקיצין. השופטים פעלו בדרך של "עת לעשות – הוסיפו על חוקיך". דרכים אלה כללו, בין השאר, שימוש בהליכים הקבועים בפקודת החברות, כגון כינוס הנכסים והפירוק הזמני.¹⁰⁴ בהיות השעבוד הצף שעבוד רחב יריעה, אשר פורש כנפיו על כל נכסי החברה, משך הליך כינוס הנכסים את עיניהם של שופטי בתי המשפט כהליך מתאים להתמודדות עם מכלול ענייניה הכלכליים של החברה. אופן ההתמודדות שבו בחרו בתי המשפט היה למנות לנכסי החברה כונס נכסים, אך למנוע בעדו מלממש מימוש מהיר. בצו המינורי ציווה בית המשפט את הכונס לשמש ככונס-מפעיל. על הכונס היה לקבל לידיו שליטה בנכסי החברה המשועבדים לשם הפעלתם וניהולם כעסק פעיל. היעד שכיוונו אליו בתי המשפט בתיקי הכינוס-המפעיל היה השבחת ערך נכסי החברה והשאת שיעורי הפירעון לנושה המובטח בשעבוד הצף. אם גם נותר עודף לאחר הפירעון לנושה המובטח האמור, נהנו מן המהלך גם שאר הנושים.¹⁰⁵ הנה כי כן, לאורך השנים הפך הליך כינוס הנכסים את עורו: מייעוד משפטי של מימוש נכסים לשם פירעון לנושה מסוים גרידא, שימש ההליך בפועל לא אחת לשימור נכסים לשם פירעון דחוי ומוגדל לנושה המובטח ולנושים נוספים.

104 ע"א 9555/02 זידאן נ' ברית פיקוח לקואופרציה החקלאית העובדת בע"מ, פ"ד נט(1) 538, 559 (התשס"ד-2004); שלמה לויין "הקוסם מארץ עוז: היכול בית המשפט ליצור יש מאין?" ספר לובנברג 33 (התשמ"ח); חנה אבנור "המפרק הזמני" ספר לובנברג 199, 204-205 (התשמ"ח); אליעזר וולובסקי כונס נכסים בדיני חברות 672 (מהדורה שנייה, התשס"ד); ע"א 522/72 מדינת ישראל נ' כונס נכסים של החברה וולטקס צמרון בע"מ (בפירוק ובכינוס נכסים), פ"ד כז(2) 393, 398, 405 (התשל"ג-1973); John Armour; Sandra Frisby, *Rethinking Receivership* 21 OXFORD J. LEG. STUD. 73 (2001).
105 הפיכתם בפועל של כונסי נכסים מסוימים למפרקים או לבעלי תפקיד בהבראה השפיעה גם על נכונות בית המשפט לפסוק לכונסי הנכסים שכר טרחה בשיעור הקבוע בתקנות למפרקים, הגבוה מן השיעור הקבוע בתקנות לכונסי נכסים, תקנות 8-11, 13 לתקנות החברות (כללים בדבר מינוי כונסי נכסים ומפרקים ושכרם), התשמ"א-1981. ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 2425/04, בש"א 14092/05 כונס הנכסים הזמני של חטיפון גל ייצור ושיווק מזון (1989) בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ד כסלו התשס"ו, 15.12.2005).

4.26 הליך כינוס הנכסים הוא אפוא ביסודו המשפטי הליך משפטי שאינו הליך של חדלות פירעון ייעודי. עם זה, הנסיבות המסחריות, כמו גם נסיבות משפטיות-היסטוריות, שרבוהו במרכז הליכי חדלות הפירעון בישראל. אמנם משתוקנה פקודת החברות בשנת התשנ"ה-1995 ושילבה הוראת חוק המקדמת הליכים להבראת חברה, ואחריה החרה החזיק גם חוק החברות משנת התשנ"ט-1999, הצטמצם השימוש בכינוס-המפעיל. ככל שהלך ורווח בישראל השימוש בצו הקפאת ההליכים כבסיס להבראת חברה, נזקקו בתי המשפט פחות לכינוס-מפעיל. ממילא, התהליך ההיסטורי מחזיר את את כינוס הנכסים לממדיו המשפטיים הטבעיים, כלומר – הליך לאכיפת זכותו של נושה המובטח בשעבוד צף.

8. בעלי תפקידים

4.27 בהליכים השונים העוסקים בנסיבות של חדלות פירעון ממנים בתי המשפט בעלי תפקידים לריכוז כל הליך ושליטה בו.¹⁰⁶ בתי המשפט מתייחסים לבעלי התפקידים שמינו כאל "פקידי בית המשפט".¹⁰⁷ ביטוי זה שאול מן הביטוי האנגלי "officer of the court", המיוחס לבעלי תפקידים כאמור.¹⁰⁸ במרוצת השנים, נשאו בעלי התפקידים שמות תואר שונים. אחדים מן השמות מבטאים את ההליך אשר בעל התפקיד פועל בו. כך, למשל, מפרק הוא בעל התפקיד השולט בהליך הפירוק, וכונס נכסים הוא בעל התפקיד המופקד על גביית חוב המובטח בשעבוד צף באמצעות הליך לכינוס נכסי החייב. בדומה, בעל התפקיד המרכז את הליך חדלות הפירעון של חייב בשר ודם הוא הנאמן. בהליך הבראת חברה, לעומת זאת, מונחים רבים משמשים לכינוי בעל התפקיד. בלשון הרשמית של תקנות ההבראה, שמו הוא פשוט בעל תפקיד. ברם, בכתי המשפט ובקרב העוסקים בתחום, מכונה לא אחת בעל תפקיד כאמור בשם הנאמן להקפאת ההליכים,¹⁰⁹ הנאמן להסדר הנושים¹¹⁰ או המנהל המיוחד.¹¹¹ כל אחד מכינויים אלה מבקש להבליט תפקיד אחד מבין כלל התפקידים המסורים בידי בעל התפקיד. כינוי בשם "נאמן" מציין את אחריותו כנציג המופקד על נכסי החייב והמרכז את הטיפול בהם למען הנושים. אלה תפקידים בעלי אופי משפטי-מינהלי בעיקרם. כינוי בשם "מנהל מיוחד" מבליט את היותו מנהל של עסקי החברה בתקופת ההבראה. ברם, הן הפן המשפטי והן הפן

106 סעיפים 33(א), 121(5) לחוק חדלות פירעון. קדמו להם סעיף 45 לפקודת פשיטת הרגל (סמכות למינוי נאמן בפשיטת רגל); סעיפים 194, 300 לפקודת החברות (סמכות למינוי כונס נכסים או מפרק, בהתאמה); תקנה 14 לתקנות ההבראה (סמכות למינוי בעל תפקיד).

107 רע"א 2077/92 אדלסון נ' רייף, פ"ד מז(3) 485 (התשנ"ג-1993) (על מעמדו של כונס נכסים); ע"א 1034/92 רמות זכרון בע"מ נ' כונס הנכסים של מלון מנדרין בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ז טבת התשנ"ג, 20.1.1993) (על מעמדו של כונס נכסים); רע"א 10/89 יוסף פקר נ' פ.י.ט. חברה פיננסית לתעשייה ולמסחר בע"מ (בפירוק), פ"ד מב(4) 573 (התשמ"ט-1989) (על מעמדו של מפרק); ע"א 635/71 שיווק מוצרי אוטוקרס בע"מ נ' כונסי הנכסים של אוטוקרס בע"מ, פ"ד כו(1) 682 (התשל"ב-1972) (על מעמדו של בעל תפקיד שמונה על ידי בית משפט להיות ממונה על רכוש כלשהו).

108 Lightman & Moss, לעיל ה"ש 92, בעמ' 234-235.

109 ראו, למשל, בש"א (מחוזי ת"א) 20103/01 בעניין מועדון אבריי-בוד בע"מ (פורסם בנבו, מיום ב' סיון התשס"ב, 13.5.2002).

110 פש"ר (מחוזי ת"א) 1202/02, בש"א 21477/02 הנאמן להסדר הנושים של תדיר-גן מתכת בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ט אדר א' התשס"ג, 3.3.2003).

111 ראו, למשל, רע"א 1765/00 י. מושקוביץ חברה קבלנית לבנין (1988) בע"מ נ' תשורה ייזום ובנין בע"מ (בניהול מיוחד), פ"ד נה(2) 447 (התשס"א-2001).

העסקי מסורים לאחריותו הישירה של בעל התפקיד. מכיוון שהליך הבראת חברה הוא צעיר לימים בחקיקה הישראלית ומכיוון שחקיקה זו חלקית היא ועשויה טלאים טלאים, אין זה מפליא להיווכח כי המינוח בנושא לא היה אחיד. ואכן, כדי להוסיף על המבוכה המושגית הוסיף תיקון מס' 18 לחוק החברות, העוסק בהסדרי חוב (קרי: הבראות) של חברות שהנפיקו אגרות חוב לציבור בעל תפקיד בשם **מומחה**, ותיקון מס' 19 לחוק החברות הסמיך את בית המשפט למנות **מפקח** מקום שלא מונה בעל תפקיד חיצוני. על כל אלה הוסיף בית המשפט תפקיד של **משקיף** בדירקטוריון החברה, טרם החלפתו המלאה בידי נאמן.¹¹² הצורך במינוח אחיד יחסית בהקשר זה הוא ברור. אכן, חוק חדלות פירעון דבק במונח **נאמן** בעבור כל בעל תפקיד בהליכי חדלות פירעון, הן בהליך לחייב בשר ודם והן בהליך לחייב תאגידי, בין שההליך הוא מימושי ובין שהוא הליך של הבראה. עם זה, החוק עדיין נותר עם דמותו של "המומחה" לבחינת הסדרי חוב עם מחזיקי אג"ח.¹¹³

4.28 החקיקה המנדטורית קבעה כברירת מחדל את הכונס הרשמי כנאמן של כל חייב, בשר ודם או חברה, כל עוד לא התמנה לו נאמן אחר.¹¹⁴ חוק חדלות פירעון זונח תפישה מיושנת זו באשר לתיקי חדלות פירעון של תאגידיים, ומייעד כנאמנים בעלי תפקיד מן המגזר הפרטי.¹¹⁵ עם זה, הכונס הרשמי (או בשמו החדש בחוק: הממונה על הליכי חדלות פירעון) עשוי להתמנות כבעל תפקיד בתיקים בעלי מורכבות מיוחדת, נושאי חשיבות ציבורית. דא עקא, כחלק מן המנגנון הממשלתי, חסרה לעתים לכונס הרשמי המיומנות העסקית הדרושה לבעל התפקיד. לשם השלמת פן זה, רשאי הכונס הרשמי לבקש מבית המשפט כי ימנה לצדו **מנהל מיוחד** לניהול ענייניו של החייב.¹¹⁶ דוגמאות בולטות בשנים האחרונות לעבודת צוות כאמור של הכונס הרשמי עם מנהלים מיוחדים משמשות פרשות הפירוק של **הבנק למסחר בע"מ**,¹¹⁷ קבוצת חברות **חפציבה**¹¹⁸ ו**רשות השידור**.¹¹⁹

4.29 כל אחד מבעלי התפקידים האמורים יכול לכהן כבעל תפקיד קבוע או כבעל תפקיד זמני. הרעיון העיקרי במינוי בעל תפקיד זמני הוא הפיכותו של המינוי. מינוי כאמור נתפש כסעד זמני עד אשר יבורר אם נחוץ ההליך המלא, ובכללו כהונה של בעל תפקיד קבוע. ברם, כפי שהערתי לעיל,

- 112 פר"ק (מחוזי ת"א) 36681-04-13 בעניין **אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ**; פר"ק (מחוזי י-ם) 26836-07-14 בעניין **חברת דואר ישראל בע"מ**.
- 113 סעיפים 328–336 לחוק חדלות פירעון. לביקורת החקיקה הדרושת את מינויו של "המומחה" ראו להלן פסקאות 7.71–7.76.
- 114 סעיף 300(ד) לפקודת החברות. הוראות מקבילות נקבעו בסעיפים 20, 44 ו-141 לפקודת פשיטת הרגל. לפי סעיפים אלה, ישמש הכונס הרשמי, בהתאמה, ככונס נכסים (משעת צו הכינוס) או כנאמן (משעת ההכרזה כפושט רגל) לנכסי החייב עד אשר הוא או אדם אחר יתמנה כנאמן.
- 115 בתיקי חדלות פירעון של חייבים בשר ודם ישמש הממונה נאמן כל עוד לא מונה נאמן אחר. סעיף 122 לחוק חדלות פירעון.
- 116 סעיף 318 לפקודת החברות; סעיף 23 לפקודת פשיטת הרגל.
- 117 פש"ר (מחוזי ת"א) 1398/02. על האיוש הראוי של תפקיד המנהל המיוחד בפרשה זו, ראו להלן פסקה 9.9.
- 118 פר"ק (מחוזי י-ם) 4212/07.
- 119 פר"ק (מחוזי י-ם) 11446-08-14.

משהוסדר הליך ההבראה בדין הישראלי, חשיבותם של בעלי התפקידים הזמניים בהליכים המקבילים פחתה מבחינה רעיונית ומעשית גם יחד.¹²⁰

4.30 לשיטתי, פיצול שמות של בעלי התפקידים אינו רצוי ואינו מקדם מטרה מהותית כלשהי. הטעם היחיד להגדרה שונה הוא קיומם של הליכי חדלות פירעון מקבילים הנושאים שמות שונים. כאמור, תואריהם של בעלי התפקיד נגזרים משמות ההליכים. לטעמי, הדין הראוי מעוצב בחוק חדלות פירעון החדש כמסגרת אחידה לכל תיקי חדלות הפירעון. ממילא, אין עוד צורך בהגדרת תפקידים שונים. מטעם זה, כמו גם מטעמי נוחות ובהירות, יתייחס המשך הספר לכל בעלי התפקידים השונים במונח "בעל תפקיד" כפשוטו. עם זה, בדיונים שיתייחסו לסוגיות בדין המסורתי, אשר מעורבים בהן שני בעלי תפקידים, יתייחס הכתוב אל בעלי תפקידים אלה בשמם המקובל עד כה.

ג. החקיקה בדבר חדלות פירעון בישראל

4.31 דיני חדלות פירעון הנוהגים כיום בישראל יונקים ממקורות חקיקה שונים. מקורות חקיקה אלה כוללים הן את החקיקה העוסקת במישרין בהליכים של חדלות פירעון והן הוראות חוק מן המשפט האזרחי-מסחרי אשר עניינן וחשיבותן המהותית הם בנסיבות חדלות פירעון של החייב. לפנינו אפוא מארג חקיקה מורכב. החלק השני, המכיל הוראות חוק שונות מן המשפט האזרחי-מסחרי, משקף מזה שנים חקיקה ישראלית מקורית ומעודכנת יחסית. לעומתו, החקיקה העוסקת במישרין בהליכי חדלות הפירעון נשענה ברובה על חקיקה מנדטורית מיושנת. יש לברך על כך כי חוק חדלות פירעון החדש מחליף את החקיקה המנדטורית האמורה. נעמוד על כל אחד משני חלקים אלה כסדרם.

1. חקיקה המסדירה הליכי חדלות פירעון

(א) המסד ההיסטורי

4.32 מאז הקמת המדינה הוסדרו הליכי חדלות פירעון בשתי פקודות עיקריות:

(א) פקודת פשיטת הרגל.

(ב) פקודת החברות.

הליך פשיטת הרגל, שטיפל בחייב בשר ודם, הוסדר בפקודת פשיטת הרגל, ואילו הליך הפירוק התאגידי הוסדר בפקודת החברות.¹²¹ שתי פקודות אלה חוקקו על ידי המנדט הבריטי בארץ ישראל בשנים 1936 ו-1929, בהתאמה. אף כי כל אחת משתי פקודות אלה נוסחה נוסח חדש בוועדת חוקה, חוק ומשפט של הכנסת,¹²² עיקר ההוראות המסדירות את התנהלות שני ההליכים האמורים נקבע בארץ ישראל המנדטורית ולא בוצעו בו שינוי וריענון מהותיים במשך שנים רבות. פקודות אלה הושתתו על

¹²⁰ לעיל בפרק זה, הכתב הסמוך לה"ש 104.

¹²¹ פירוק חברה בידי בית משפט הוסדר בפרקים יא-יב; טו-יז לפקודת החברות. לצד הפרקים המסדירים את הליך הפירוק, מסדירה פקודת החברות כאמור גם את ההליך של כינוס הנכסים.

¹²² פקודת פשיטת הרגל נוסחה נוסח חדש בשנת התש"ם-1980, ופקודת החברות בשנת התשמ"ג-1983.

החקיקה האנגלית המקבילה שהייתה בתוקף באותן שנים. פקודת פשיטת הרגל ניזונה מן ה-Bankruptcy Act, 1914 ואילו פקודת החברות ינקה מן ה-Companies Act, 1929. הוראות אלה הן מיושנות, לוקות בסרבול הליכים ובסרבול מינוחי. הן רוויות בדרישות דיווח. הפקודות מרבות לעסוק בשלבי ביניים בפתחת הליך (כגון התראת פשיטת רגל, בקשה להכרזה כפושט רגל, צו כינוס, הסדר לפני הכרזה כפושט רגל, הכרזה כפושט רגל). מנגד, הפקודות אינן מרחיבות די הצורך בהסדרת מעמד הזכויות המהותיות של הנושים. בעניין זה הן נסמכות במידה רבה על החקיקה האזרחית-מסחרית.

כפי שכבר ראינו, ההבחנה בין פשיטת רגל לבין פירוק בפקודות אלה נקבעת לפי אישיות המשפטית של החייב. ככלל, פקודות אלה מקבילות זו לזו ומטפלות באופן דומה במשבר הכספי. דרך המלך לטיפול היא מימוש נכסים ופירעון בכסף מזומן לנושים. זהו עיקרו של הליך הפירוק. זהו גם עיקרו של הליך פשיטת הרגל.¹²³ ואמנם, באשר לחברות, פקודת החברות מבטאת תפישה שהייתה מקובלת באנגליה בראשית המאה העשרים: כאשר חברה נקלעת לקשיים כספיים והופכת לחדלת פירעון, אחד דינה – להתפרק.¹²⁴ יש לממש את נכסיה למען קידום הפירעון לנושים.¹²⁵

(ב) תיקוני שנות התשעים

(1) הבראת חברה – חקיקה התחלתית

4.33 התפישה המקורית של פקודת החברות, ולפיה המסלול המשפטי היחיד בעבור חברה שנקלעה לקשיים כספיים הוא מסלול הפירוק, פינתה את מקומה ברבות השנים לתפישה מורכבת יותר. בדומה להתפתחויות בארצות אחרות, המערכת המשפטית החלה להפנים את הרעיון שהבראת חברה היא חלופה מעשית לפירוק.¹²⁶ כפי שראינו לעיל, בהיעדר חוק בנושא זה, ביקשו בתי המשפט לקדם מהלכי הבראה באמצעות פסיקה יצירתית. השופטים השתמשו בהליכי ביניים שונים, כגון מינוי מפרק זמני וכונס-מפעיל, כהליכי הבראה הלכה למעשה. ברם, הכול נעשה בהיעדר בסיס רשמי בחוק. בשל כך חסרו לצווי בתי המשפט שיניים לאכיפת כללי המשחק העיקריים של הליך מסודר להבראת חברה. ראש וראשון לסעדים החסרים היה עיכוב ההליכים. בלא עזירת הנושים מלגבות, החלו ניסיונות ההבראה האמורים מעמדת נחיתות. בלט אפוא הצורך בעיבוי חקיקתם של דיני חדלות הפירעון.

123 עם זה, פקודת פשיטת הרגל מציעה גם פתרון בדרך של הסדר תשלומים תחת מימוש הנכסים. סעיף 56(ג) לפקודת פשיטת הרגל.

124 השוואה (1988) 202–203 KENNETH CORK, CORK ON CORK: SIR KENNETH CORK TAKES STOCK, כפי שצוטט אצל VANESSA FINCH, CORPORATE INSOLVENCY LAW – PERSPECTIVES AND PRINCIPLES 14 (2002) (“Before the 1985 Act every insolvent business went into liquidation or receivership automatically. It was the kiss of death for them and the creator of unemployment”).

125 V. Markham Lester, VICTORIAN INSOLVENCY, BANKRUPTCY, IMPRISONMENT FOR DEBT, AND COMPANY WINDING-UP IN NINETEENTH-CENTURY ENGLAND 1–6, 222–239 (1995).

126 דוד האן “חדל אי בהירות: אתגרי החקיקה והשפיטה בדיני חדלות פירעון” עורך הדין כט 84 (התשע"ו).

4.34 בחדש דצמבר 1986 מינה שר המשפטים ועדה ציבורית, בראשותו של שופט בית המשפט העליון שלמה לוין, "לבחינת נחיצותה של רפורמה בדיני פשיטת-רגל ופירוק חברות, מתוך מגמה להתאמת הדינים הקיימים בתחומים אלה לתקופתנו".¹²⁷ בכתב המינוי של הוועדה היא התבקשה לעסוק בעדיפות ראשונה באימוץ הסדרים משפטיים שיעמדו לרשות חברות בקשיים פיננסיים כחלופה לפירוק. הוועדה התמקדה אפוא בראשונה בגיבוש הסדר להבראת חברות. בראשית שנת 1990 הגישה הוועדה לשר המשפטים את המלצותיה לגיבושם של דיני הבראת חברות לישראל. דו"ח ועדת לוין עסק פחות בהסדרים יישומיים לתקופת הביניים של ניהול החברה, שבין פתיחת הליכי ההבראה לשלב אישור תכנית ההבראה, והתרכז באופן ממוקד בשלב פתיחת ההליכים ובשלב אישור התכנית.¹²⁸ אשר לאופן ניהול החברה בשלב הביניים האמור, בחר דו"ח ועדת לוין לאמץ בדרך היבוא את הסדרי המסגרת הנוהגים בפירוק חברות.¹²⁹ הנחת עבודה חשובה של הוועדה הייתה כי מספר השופטים שיעסוק בישראל בתחום יהיה מצומצם. קבוצת שופטים מצומצמת זו תמחה בתחום, וניסיונה יקנה לה מקצועיות ומיומנות. לפיכך, "אין צורך בקיומם של הסדרים מפורטים לפרטי פרטים אלא די בקביעתם של עקרונות היסוד והמבנה הארגוני של הליכי השיקום תוך מתן שיקול דעת רחב לבית המשפט להתאים את הדין לנסיבות החברה המיוחדת המועמדת לשיקום".¹³⁰

4.35 חלפו שנים אחדות מאז שגובשו המלצותיה של ועדת לוין לחקיקה בשיקום חברות, אך דבר לא נעשה מצד הממשלה לקידום החקיקה בעניין זה. המלצות הוועדה נותרו כהמלצות בלבד והן לא תורגמו לכדי מעשה חקיקה.¹³¹ עם זה, השכיל משרד המשפטים להוביל מהלך חקיקה קצר וענייני אשר נועד להחזיר לשוק בישראל מכשיר משפטי המשמש **אמצעי** להבראת חברות. בשנת התשנ"ה נחקק בכנסת חוק לתיקון פקודת החברות (תיקון מס' 10), התשנ"ה-1995. חוק זה הביא לישראל את צו הקפאת ההליכים. על פי חקיקה זו, צו הקפאת ההליכים יינתן על ידי בית המשפט המחוזי אם הוצעו פשרה או הסדר בין החברה לבין נושיה או בעלי מניותיה, ובית המשפט שוכנע כי יהיה במתן הצו כדי לסייע לגיבושה או לאישורה של תכנית שנועדה להבריאה את החברה.¹³² יוזמיו העידו כי החוק לא

127 הוועדה הציבורית לשם בדיקת נחיצותה של רפורמה בדיני פשיטת-רגל ופירוק חברות, דו"ח מס' 1 – שיקום חברות, עמ' 1 (מיום כ"ה טבת התש"ן, 22.1.1990) (להלן: דו"ח ועדת לוין).

128 שם, במבוא, פסקה 7, פסקאות משנה א'–ג' (עיקרי הדו"ח בנוגע לכשירות לפתוח הליכי הבראה), ז'–ח' (עיקרי הדו"ח בנוגע להליכי תכנית ההבראה והמרת ההליך בהליך הפירוק).

129 שם, בפסקאות משנה ד'–ו' (עיקרי הדו"ח בדבר ניהול החברה על ידי בעל תפקיד בשם "שקם" ואימוץ הסדרי החקיקה הקבועים בנוגע להליך הפירוק).

130 שם, בפסקה 6.

131 סיבה אפשרית אחת לכך הייתה מגבלת המשאבים במחלקת החקיקה במשרד המשפטים. מחלקה זו, המקדמת את הליכי החקיקה השונים, הייתה עסוקה ראשה ורובה בחקיקת חוק חברות ישראלי חדש ומקיף במקום פקודת החברות המנדטורית. יוזמת חקיקה זו, אשר ראשיתה עוד בכינון ועדת הרפורמה בראשות השופט פרופ' אהרן ברק בשנות השמונים, הגיעה לשלביה האחרונים והעיסוק בה תבע את מיטב זמנה של מחלקת החקיקה במשרד המשפטים. העיסוק האינטנסיבי בחוק החברות שהתגבש והלך לא אפשר להוביל מהלך מקביל של חקיקה כללית בדיני חדלות הפירעון, ואפילו לא את יישומן המלא של המלצות ועדת לוין בתחום שיקום החברות.

132 סעיף 233(א1) לפקודת החברות, ובהמשך סעיף 350(ב) לחוק החברות ואחריו סעיף 350 לחוק החברות.

נתפש אצלם מעולם כחוק מקיף להבראת חברות. הוא אף אינו מהווה ביטוי בחקיקה להמלצותיה של ועדת לוין. חוק זה נחקק כאמצעי עזר אשר נועד לפתור בעיה חריפה המתעוררת בכל יוזמת הבראה, אפילו הסכמית. באין מנגנון משפטי אשר ימנע בעד נושה יחיד לנקוט הליכי אכיפה עצמאיים, קשה לקדם הליכים קיבוציים של פשרה וארגון מחדש של הון החברה.¹³³ החוק נועד לזמן לחברות ולנושים, המתאמים עמן את יוזמת הבראה, סעד מונע כאמור. החברה היא "החולה", בעל התפקיד הוא "הרופא" (ובית המשפט יהיה מן הסתם "בית החולים"), וההסדר המשפטי המארגן מחדש את ההון בסופו של דבר נתפש כ"ניתוח".¹³⁴ ברור היה לכול כי חוק זה אינו ממצה את חקיקתם של דיני הבראת החברות בישראל. אמנם החוק נתפש כצעד של ממש בכיוון מיסוד הבראה, אולם, בסופו של דבר, הוא היה – ונותר – צעד אחד בלבד. בשל השתהות החקיקה, היה ברור כי מוטב לחוקק לפי שעה את סעד הקפאת ההליכים מאשר לא לחוקק כלל בתחום הבראת החברות. בבתי המשפט הצטברו תקדימים שבהם נדרשו השופטים לעכב את הליכי אכיפת החובות של נושים שונים לשם קידום אפשרות מעשית של הבראה. לשם כך השתמשו השופטים לעתים ב"סמכותם הטבועה" לתת כל סעד הדרוש לפי דין,¹³⁵ כמצוות סעיף 75 לחוק בתי המשפט [נוסח משולב], התשמ"ד-1984.¹³⁶ אך אל לו לבית משפט במדינה מתוקנת להישען, כעניין של הרגל, על סמכות טבועה. עיכוב ההליכים היה טעון חקיקה. החוק בהתשנ"ה בא כמענה של המחוקק על צורכי השעה.

4.36 נמצאנו למדים אפוא כי בשנת התשנ"ט, ערב חקיקתו של חוק החברות בישראל, הוסדרו הליכי חדלות הפירעון בשני חוקים: פקודת פשיטת הרגל ופקודת החברות. חדלות הפירעון של חברה טופלה בחוק הכללי המסדיר את קיומן של חברות ואת פעילותן, ולא בחוק ייעודי עצמאי. הוועדה הציבורית בראשות השופט ברק, אשר שקדה על גיבוש חוק החברות החדש, בחנה בין השאר את השאלה כיצד לטפל בפרקים של פקודת החברות העוסקים בפירוק חברה ובפרק העוסק בשעבוד נכסי חברה. הוועדה סברה כי נושאים אלה אינם קשורים בטבורם לדיני החברות ולפיכך ראוי כי מקומם יפקד מחוק החברות החדש.¹³⁷ תחת זאת, ראוי לכוללם בחוק חדלות פירעון ייעודי.¹³⁸ לפיכך, הותירה הוועדה על

133 לדיון בבעיות שנותרו אף לאחר חקיקת התיקון ראו יחיאל בהט "הסדרי הבראה לאחר התיקון שהתקבל בפקודת החברות" **רבעון לבנקאות** לד 13 (התשנ"ו); עניין **קבוצת אספלט**, לעיל ה"ש 85, בפסקה 5 לפסק דינו של השופט ש' לוין; עניין **טש"ת**, לעיל ה"ש 85.

134 אכן, ייתכן שבשל עצם המונח "הבראה", מקובל מאוד בתחום הבראת החברות לתאר את ההליכים הננקטים באמצעות מונחים מעולם הרפואה. ראו אליהו וינוגרד "שיקום חברות – מה חידשה הוועדה" **רבעון לבנקאות** כט 111, 112 (התשנ"א). ברור תיאורים אלה, נתפש החוק כ"עזרה ראשונה" בלבד לחברה, כלומר כאמצעי זמני בדרך לטיפול המהותי שאותו היא תעבור. ראו דוידה לחמן-מסר "עקרונות תזכיר חוק שיקום חברות" **רבעון לבנקאות** לד 24, 24–25 (התשנ"ו).

135 המ' (מחוזי ת"א) 947/97 בעניין **רביב עמק חפר – תשתיות ובניה (1982) בע"מ**, פסקה 6 (פורסם בנבו, מיום ד' תמוז התשנ"ט, 18.6.1999); המ' (מחוזי י-ם) 4870/97 בעניין **רהיטי אבגי מוריס בע"מ** (פורסם בנבו, מיום ל' ניסן התשנ"ח, 26.4.1998); ת"א (מחוזי ת"א) 2629/86 **גני אביב, הנדסה ובנין בע"מ (בפירוק) נ' פריצקי**, פ"מ תש"ן (1) 177 (1989).

136 על סמכותו הרחבה של בית המשפט בדונו בבקשות פירוק ראו גם סעיף 263 לפקודת החברות; פירוק (מחוזי ת"א) 240/96, בש"א 104648/98 **כונס הנכסים של תעשיות מפעלי חלב (י.ל.) בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי** (פורסם בנבו, מיום כ"א כסלו התשנ"ט, 10.12.1998).

137 זו גם דעתי האישית. להבחנתי בין דיני חדלות פירעון לדיני חברות, ראו לעיל פסקאות 1.33–1.35.

138 ראו משרד המשפטים, **דין וחשבון הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש** 13 (ירושלים, התשנ"ה-1994).

מכונם את הפרקים בפקודת החברות העוסקים בשעבוד נכסי חברה ובפירוקה ומנעה את העתקתם אל חוק החברות.¹³⁹ ההנחה הייתה כי העתקת פרקי הפירוק לחוק החברות תקבע את מקומם שם ותסכל את הכוונה לחוקם מחדש בחוק חדלות פירעון ישראלי מקורי. לפיכך, הותירו מאחור במתכונת הפקודה המנדטורית, לשם חיקוקם לאחר מכן בחוק ישראלי ייעודי חדש.

4.37 חרף האמור בדו"ח ועדת ברק, הליך הבראת חברה בכל זאת העתיק את מקומו החקיקתי בשנת התשנ"ט. כזכור, הליך זה הוסדר בחוק באופן חלקי בשנת התשנ"ה באמצעות תיקון סעיף 233 לפקודת החברות. סעיף זה, שכותרתו הייתה "סמכות לפשרה או להסדר", היה סעיף הסל של דיני החברות. הסעיף איפשר לחברה להתחדש, לשנות את מבנה ההון שלה ולערוך כל שינוי במערך הזכויות של בעלי מניותיה או נושיה. עיקר חשיבותו היה בכך שהוא איפשר לנקוט שינויים והסדרים אשר פקודת החברות לא התוותה הוראה פרטנית כיצד לאשרם. על כן, שימש סעיף 233 לנקיטת שינויים רבים בחברות, בלא שום קשר לחדלות פירעון.¹⁴⁰ מכיוון שסעיף זה איפשר, בין השאר, לאשר הסדרים בין החברה לבין נושיה, מצא המחוקק כאכסניה מתאימה לחקיקה שעניינה הבראת חברה. לפיכך, שולב צו הקפאת הליכים כסעיף 233(א) לפקודת החברות. משנחקק חוק החברות, ביקש המחוקק לשמור אף בחוק זה על סעיף סל לדיני החברות. לשם כך הועתק סעיף 233 בשלמותו אל החוק. סעיף זה ממוספר כיום כסעיף 350 לחוק החברות. דא עקא, בהעתיקו את סעיף ה"פשרה או הסדר" אל חוק החברות כסעיף שלם, העביר המחוקק עמו גם את הבסיס להבראת חברות מן הפקודה אל החוק. זהו אפוא הרקע ההיסטורי אשר הביא לידי כך שהליך הבראת חברה מוקם בסעיף 350 לחוק החברות, ואילו דיני הפירוק וכינוס הנכסים נותרו בפקודת החברות.

(2) שמיטת חובות בפשיטת רגל

4.38 פקודת פשיטת הרגל המנדטורית זכתה לתפנית מכרעת בחקיקה בשנת התשנ"ו-1996.¹⁴¹ עיקרה של תפנית זו היה בהדגשת זכותו של חייב בשך ודם להיכנס להליך פשיטת הרגל ולצאת ממנו עם צו השוטמו מחובותיו הבלתי פרועים (צו זה מכונה: צו הפטר).¹⁴² אמנם, צו הפטר היה מוסדר בפקודת פשיטת הרגל גם לפני שנת התשנ"ו-1996. ברם, לפני התיקון האמור, נהגה ההלכה כי אין לקדם הליך פשיטת רגל ואין להכריז על חייב כעל פושט רגל אם לא תהיה בכך תועלת לנושים.¹⁴³ מבחן התועלת לנושים היה המבחן הבלעדי לפי בית המשפט העליון לקיום הליכי פשיטת רגל. כך נוצר

139 אכן, סעיף 367 לחוק החברות מבטל את פקודת החברות, למעט הפרקים האמורים (ראו בפרט את סעיף 367(1)) וכמה סעיפים בודדים נוספים.

140 כך, למשל, שימש סעיף 233 כהליך להשוואת זכויות הצבעה של בעלי מניות בחברה פרטית לקראת הפיכתה של החברה לציבורית והצעת ניירות ערך של החברה לציבור. ראו ע"א 70/92 **כלל תעשיות בע"מ נ' לאומי-פיא חברה לניהול קרנות נאמנות בע"מ**, פ"ד מז(2) 329 (התשנ"ג-1993).

141 חוק לתיקון פקודת פשיטת הרגל (מס' 3), התשנ"ו-1996.

142 סעיפים 61-70 לפקודה, וכן בדברי ההסבר להצעת החוק לתיקון פקודת פשיטת הרגל (מס' 3) (פושט רגל זמני ותיקונים שונים), התשנ"ד-1994.

143 סעיף 55(ב) לפקודת פשיטת הרגל (טרם התיקון); ע"א 5503/92 **קירצמן נ' כונס הנכסים הרשמי**, פ"ד מט(1) 749 (התשנ"ד-1994); ע"א 5877/92 **שפיר נ' כונס הנכסים הרשמי**, פ"ד מז(4) 710 (התשנ"ג-1993). ואולם ראו ע"א 4892/91 **אשכנזי נ' כונס הנכסים הרשמי**, פ"ד מח(1) 45 (התשנ"ד-1993).

מצב בלתי ראוי: חייב שנותר מחוסר כול מבחינת אמצעיו הכלכליים לא יכול היה לזכות להשתחרר מחובותיו ומשעבודו הכלכלי, שכן מרוב עניותו לא תהיה בפשיטת הרגל "תועלת לנושים". כל זה בוטל באחת בתיקון התשנ"ו-1996. המחוקק ביטל לחלוטין את מבחן ה"תועלת לנושים". תחת זאת, הדגיש החוק את זכותו של החייב להיכנס לפשיטת רגל לשם קבלת ההפטר. שחרור החייב מעול חובותיו הפך לעיקר דיני חדלות הפירעון של חייבים בשר ודם. זוהי תכלית חברתית וכלכלית ראויה.¹⁴⁴

(ג) תיקוני שנת התשע"ב-2012

4.39 מאז אמצע שנות התשעים, במשך קרוב לעשרים שנה, לא נחקק חוק חדלות פירעון ישראלי מקיף, כפי שקיוותה ועדת ברק ולפניה גם ועדת לוין. אחד התחומים שהתפתחו במציאות המעשית ובפסיקת בתי המשפט בעת הזו היה הבראת חברות. כאמור לעיל, למעשה, כל שהיה בידי בתי המשפט לשם ניהול הליכי הבראה הוא ההסמכה לצוות על הקפאת הליכים להגנת עניינה של החברה עד לגיבוש תכנית הבראה ואישורה.¹⁴⁵ בתחום זה רבתה "התורה שבעל-פה" על "התורה שבכתב". במשרד המשפטים הבינו כי תחום הבראת החברות ראוי להסדרה נוספת בחקיקה וכי אין זה ראוי להמתין עם הסדרה כאמור עד לחקיקת חוק מקיף בנושא חדלות פירעון. לפיכך, קודמה הצעת חוק לתיקון חוק החברות אשר תעבה את סעיף 350 ותוסיף פרק שלם המקנה סמכויות לחברה, לבעלי תפקיד ממונים ולבתי המשפט, לשם ניהול ענייני ומועיל של הליך הבראת חברה. נדרשו סמכויות והבהרות חקיקתיות המתייחסות, בין השאר, לסוגיות דוגמת היכולת לממן את החברה באשראי חדש בעת הבראתה,¹⁴⁶ המשתת חוזים קיימים שהחברה קשורה בהם,¹⁴⁷ או הסמכות להשתמש, להשכיר או לממש נכסים משועבדים.¹⁴⁸ נושאים אלה ודומיהם עוגנו אפוא בחקיקה בשנת התשע"ב-2012 מכוח תיקון מס' 19 לחוק החברות.¹⁴⁹ פרק חדש זה אכן עיצב באופן ערכני וראוי את דיני הבראת חברות בישראל. מבחינה מהותית, הוא משמש כאבן דרך מרכזית אל עבר חוק חדלות פירעון חדש, שמאמצו כמעט במלואו.

4.40 בו ביום שנחקק בכנסת תיקון מס' 19 לחוק החברות, נחקק עמו גם תיקון מס' 18 לחוק זה.¹⁵⁰ תיקון מס' 18 התייחס גם הוא למאמצי הבראתן של חברות. ברם, תיקון זה יוחד לחברות שהנפיקו אגרות חוב לציבור ושהחלו במשא ומתן לשינוי תנאיהן של אגרות החוב האמורות. כלומר, חברה שנקלעה לקשיים כספיים ומבקשת לגבש תכנית הבראה המארגנת מחדש את חובותיה ואת מבנה הונה, כאשר חלק מן הנושים שעמם היא נושאת ונותנת על כך מחזיקים באגרות חוב שלה, הוכפפה להוראות תיקון מס' 18 לחוק החברות. תיקון זה קבע כי משנפתח משא ומתן כאמור בין חברה למחזיקי אגרות החוב שלה, נדרשו הנאמנים לאגרות החוב לפנות לבית המשפט ולבקש את מינויו של "מומחה"

144 ראו על כך גם לעיל, פסקאות 3.72–3.74, ובהרחבה בשער חמישי להלן.

145 לעיל פסקאות 4.33–4.37.

146 להלן פרק שישה-עשר.

147 להלן פרק ארבעה-עשר.

148 להלן פרק שנים-עשר.

149 חוק החברות (תיקון מס' 19), התשע"ב-2012.

150 חוק החברות (תיקון מס' 18), התשע"ב-2012.

שילווה את המשא ומתן, יבחן את תנאי ההסדר המתגבשים בין החברה לבין מחזיקי אגרות החוב ויחווה את דעתו המקצועית על ההסדר בטרם שזה יועלה להצבעה של מחזיקי אגרות החוב.¹⁵¹ תיקון זה היה אחת התגובות לגל ההבראות (שכוננו בשוק: הסדרי חוב) של חברות ציבוריות גדולות, הנושאות חוב למחזיקי אגרות חוב והנסחרות בכורסה, ששטף את המשק הישראלי בעקבות המשבר הפיננסי העולמי בשלהי העשור הראשון לשנות האלפיים.¹⁵²

(ד) חוק חדלות פירעון

4.41 את ההיסטוריה החקיקתית של דיני חדלות הפירעון בישראל חותם חוק חדלות פירעון. החוק בא לאחד באכסניה אחת את דיני חדלות הפירעון באופן מקיף, מאורגן ומפורט. החוק מטפל הן בהיבטים הדיוניים של ניהול ההליכים והן בדין המהותי של זכויות החייב מזה וזכויות הנושים כלפיו ובינם לבין עצמם, מזה. החוק עוסק הן בהליכי חדלות הפירעון של חייבים בשר ודם והן בהליכי חדלות הפירעון לחייבים תאגידיים. דבר זה אכן רצוי הוא.¹⁵³ עם זה, כאמור, האיחוד בחוק אינו מלא, שכן ההליכים עודם מופרדים שם בין חלקים שונים של החוק. כלומר, האיחוד מצוי יותר במעטפת החיצונית, ופחות בהאחדת הליכים מלאה.

4.42 לצד זאת, בא החוק לעדכן את הדין המהותי בעניינים שונים שעלו ברבות השנים בפסיקת בתי המשפט ובספרות המשפטית. כך, למשל, החוק משנה את המוחלטות שבעדיפותם של חובות מובטחים,¹⁵⁴ מגדיר את אחריותם של נושאי משרה להתנהלות בעת שחברה נקלעת לפאתי חדלות פירעון,¹⁵⁵ ועוד.

4.43 החוק מרים תרומה לניהול הדיוני של הליכי חדלות הפירעון. תרומה זו באה לידי ביטוי בשני עניינים עיקריים: ראשית, בשונה מפקודת פשיטת הרגל, החוק מסיט את מרכז הכובד שבקידום הליך חדלות הפירעון לחייב בשר ודם מן המערכת השיפוטית אל המערכת המינהלית. החלטות רבות שדרשו הגשת בקשות, דיונים והכרעות של בתי המשפט בעידן פקודת פשיטת הרגל, יתקבלו לפי החוק על ידי הכונס הרשמי או בלשכת ההוצאה לפועל, ללא צורך בהעמסת דיונים מיותרים על המערכת השיפוטית. זוהי התייעלות של המשאב הציבורי המוגבל המוקצב לטיפול בהליכי חדלות פירעון. הוא צפוי להקל על המערכת השיפוטית ולסייע לצדדים לקדם את ההליך באופן חלק יותר. שנית, החוק מסמיך את בית המשפט המחוזי לאחד אצלו באופן דיוני הליך חדלות פירעון של חייב בשר ודם אשר הוא בעל מניות

151 סעיף 350 לחוק החברות.
 152 על המשבר הפיננסי, ראו להלן פרק שישי. לדיון ביקורתי על תיקון מס' 18 לחוק החברות ראו להלן פסקאות 7.71–7.76.
 153 לביקורת על ההפרדה בחקיקה המנדטורית בין חייבים בשר ודם לחייבים תאגידיים ראו לעיל פסקה 4.32.
 154 סעיף 244 לחוק חדלות פירעון.
 155 שם, חלק ח'.

בחייב תאגידי שממילא נדון לפני אותו בית המשפט. איחוד דיוני זה הוא חשוב מאין כמותו וצפוי לסייע בקידום ההליכים באופן ענייני ומועיל.¹⁵⁶

4.44 לבסוף, החוק מוסיף נדבך חשוב שכה היה חסר עד עתה בחקיקה הישראלית בתחום – דיני חדלות פירעון בינלאומיים.¹⁵⁷ המציאות העסקית של המשק הישראלי המפותח הובילה לניהול עסקים חובקי עולם על ידי אנשי עסקים ישראלים וחברות ישראליות. בתי המשפט נתקלו לא פעם בחברות עם ארץ התאגדות אחת, מרכז עסקים בארץ שנייה והשקעות ונכסים הממוקמים בארצות אחרות. כמגוון ארצות הפעילות כך מגוון מקום מושבם של הנושים השונים. כאשר חברות כאמור נקלעות להליכים של חדלות פירעון, מתעורר האתגר של קביעת סמכות השיפוט הבינלאומית וברירת הדין שעל פיו ייקבעו זכויות החייב ונושיו. החוק הלך בעקבות המלצות UNCITRAL וכלל חלק המסדיר את השאלות האמורות באופן התואם את הנוהג בארצות רבות אחרות בעולם. זו תוספת חשובה שצפויה להגביר גם את הודאות של משקיעים בינלאומיים באשר לדין שיחול בעניינם בעת משבר כלכלי.

2. חקיקה אזרחית-מסחרית שעניינה העיקרי הוא חדלות פירעון

4.45 לצד ההוראות הרבות המסדירות את הליכי חדלות הפירעון בשלושת החוקים האמורים, מכילה החקיקה המסוגלת כמשפט אזרחי-מסחרי הוראות חוק פרטניות שכל עניינן המהותי הוא חדלות פירעון. חרף מיקומן הרשמי בחוקים אזרחיים כלליים, הוראות אלה מהוות אפוא חלק בלתי נפרד מדיני חדלות הפירעון. נדגים את הדברים בעזרת שתי דוגמאות עיקריות:

(א) שעבוד נכסים.

(ב) הרמת מסך.

(א) שעבוד נכסים

4.46 שעבוד נכסים מוסדר בעיקרו בחוק המשכון. חוק זה הוא חוק השעבודים הכללי של ישראל. משלימים אותו פרק ח' לפקודת החברות והוראות פרטניות בעניין שעבוד נכסים מסוגים מסוימים. כך, למשל, סעיפים 85–91 לחוק המקרקעין, התשכ"ט-1969, עוסקים בשעבוד נכסי מקרקעין. חוק המשכון מסווג כחלק מן החקיקה האזרחית בישראל. לכן הוא נמנה בנשימה אחת עם חוקי החוזים, חוק הערבות, חוק המחאת חיובים, חוק המכר, חוק המקרקעין, חוק המיטלטלין, ועוד. ואמנם, היבטים שונים ומגוונים של שעבוד נכס טעונים הסדרה בחקיקה. כך, למשל, נדרש להגדיר את הנכסים המשועבדים, את החובות שבגינם ניתן לשעבד, את דרכי מימוש השעבוד, את סדרי העדיפות בין נושה המובטח בשעבוד לבין נושים אחרים של החייב. ועם זה, עיקרו ומהותו של שעבוד נכס הם מעמדו של הנושה המובטח במצב חדלות פירעון של החייב. זה מוקד התעניינותו של הנושה וזה לב העניין

156 שם, סעיף 280. להמלצה על איחוד דיוני כאמור של הליכים טרם החוק והצעת החוק ראו דוד האן דיני חדלות פירעון 185–190 (מהדורה ראשונה, התשס"ט).

157 חלק ט' לחוק חדלות פירעון.

הכלכלי שביסוד קבלת שעבוד על נכס של החייב.¹⁵⁸ לפיכך, לא גרריו הרשמיים של החוק ומיקומו הפיזי בספר החוקים הם החשובים. מהותו של השעבוד, תכליתו הכלכלית, הם המחייבים הבנה כי דיני השעבודים אינם מחוץ לדיני חדלות הפירעון. לפיכך, עליהם להתקשר ליתר רכיבי דיני חדלות הפירעון בתיאום פנימי. לא ניתן לבוא אל דיני חדלות הפירעון עם מטען חיצוני מגובש של "דיני שעבודים" ולהתחיל לעצב את דיני חדלות הפירעון לפי דיני שעבודים, שכבר עוצבו כעיקר משפטי יציב ומגובש. דיני השעבודים טעונים עיצוב במשולב עם יתר דיני חדלות הפירעון, כחבילת דינים רחבה בעלת היגיון ותכלית משותפים.

4.47 ניתן להדגים את משמעותה של הבנה זו בשתי דוגמאות, האחת מתוך חוק המשכון הנוהג והאחרת מתוך הצעת חוק המשכון.¹⁵⁹ חוק המשכון קובע בסעיף 1(א) כי "מישכון הוא שעבוד נכס כערוכה לחיוב; הוא מזכה את הנושה להיפרע מן המשכון אם לא סולק החיוב".¹⁶⁰ מהגדרה זו עולה כי מימוש המשכון לשם גביית החוב הוא זכות בסיסית של הנושה. ברם, כל ההליך של הבראת חברה מושתת על אי מימוש נכסים של החייב! אם דיני השעבודים ייחשבו למטען חיצוני שבבסיס דיני חדלות פירעון, יעוצב הליך ההבראה מראש בתנאים בלתי מעשיים. רק הבנה כי דיני השעבודים טעונים עיצוב במשולב עם דיני ההבראה, כשני חלקים פנימיים של דיני חדלות הפירעון, תביא לידי האיזון הפנימי הראוי בדין.¹⁶¹ לפיכך, ראוי למחוקק שיבטא הבנה זו באמצעות תוספת בסופה לסעיף זה, אשר תבהיר כי זכות מימוש המשכון היא "בכפוף לכל דין". כך תסויג זכות המימוש ותידחה בהבראת חברה מפני שיקולי חדלות פירעון רחבים יותר. זכות המימוש לא תוכל להיחשב לנקודת מוצא אשר כל פגיעה בה חייבת להיעשות במשורה. היא זכות המאוזנת מלכתחילה עם שיקולים אחרים, כחלק מהאיזון הפנימי של דיני חדלות פירעון.

4.48 דוגמה שנייה מצויה כאמור בהצעת "חוק המשכון" החדש. הצעה זו מבקשת להכיר בשעבוד על כל נכסי חייב, אשר אינו שעבוד צף כי אם שעבוד קבוע לכל דבר ועניין.¹⁶² הכרה זו תאפשר לנושה בעל השעבוד לזכות בעדיפות בנוגע לכל נכסי החייב לעומת יתר נושי החייב. בדברי ההסבר להצעה, המציעים מציינים כי "ביטול מוסד השעבוד הצף וקביעת משכון על כלל נכסיה של החברה, הקיימים והעתידים, מחייב התמודדות חזיתית עם מעמדם של חובות בדין קדימה המוסדרים כיום בסעיף 234 (כך במקור – ד' ה') לפקודת החברות... עם ביטול מוסד השעבוד הצף והפיכתו, הלכה למעשה, לשעבוד קבוע על כלל נכסי החברה, כלל לא ברור אם יוותרו נכסים לפירעון חובות בדין קדימה ואם יוותרו (כך במקור – ד' ה') נכסים לנושים 'רגילים'... הפתרון המוצע הוא שאם חל המישכון על כלל נכסיו של החייב או על מרביתם, מימוש המשכון יהיה רק על ידי מינוי כונס נכסים והחובות בדין

158 לדיון על מהות הזכות הקניינית של השעבוד, כנלמדת מתוך מעמד השעבוד בחדלות פירעון, ראו לעיל פסקאות 1.31–1.32.

159 הצעת חוק המשכון, התשע"ה-2015. נכון לפרסום מהדורה זו, ההצעה עברה קריאה ראשונה והועברה לוועדת חוקה, חוק ומשפט לקראת הכנתה לקריאה שנייה ולקריאה שלישית.

160 סעיף זה נשמר כמות שהוא בהצעת חוק המשכון, לעיל ה"ש 159.

161 השו"ג גם Associates Commercial Corp. v. Rash, 520 U.S. 953, 964 (1997).

162 על היחס בין שעבוד צף לבין שעבוד קבוע ראו להלן פרק שישה-עשר.

קדימה ייפרעו בטרם ייפרע החוב לנושה המובטח".¹⁶³ לשיטתי, מעמדו של שעבוד על מכלול הנכסים ועדיפותו על פני חובות בדין קדימה וחובות לא-מובטחים הם הסדרים משפטיים הטעונים לידה משותפת!¹⁶⁴ המציעים צודקים באומנם כי יש לבדוק את סדרי תביעות החוב בפירוק. בהיות השעבוד חלק בלתי נפרד מדיני חדלות פירעון, ראוי כי חקיקה בעניין שעבוד וחקיקה בעניין סדר פירעון כל החובות של חדל פירעון יוסדרו יחדיו.

(ב) הרמת מסך

4.49 גם סעד של הרמת המסך בין חברה לבין בעלי מניותיה הוא דין שלבו בדיני חדלות פירעון אף כי הוא חוקק בתוך חוק אזרחי-מסחרי. הרמת מסך היא ייחוס חובות חברה לבעלי מניותיה.¹⁶⁵ סעד זה ייפסק על ידי בית משפט בהתקיים אחת משתי עילות. עילות אלה הן: (א) שימוש באישיות המשפטית של החברה באופן שיש בו כדי להונות או לקפח נושה של החברה;¹⁶⁶ (ב) שימוש באישיות המשפטית של החברה באופן הפוגע בתכלית החברה ותוך נטילת סיכון בלתי סביר באשר ליכולתה לפרוע את חובותיה.¹⁶⁷ סעד של הרמת המסך נתפש, על פניו, כמנוגד לעקרון האישיות המשפטית הנפרדת. זהו חוסר הכרה משפטית בהתאגדות החברה. ברם, עיון מדוקדק בהוראת הרמת המסך ילמדנו כי עיקרו של סעד זה הוא לסייע בידי נושי חברה במקום שהם לא ייושעו מקופתה הקיימת ותביעותיהם המשפטיות לא ימולאו.¹⁶⁸ אמנם, באופן תיאורטי, הרמת מסך אינה סעד המוגבל לנסיבות של חדלות פירעון. זהו סעד הנחשב לנדבך חשוב בדיני חברות. ואולם, לאמיתו של דבר, אין לסעד כאמור חשיבות מעשית רבה כל עוד חברה לא הפכה לחדלת פירעון. נושי חברה לא יבקשו להיפרע מבעלי המניות אלא בנסיבות שבהן אין לחברה משאבים כלכליים מספיקים למילוי תביעותיהם. כל עוד החברה היא בת פירעון, ייפרעו נושיה ממנה, וחובות בעלי המניות תעניין אותם כשלג דאשתקד. סעד של הרמת המסך משמש מענה על בעיית הנציג שעלולה להתפתח בין בעלי מניות בחברה לבין נושיה. הוא נועד לאזן בין עקרון האישיות המשפטית הנפרדת, המגן על בעלי המניות מפני תביעות מצד נושי החברה, לבין הצורך להגן על נושי החברה מפני פעילות מודעת של בעלי המניות הפוגעת ביכולת הפירעון של החברה לנושיה. בעיית נציג זו קיימת רק כאשר התנהגותם של בעלי המניות מביאה את החברה לידי חדלות פירעון, במוקדם או במאוחר. לפיכך, חרף מיקומו הרשמי בסעיף 6 לחוק החברות, סעד של הרמת המסך הוא במהותו חלק בלתי נפרד מדיני חדלות הפירעון.¹⁶⁹

163 דברי ההסבר להצעת חוק המשכון, לעיל ה"ש 159.

164 על חובות בדין קדימה ראו, באופן כללי, להלן בפרק תשעה-עשר.

165 סעיף 6(א) לחוק החברות.

166 שם, סעיף 6(א)(1)(א).

167 שם, סעיף 6(א)(1)(ב).

168 ארית חביב-סגל **דיני חברות** כרך א 245 (התשנ"ט) ("כאשר מרים בית המשפט את מסך ההתאגדות, הוא יוצר יריבות ישירה בין הנושים לבין בעלי המניות, על מנת לשרת את האינטרס של הנושים להיפרע את מלוא חובותיהם").

169 על מיקומו המעשי של סעד הרמת המסך במרקם דיני חדלות הפירעון ראו להלן פסקאות 13.35 ו-13.37.

ד. פסיקת בתי המשפט – החשיבות שבפרשנותם

1. פרשנות עובר לחוק חדלות פירעון

4.50 אחת מנקודות התורפה המסורתיות של החקיקה בישראל בתחום חדלות פירעון הייתה הפיצול בין שלושה חוקים עיקריים: פקודת פשיטת הרגל, פקודת החברות וסעיף 350 לחוק החברות. מספר ההוראות החקוקות השתנה ממקור למקור. דינים מסוימים היו קבועים באחד משלושה חוקים אלה, או בשניים מתוך השלושה, אך הם חסרים בחוק או בחוקים האחרים. מקרב שלושת החוקים האמורים, פקודת פשיטת הרגל הייתה המפורטת ביותר, פקודת החברות מפורטת פחות וחוק החברות – אף למטה מכך.

4.51 מציאות חקיקתית זו הובילה להחלה בלתי עקיבה של דינים שונים בתחום חדלות הפירעון בהליכים השונים. דינים שונים פורטו באחת מן הפקודות האמורות אך מקומם נפקד מן החוק או מהפקודה האחרים. עניין זה אתגר, פעם אחר פעם, את בתי המשפט.

האם היה בכך משום קביעת חקיקה שלילית, או שמא המשמעות הייתה כי נוצר חסר הטעון השלמה באמצעות הפסיקה? שאלות כאמור התעוררו במגוון דינים ונושאים בתחום חדלות הפירעון, לדוגמה: החלתו של הדין בדבר ביטול הענקות בפירוק,¹⁷⁰ החלת הדין בדבר העברת ערך לידי נושה בעת חדלות פירעון (המוכר גם כ"ביטול העדפת נושים") בהבראת חברה,¹⁷¹ החלת המסלול הדיוני המהיר לביורור תביעות שהיה קבוע בפירוק חברה (סעיף 374 לפקודת החברות) גם בהבראת חברה,¹⁷² הפעלת דיני הקיזוז בחדלות פירעון גם בהליך הבראת חברה,¹⁷³ או עיגון זכאותם של עובדי חברה שנקלעה להליך הבראה לגמלת הביטוח הלאומי בגין משכורות בלתי משולמות, כמו בפירוקה.¹⁷⁴ בפסיקת בתי המשפט לאורך השנים בעניינים אלה בלט בעיקר חוסר העקיבות. בפסקי דין אחדים נקטו בית המשפט העליון ובתי המשפט המחוזיים פרשנות יוצרת והחילו דינים, שלא פורשו בחקיקה, בדרך של היקש והשלמת חסר על ידי השופט יורם דנציגר, יואב פויזנר ורען בן ישי.¹⁷⁵ אולם, בפסקי דין אחרים נקט בית המשפט העליון גישה מאופקת יותר, נמנע מיצירת דין שיפוטית והותיר למחוקק את

170 גני אביב, הנדסה ובנין בע"מ (בפירוק) נ' פריצקי, לעיל ה"ש 135; ת"א (מחוזי ת"א) 42061-01-12 חברת מגדל הזוהר לבנין בע"מ (בפירוק) נ' אביב ס.ה.ר נכסים מניכים בע"מ (פורסם בנבו, מיום ב' בטבת התשע"ד, 5.12.2013).

171 ע"א 3911/01 כספי נ' נס, רואה-חשבון (הנאמן לנכסי דיור לעולה בע"מ), פ"ד נו(6) 752 (2002) (עניין דיור לעולה).

172 רע"א 9983/06 כלל חברה לביטוח בע"מ נ' ד"ר נס (פורסם בנבו, מיום י"ח אב התשס"ח, 19.8.2008) (עניין פויכטונגר).

173 ע"א 1689/03 כרטיסי אשראי לישראל בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד נח(6) 126 (התשע"ד-2004) (עניין אוקיינוס).

174 ע"א 110/08 המוסד לביטוח לאומי נ' הנאמנים של קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ז שבט התשע"ד, 28.1.2014). לדין בפסיקה זו ראו להלן פרק תשעה-עשר, פסקאות 19.30–19.35.

175 עניין פויכטונגר, לעיל ה"ש 172; עניין דיור לעולה, לעיל ה"ש 171.

מלאכת יצירתו של הדין.¹⁷⁶ עמדתי האישית נטתה בעניין זה אל עבר הגישה השיפוטית היוצרת, בשל האיטיות המובהקת של החקיקה אל מול ההתפתחות הכלכלית בתחום חדלות הפירעון ואתגריה.¹⁷⁷ עמדה דומה הובעה בספרות גם על ידי השופט יורם דנציגר.¹⁷⁸ תרומה של ממש בעניין זה הייתה לסעיף 350טז לחוק החברות, אשר נחקק בשנת התשע"ב-2012 בתיקון מס' 19. סעיף זה החיל באופן מפורש את הוראות הדין החלות בפירוק חברה גם על ההליכים להבראת חברה. בכך הוא הסיר רבים מן הספקות הפרשניים שהתעוררו בעניין זה בפסיקה עובר לתיקון.¹⁷⁹

2. פרשנות בעידן חוק חדלות פירעון

4.52 בעידן החוק, דומה כי שאלות פרשניות אלה מגיעות לפתרון, וההסדרה החקיקתית ברורה יותר מבעבר. הנושאים השונים, כגון אלה שהובאו כדוגמאות לעיל, קבועים בחוק ומוחלים באופן אחד ומפורש בהליכי חדלות הפירעון השונים – הליך לחייב בשר ודם, פירוק תאגיד או הבראתו. עננת הספקות הוסרה. זוהי אחת התרומות החשובות של החוק, ויש לברך עליה. ואולם, גם בעידן החקיקה החדשה והמקיפה בדיני חדלות פירעון, ראוי עדיין לבחון מהי הגישה השיפוטית שתידרש גם מכאן ולהבא בתחום זה. האם הסדרה מפורטת ומוקפדת בחוק מייתרת את הצורך בפיתוח שיפוטי מכאן ואילך? לעניות דעתי, התשובה לשאלה זו היא שלילית. כל חקיקה חדשה בתחום כלכלי דינמי זה, מקיפה ככל שתהיה, לא תוכל למצות את מלוא העניינים הצצים ומתעוררים באולמות השפיטה, עם מציאות שלא שיערנוה ועם באי כוח חדשנים בעצמם. היצירה השיפוטית במשפט הכלכלי עודנה נדרשת. טעמים אחדים לכך.

4.53 ראשית, יש להכיר בכך כי שאלות עסקיות-משפטיות הזוכות למענה יוצר בבתי המשפט המחוזיים אינן מעוררות את תשומת הלב של המחוקק באופן ניכר. אין הן שאלות פוליטיות-ציבוריות המהדהדות במסדרונות הממשלה והכנסת. ברם, לפתחה של הערכאה הדיונית מתייצב העולם העסקי, מתייצבים חייבים ונושיהם אשר עיתותיהם אינן בידם ואשר לא יוכלו להמתין שנים עד שיתעורר המחוקק ויידרש לעניין.

176 עניין אוקיינוס, לעיל ה"ש 173; עניין קלאבמרקט, לעיל ה"ש 174.

177 האן, לעיל ה"ש 156, פסקאות 4.13–4.17.

178 יורם דנציגר, יואב פויזנר ורענן בן ישי "חקיקה שיפוטית בדיני חדלות פירעון" משפט ועסקים יג 61 (התש"ע, 2010).

179 לא כן באשר לחסר בעניין זכאות עובדים לגמלת הביטוח הלאומי בהליך הבראתה של חברה. ראו עניין קלאבמרקט, לעיל ה"ש 174. הגמלה מקורה בחוק הביטוח הלאומי ולא בפקודת החברות. לפיכך, נראה כי סעיף 350טז אינו סעיף החוק שבכוחו להחיל את הגמלה גם בהבראת חברה. עם זה, ראוי אולי להקיש ממנו בדבר החלת הגמלה בהבראה כשם שהיא מוחלת בפירוק. להחלת הגמלה גם בהבראה לפי חוק חדלות פירעון ראו להלן פסקה 19.45.

4.54 **שנית**, מקרב כלל הנושאים וההחלטות, לרבות החדשניות, הנפסקים בערכאה הדיונית בתחום חדלות הפירעון, רק חלק מועט מגיע, בסופו של דבר, לידי הכרעה שיפוטית בערעור בבית המשפט העליון. על רבות מהחלטותיו של בית המשפט המחוזי בהליכים אלה כלל אין מוגש ערעור, בין בשל חוסר המעשיות שבדבר על רקע חלוף הזמן והצורך בקידום מהיר של ההליכים ובין בשל שיקולים אחרים של הצדדים. גם בערעורים שמוגשים, מתפשרים הצדדים ביניהם בעוד הערעור תלוי ועומד. כך שההכרעה השיפוטית התקדימית בעליון בתחום היא בבחינת "קצה הקרחון". ואולם, גם פסיקותיו של בית המשפט העליון, המותירות למחוקק את הסדרת העניין שהובא לפניו אינן זוכות לתגובה, או לאמירה, בחקיקה בסמוך לאחר מכן.¹⁸⁰

4.55 **שלישית**, כבר לפני למעלה מ-25 שנים המליצה ועדת שלמה לויין להסדיר את תחום הבראת החברות בהסדרה חקיקתית "רוזה" באופן יחסי ולהותיר לשופטים העוסקים בתחום זה, המתמקצעים בו והמכירים את רזיו על בוריים, להפעיל את שיקול דעתם השיפוטי בהרחבה יחסית. אני מצטרף לתוכנה זו של ועדת לויין. דומני כי התמורות הניהוליות בבתי המשפט, המאפשרות כיום התמקצעות של שופטים בערכאה הדיונית בתחום העסקי בכלל,¹⁸¹ תומכות בהבנה כי ניתן ואף מועיל יהיה להותיר דווקא לשופטים שיקול דעת פרשני בתחום כה מתפתח, יצירתי ודינמי כתחום הקשיים הכספיים. חיי העסקים הם דינמיים ומתפתחים כל העת. היצירתיות העסקית לעולם תקדים את המשפט. לפיכך, הפרשנות השיפוטית בתחום הכלכלי-העסקי היא לעולם חיונית. בתחום הקשיים הפיננסיים וחדלות הפירעון נדרש בית המשפט ללוות משברים מרובי צדדים ואינטרסים ולסייע בידי צדדים לקדם פתרונות יצירתיים, מהירים, מעשיים ולעתים לא-שגרתיים. את זאת לא ניתן לעשות בחקיקה פרטנית שהיא מטבעה נוקשה יותר ונקודתית. נדרשת מערכת המעניקה גמישות של משא ומתן לצדדים לשם הצעת פתרונות ככל שיוסכמו עליהם, והמותירה לבית המשפט שיקול דעת שיפוטי כדי לסייע בידי הצדדים להגיע להסכמות, תוך מניעת ניצול לרעה של יחסי כוחות בלתי מאוזנים ותוך הגשמת תוצאות צודקות ביחסים שבין החייב לנושיו, ובינם לבין עצמם.¹⁸²

180 כך, למשל, השתלשלה סוגיית שיור הבעלות. פסק דינו של בית המשפט העליון ברע"א 1690/00 מ.ש. קידוחי הצפון בע"מ נ' מפרקת זמנית ומנהלת מיוחדת לחברת א. אבגל טכנולוגיה בע"מ (כפירוק זמני), פ"ד נז(4) 385 (התשס"ג-2003), יצר בעיה מעשית קשה לבתי המשפט המחוזיים שביקשו לקדם הליכי הבראה. ראו להלן פסקאות 17.10-17.11. אף על פי כן, מענה חקיקתי לסוגיה ניתן רק כעבור תשע (9) שנים, בתיקון מס' 19 לחוק החברות, וכעבור שנה נוספת בע"א 46/11 ויטה פרי גליל (החדשה) בע"מ נ' עו"ד נוב, כונסת נכסים (פורסם בנבו, מיום י' כסלו התשע"ד, 13.11.2013). בדומה, בע"א 4548/91 משקי עמק הירדן, אגודה מרכזית חקלאית שיתופית בע"מ נ' הספקה, חברה מרכזית לחקלאים בע"מ (כפירוק), פ"ד נג(4) 8 (התשנ"ט-1999), הגביל חסר חקיקתי את בית המשפט העליון מלבטל העדפת נושה על דרך של המחאת זכות וקיוו. חסר זה לא בא על תיקונו עד לחקיקת חוק חדלות פירעון כעבור עשרים שנה. לדיון בנושא זה ראו להלן פסקאות 13.14, 13.24.

181 ראו, למשל, את ההתמקצעות ואת התרומה החיובית של המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו. סעיפים 42, 44 לחוק בתי המשפט [נוסח משולב].

182 בעניין כאמור קובע סעיף 105 ל-Bankruptcy Code האמריקני: "The court may issue any order, process, or judgment that is necessary or appropriate to carry out the provisions of this title" זוהי הסמכה בחוק לבית המשפט לפסוק באופן יצירתי, לקדם הליכים ופתרונות נדרשים ולעשות צדק.

ה. משפט משווה

1. אנגליה

4.56 כענפי משפט אחרים, גם דיני חדלות פירעון בישראל התבססו עד לאחרונה על המשפט האנגלי.¹⁸³ בהיות צמד פקודות מנדטוריות, פקודת פשיטת הרגל ופקודת החברות, ה"יכין" ו"הבועז" המסורתיים של ענף זה, ההיזקקות למשפט האנגלי כמקור השוואה הייתה אך טבעית. דיני חדלות פירעון האנגליים התפתחו מאז אמצע המאה השש-עשרה, עת נחקקו חוקי חדלות הפירעון הראשונים בממלכה.¹⁸⁴ החקיקה המוקדמת בתחום עסקה בעיקרה בחדלות פירעון של יחידים, שכן באותה עת חברות טרם הוכרו כאישויות משפטיות. עיקר דיני חדלות הפירעון אז כוון להענשת חדלי פירעון ושעבוד גופם ורכושם לטובת נושיהם. בהמשך, במאה השמונה-עשרה, שולב לראשונה בחקיקה עקרון ההפטר, אף כי הוא הוגבל בשעתו רק לסוחרים חדלי פירעון. במחצית השנייה של המאה התשע-עשרה, משהתרחבו הכלכלה והמסחר בעקבות המהפכה התעשייתית, הפך השימוש באשראי לנפוץ ביותר. בהתאמה, שונו דיני חדלות הפירעון פעם נוספת. מאז, הפכה שמיטת החובות לסעד זמין לכל חייב חדל פירעון ואילו מאסר החייבים נזנח.¹⁸⁵

4.57 התפתחות חשובה נוספת משלהי המאה התשע-עשרה השפיעה במידה ניכרת על דיני חדלות הפירעון שם. ההכרה הרשמית בחברה כאישיות משפטית לכל דבר ועניין הביאה לידי פיתוח חקיקתי חדש ונפרד של חדלות פירעון של חברות. חדלות הפירעון של חברות הוסדרה תחילה בחוק ייעודי ולאחר מכן בחוק החברות הכללי, במנותק מדיני פשיטת הרגל העוסקים בחדל פירעון בשר ודם.¹⁸⁶ אף ערכאות השיפוט שדנו בפשיטות רגל של חייבים בשר ודם ובפירוקים של חברות היו ערכאות שונות, חלו בין כותליהן כללים דיוניים שונים והן העניקו סעדים שונים.¹⁸⁷ עם זה, הורגשה במידת-מה השפעה הדדית בין שני גופי חקיקה אלה.¹⁸⁸

4.58 פיצול הדינים באנגליה נמשך עד לשנת 1985. מגמת שינוי הסתמנה מאמצע שנות השבעים של המאה העשרים ואילך, עקב הצטרפותה של אנגליה לחברות ב-EEC (השוק האירופי המשותף).

183 על היחס בין דיני חדלות פירעון באנגליה לבין הדינים האמריקניים ראו CARRUTHERS & HALLIDAY, RESCUING BUSINESS: THE MAKING OF CORPORATE BANKRUPTCY LAW IN ENGLAND AND THE UNITED STATES (1998).

184 An Acte againste suche persones as doo make Bankrupte, 34&35 Hen. VIII, c. 4 (1542); An Acte touching Orders for Bankruptes, 13 Eliz. C. 7 (1571) Louis E. Levinthal, *The Early History of English Bankruptcy*, 67 U. PA. L. REV. 1, 14 (1919).

185 VANESSA FINCH, CORPORATE INSOLVENCY LAW – PERSPECTIVES AND PRINCIPLES 8–10 (2002); IAN F. FLETCHER, THE LAW OF INSOLVENCY 6–11 (3rd ed., 2002); Jay Cohen, *History of Imprisonment for Debt and its Relation to the Development of Discharge in Bankruptcy*, 3 J. LEG. HIST. 153 (1982).

186 החוק הייעודי היה Companies Winding-Up Act, 1844. לאחר מכן, מאז ה-Joint Stock Companies Act, 1856 ועד (ולא בכלל) חקיקת ה-Insolvency Act, 1986, הוסדרו דיני חדלות הפירעון של חברות בחוקי החברות הכלליים של אנגליה.

187 FLETCHER, לעיל ה"ש 185, בעמ' 11–14.

188 HARRY RAJAK, INSOLVENCY LAW: THEORY AND PRACTICE 3 (1993).

הצטרפות זו אילצה את אנגליה, כחברה, לשאת ולתת על טיוטת אמנה אירופית בעניין חדלות פירעון. לשם כך הורכבו ועדות ייעוץ למשרד הסחר. הוועדה החשובה מכולן הורכבה ב-1977, בראשותו של Kenneth Cork. ועדת Cork הגישה את המלצותיה הסופיות בשנת 1982.¹⁸⁹ עיקר המלצותיה היה לחוקק חוק חדלות פירעון אנגלי חדש ומקיף. חוק זה היה אמור לאחד את הטיפול בכל חדלי הפירעון, בשר ודם ותאגידיים כאחד, תחת קורת גג חקיקתית מקיפה אחת. הוועדה הוסיפה והמליצה לאפשר גם לחברות חדלות פירעון להיחלץ מן המשבר הכספי, במקום לחסלן. דו"ח ועדת Cork המליץ על חוק חדש ועדכני, אשר ההליכים הדיוניים בו, בעלי התפקידים שיתמנו על פיו והסעדים שבתי המשפט יוסמכו לפסוק על פיו יתאימו למציאות המסחרית המשתנה. ואכן, דו"ח ועדת Cork הוא המסמך המשפטי שעליו מושתת למעשה חוק חדלות הפירעון האנגלי עד עצם היום הזה. בשנת 1986 נחקק בפרלמנט ה-Insolvency Act, 1986. החוק איחד את דיני פשיטת הרגל של חייבים בשר ודם ואת דיני חדלות הפירעון של תאגידיים. עם זה, האיחוד האמור הוא במידה רבה מעטפת בלבד, שכן החוק עצמו נחלק לשני חלקים, האחד עוסק בחייבים בשר ודם והאחר עוסק בתאגידיים. כלומר, החוק מבליט את העטיפה האחידה יותר מאשר את התוכן המהותי האחד.¹⁹⁰ כן החדיר החוק משנת 1986 את הליך הבראת חברה לדין האנגלי. הליך זה מכונה בחוק האנגלי administration. הליך זה מתקיים כיום על פי החוק לצד הליכי פשיטת רגל (bankruptcy), פירוק חברה (liquidation או winding-up) וכינוס נכסים לאכיפת שעבוד צף (administrative receivership). אף כי החוק תוקן מאז בכמה תיקוני חקיקה, מסגרתו ועיקרי הוראותיו מהווים אף כיום את ליבת דיני חדלות הפירעון האנגליים. עם זה, ראוי לציין את תיקון החקיקה החשוב ביותר ל-Insolvency Act. תיקון זה חוקק בשנת 2002 כתיקון עקיף, באמצעות חוק כללי שנועד לתקן הסדרים שונים במשפט העסקי האנגלי. שם החוק הוא ה-Enterprise Act, 2002.¹⁹¹ שלושה תיקונים בולטים בתיקון זה, והם: (א) חיזוק הליך הבראת החברה והחלשת הליך כינוס הנכסים; (ב) איזון מסוים בין עוצמתם של שעבודים צפים לבין המדיניות לקדם פירעון חובות אף לנושים אחרים; (ג) ביטול רוב דיני הקדימה בסדרי העדיפות בפירעון החובות לנושים.¹⁹²

2. ארצות-הברית

4.59 מבנה החקיקה בארצות-הברית שונה מאשר זה שבישראל או באנגליה. בהיות ארצות-הברית פדרציה, מחולקת החקיקה האמריקנית בין רמת המדינות לרמה הארצית, הפדרלית. המשפט האזרחי-מסחרי – כגון דיני חוזים, דיני קניין ודיני חברות – מוסדר ברובו במשפט המדינתי (state law). דיני חדלות הפירעון, לעומת זאת, יוחדו בחוקת ארצות-הברית למשפט הפדרלי.¹⁹³ הטיפול בדיני חדלות הפירעון שם לא הבחין בין חייבים בשר ודם לבין חייבים שהם תאגידיים. מסגרת אחת ודין אחד לאלה ולאלה. אמנם היבטים מסוימים הייחודיים לחייב בשר ודם או לחייב שהוא תאגידי זכו לדיון ממוקד

189 Report of the Review Committee on Insolvency Law and Practice (Cmnd. 8558, 1982) (להלן: Cork Report).
 190 Goode, לעיל ה"ש 18, בעמ' 5.
 191 Ch. 40.
 192 שלושה עניינים אלה יידונו כסדרם להלן, בפרקים אחד-עשר, שישה-עשר ותשעה-עשר, בהתאמה.
 193 U.S. Constitution, Article I, Section 8.

וענייני, אך עיקר הדין משותף. ההליכים, הסעדים, המונחים ולוחות הזמנים – משותפים. דין אחד כאמור יוצר מסגרת ברורה, פשוטה, נוחה ליישום ומונע כפילויות וחסרים.

4.60 יש לשים לב לכך שהמינוח המשפטי האמריקני שונה מזה האנגלי ואינו חופף את המינוח הישראלי. ההליך המשפטי העוסק בחדלות פירעון בארצות-הברית הוא bankruptcy. ברם, במינוח האנגלי המונח "bankruptcy" מקביל ל"פשיטת רגל" בישראל, כלומר הליך של חדלות הפירעון המתייחס לחייב בשר ודם, ואילו בארצות-הברית מונח זה משמש לכינוי כל הליכי חדלות הפירעון. כל הליך משפטי לפי החוק הפדרלי המתמודד עם המצב הכלכלי של חדלות פירעון הוא הליך של bankruptcy, לרבות הליך של פירוק חברה או הבראתה.

4.61 חוק חדלות הפירעון החשוב הראשון בארצות-הברית היה ה-Bankruptcy Act of 1898.¹⁹⁴ חוק זה עמד בתוקפו שמונים שנה. עם זה, בחקיקה הכלכלית הענפה של ממשל הנשיא רוזוולט בשנות השלושים של המאה העשרים, חקיקה אשר נודעה בכינוי The New Deal, תוקן גם חוק זה. בהשפעתו המכרעת של יושב ראש רשות ניירות ערך האמריקנית (ה-SEC) אז, ולימים נשיא בית המשפט העליון של ארצות-הברית, William O. Douglas, נחקק ב-1938 תיקון חשוב לחוק משנת 1898. תיקוני החקיקה הופיעו בחוק המוכר בשם The Chandler Act of 1938.¹⁹⁵ חוק זה נועד להחמיר במידת-מה את אופן הניהול של ההליכים להבראת חברה, בגלל אמונתו העמוקה של Douglas כי הליכים אלה נוצלו לרעה על ידי הנהלות החברות על חשבון הנושים. החוק סלל שני מסלולי הבראה שונים, האחד לפי Chapter X ל-Bankruptcy Act והאחר לפי Chapter XI לו. שני ההבדלים הבולטים בין פרקים אלה היו: (א) לפי Chapter X, נדרש מינוי בעל תפקיד לניהול הליך ההבראה, ואילו לפי Chapter XI לא נדרש מינוי כאמור; (ב) Chapter X איפשר הליך הבראה כולל, המתייחס לכל חובות החברה, ואילו Chapter XI איפשר ארגון מחדש רק של החובות הלא-מובטחים של החברה. ברם, במשך ארבעים שנות תוקפו של החוק, ניצלו חברות רבות את הגמישות הפרשנית שגילו בתי המשפט ואישרו תכניות הבראה מקיפות באמצעות Chapter XI, באופן ש-Chapter X רוקן למעשה מתוכן והפך לאות מתה.¹⁹⁶

4.62 בשנת 1970 החליט הקונגרס האמריקני למנות ועדה לגיבוש המלצות לריענון פני חוק חדלות הפירעון האמריקני, עדכנו ושינויו. הוועדה הגישה את המלצותיה בשנת 1973. דו"ח הוועדה שימש בסיס לשינוי הגדול שחל בדיני חדלות הפירעון שם. שינוי זה נעשה בחקיקת כל התחום מחדש באמצעות ה-Bankruptcy Reform Act of 1978.¹⁹⁷ החוק מכונה בפסיקה ובספרות האמריקנית The

194 Bradley, *Bankruptcy Act of 1898*, ch. 541, 30 Stat. 544. על הרקע ההיסטורי לחקיקת חוק זה ראו Hansen, *Commercial Associations and the Creation of a National Economy: The Demand for Federal Bankruptcy Law*, 72 BUS. HIST. REV. 86 (1998).

195 The Chandler Act of 1938, ch. 575, 52 Stat. 840. הרקע ההיסטורי לחקיקת חוק זה מתואר בהרחבה אצל DAVID A. SKEEL, JR., *DEBT'S DOMINION – A HISTORY OF BANKRUPTCY LAW IN AMERICA* Ch. 4 (2001).

196 שם, בעמ' 125–127.

197 Bankruptcy Reform Act of 1978, Pub. L. No. 95-598, 92 Stat. 2549. חוק זה מקודד בקודקס הפדרלי כ-11 U.S.C. §§101 et seq.

Bankruptcy Code. חוק זה תוקן בתיקוני חקיקה אחדים, אולם מהותו הכללית והבסיסית, כמו גם עיקרי הוראותיו, עומדים בעינם. זהו חוק חדלות הפירעון האמריקני כיום. החוק הוא רחב, מקיף, יציב ועם זה – מעורר מחלוקת. בהיות התחום טעון באמונות ובדעות רבות כל כך, אין תימה בכך שהוראות החוק סופגות קיתונות של רותחין, לעתים מן הימין הכלכלי ולעתים מהשמאל. ראוי לציין כי בשנת 2005, בעקבות מהלך חקיקה שעודדו הנשיא בוש והרוב הרפובליקני בקונגרס, נחקק אחד מתיקוני החקיקה החשובים ביותר ל-Bankruptcy Code. שם החוק הוא The Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005.¹⁹⁸ חוק זה נועד להכביד את עולו על חייבים מן המגזר הצרכני ולצמצם את יכולתם להיכנס לפי בקשתם להליך של חדלות פירעון. הוראות אלה נובעות מתחושה חזקה, אף כי שנויה במחלוקת, ולפיה חייבים רבים מדי מנצלים בקלות יתר את המערכת של דיני חדלות הפירעון כדי להיפטר מחובותיהם, אפילו כאשר יצירת החובות נעשתה בנסיבות שאינן מצדיקות רחמים כלפי אותם חייבים ואף כשמצבו הכספי של החייב עדיין אינו מצדיק הפטר חובות.¹⁹⁹ הגורם הרציני ביותר לנסיקה העצומה בשיעורי פשיטות הרגל בקרב המגזר הצרכני בארצות-הברית הוא, ככל הנראה, ההתפשטות הנרחבת של השימוש בכרטיסי האשראי כאמצעי תשלום.²⁰⁰

4.63 החוק האמריקני מהווה בסיס להשוואה ברחבי העולם. כפי שתואר לעיל בפרק שלישי, מחד גיסא רבים מבקרים את החוק האמור, ומאידך גיסא אחרים סבורים כי יסודותיו סבירים. כך או כך, החוק שורר זה שנים לא-מעטות וארצות רבות בעולם רואות בו בסיס השוואתי בשוקלן שינוי או חידוש של דיני חדלות הפירעון שלהן. גם תיקון מס' 10 לפקודת החברות, אשר שילב בחוק את צו הקפאת ההליכים לשם קידום הליכי הבראת חברות, הושפע במישרין מן הדין האמריקני.²⁰¹ אכן, זה יותר משני עשורים עובר על המשפט הישראלי תהליך של התנתקות הדרגתית מזיקתו ההיסטורית למשפט האנגלי אל עבר חקיקה מקורית ישראלית אשר מקור השראה עיקרי בעבורה הוא המשפט האמריקני.²⁰² לאור חשיבותו של ה-Bankruptcy Code, ראוי אפוא להבהיר את מבנהו הכללי.

198 Pub. L. No. 108-9, 119 Stat. 23. אף חוק זה מקודד בקודקס הפדרלי כ-11 U.S.C. §§101 *et seq.*
 199 Susan Jensen, *A Legislative History of the Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005*, 79 AM. BANKR. L.J. 485 (2005); Michelle J. White, *Abuse or Protection: Economics of Bankruptcy Reform under BAPCPA*, 2007 U. ILL. L. REV. 275
 200 Michelle J. White, *Bankruptcy Reform and Credit Cards* (July 2007), NBER WORKING PAPER השו No. W13265, available at: <http://ssrn.com/abstract=1002044>. להרחורים ספקניים על אודות תרומתו הצפויה של החוק החדש ולהבעת חשש כי דווקא חוק זה יעודד את מנפיקי כרטיסי האשראי להקל במתן אשראי בלתי אחראי ללקוחותיהם, ראו "Sweat Box" of *Bankruptcy Reform and the* Ronald J. Mann, *Credit Card Debt*, [2007] U. ILL. L. REV. 375.
 201 משרד המשפטים, תזכיר חוק לתיקון פקודת החברות (שיקום חברות), התשנ"ה-1995, עמ' 1 (מיום כ"ו שבט התשנ"ה, 27.1.1995).
 202 אהרן ברק *פרשנות במשפט* כרך א – תורת הפרשנות הכללית 188–189 (התשנ"ב) ("יש להדגיש כי אנו... נעים ממרכז הכובד האנגלי לעבר מרכז הכובד האמריקני"); שם, בעמ' 195–196 ("המשפחות האחרות של המשפט, אשר גם מהם מקבל המשפטן הישראלי השראה פרשנית... אחד ממקורות אלה הוא המשפט האמריקני... על תופעה זו יש לברך. עם זאת, יש תמיד לעמוד על השוני הבסיסי בין תרבותנו הכללית ומסורתנו המשפטית לבין התרבות והמסורת האמריקניים").

4.64 חוק חדלות הפירעון האמריקני מחולק למעשה לשלושה חלקים. **החלק הראשון** כולל את פרקים 1, 3 ו-5 לחוק. פרקים אלה הם פרקים כלליים, וכלולים בהם סעיפי ההגדרות לחוק כולו ודינים העוסקים בעיקר בפתיחת ההליכים ובתוצאות הנלוות לפתיחת ההליכים. פרקים אלה חלים על כל אחד מן ההליכים הקיימים בחוק. **החלק השני** כולל את פרקים 7, 9, 11, 12 ו-13. פרקים אלה דנים בהליכים השונים שניתן לנקוט בתיק של חדלות פירעון (bankruptcy case). **פרק 7** נושא את הכותרת Liquidation, היינו מימוש נכסים. פרק זה משמש להליכי חדלות פירעון בין של חייב בשר ודם ובין של חברה, אשר נועדו לפרוע חובות לנושים באמצעות מימוש נכסי החייב. הליך פירוק החברה המוכר בישראל (ובאנגליה) יתנהל בארצות-הברית לפי פרק זה. **פרק 11** נושא את הכותרת Reorganization, היינו ארגון מחדש או הבראה. זהו **Chapter 11** המפורסם. פרק זה מאפשר לחייב לארגן מחדש את חובותיו לנושיו. הדבר נעשה בעיקר בדרך של משא ומתן המסתיים באישורה של תכנית הבראה. מבחינה משפטית טהורה, פרק זה זמין בין לחייב בשר ודם ובין לחייב שהוא תאגיד. עם זה, מבחינה מעשית, השימוש ב-Chapter 11 הוא בעיקר במקרי חדלות פירעון של תאגידים. **פרק 9** נושא את הכותרת Adjustment of Debts of a Municipality, היינו ארגון מחדש של חובותיו של השלטון המקומי. פרק זה דומה באופן פעולתו לפרק 11, אם כי הוא כולל כמה הוראות ייחודיות בעבור רשויות מקומיות. אף כי פרק זה אינו מעניינו של ספר זה, ראוי לציין כי הוא מהווה מקור השראה לחוקק הישראלי לצורך ההתמודדות עם המשברים הכספיים הפוקדים רשויות מקומיות שונות בישראל.²⁰³ **פרק 12** נושא את הכותרת Adjustment of Debts of a Family Farmer with Regular Annual Income. פרק זה עוסק בהבראת משקים חקלאיים זעירים. בשל הרגישות למגזר החקלאי ולחשיבותו לכלכלה, מיוחד לו החוק פרק שמטרתו לסייע בשיקום משקים כאמור. החוק הישראלי העוסק בשיקום משקים חקלאיים משפחתיים, המוכר בכינויו "חוק גל",²⁰⁴ הוא Chapter 12 הישראלי. לבסוף, **פרק 13** נושא את הכותרת Adjustment of Debts of an Individual with Regular Income. פרק זה פתוח לפני חייב בשר ודם בלבד. הוא מאפשר לחייב להסדיר את חובותיו לנושים בדרך של פריסת תשלומים ופירעון לשיעורין במקום מימוש נכסיו. ההסדרים המקבילים לפרק זה בישראל כיום הם אישור הסדר תשלומים בין החייב לבין נושיו לפי פקודת פשיטת הרגל,²⁰⁵ ובמידת-מה גם פרק "חייב מוגבל באמצעים" בחוק ההוצאה לפועל.²⁰⁶ **החלק השלישי** לחוק הוא חדש. הוא הוכנס לחוק רק בשנת 2005 ומכיל את פרק 15 בלבד. פרק זה נושא את הכותרת Ancillary and Other Cross-Border Cases, היינו תיקי חדלות פירעון בין-לאומיים. נושא זה הוא חדש ברחבי העולם, ותופס תאוצה ומשנה חשיבות לנוכח ריבוי העסקות הבין-לאומיות והתפרשות התאגידיים הגדולים על פני ארצות שונות. חדלות פירעון בין-לאומית היא עניין החודר את אט לחקיקה הלאומית של ארצות שונות. פרק 15 הוא ביטוי למגמה האמורה.

203 השוו פרק ד' 1 לחוק יסודות התקציב, התשמ"ה-1985, אשר הוסף לחוק באמצעות חוק יסודות התקציב (תיקון מס' 31 והוראת שעה), התשס"ד-2004. לפרשנות חקיקה זו ראו ע"א 10233/04 **עיריית יהוד נ' י.ר.א.ב. שירותי נוי 1985 בע"מ** (פורסם בנבו, מיום ג' שבט התשס"ו, 1.2.2006).

204 חוק ההסדרים במגזר החקלאי המשפחתי, התשנ"ב-1992.

205 סעיפים 19א, 39-41 ו-111 לפקודת פשיטת הרגל.

206 פרק 1' לחוק ההוצאה לפועל. ראו לעיל פסקה 4.15.

4.65 גם מערכת השיפוט האמריקנית מבטאת את הייחודיות שבדיני חדלות הפירעון. בהיותם דינים הדורשים מימנות מקצועית, מחד גיסא, ובהיות מספר התיקים בתחום רבים דיים, מאידך גיסא, זכו דיני חדלות פירעון שם לערכאה שיפוטית ייעודית. תיקים אלה נדונים בערכאה ראשונה ב-Bankruptcy Court הפדרלי.²⁰⁷ ערעור על ערכאה זו מתקיים לפני ה-District Courts, ולאחריהם יש ערעור ברשות ל-Court of Appeals ול-U.S. Supreme Court.²⁰⁸

3. קנדה

4.66 דיני חדלות הפירעון הקנדיים, בדומה לאמריקניים, קבועים בחקיקה פדרלית. הדין הקנדי בתחום מבוסס על שני חוקים עיקריים. החוק האחד הוא ה-Bankruptcy and Insolvency Act (BIA).²⁰⁹ חוק זה נחקק בשנת 1985 ותוקן תיקונים מקומיים מאז. החוק מתייחס באופן מקיף ומפורט לכל הליכי חדלות הפירעון האפשריים, קרי: הן הליכי מימוש והן הליכי הבראה וארגון מחדש. לעניין זה, החוק אינו מבחין בין חייבים בשר ודם לבין חייבים תאגידיים והוא חל על אלה ועל אלה כאחד.²¹⁰ ההליכים שעיקרם הכלכלי הוא מימוש נכסי החייב ופירעון חובות מתמורת המימוש קרויים בלשון החוק bankruptcy. לעומתם, הליכי הבראה וארגון מחדש של חובות מכונים בלשון החוק proposals. החוק גם מבחין בין הליכים אלה מבחינת ייזום ההליך. הליכי bankruptcy ניתנים לייזום בידי הנושים או בידי החייב.²¹¹ הליכי proposal ניתנים לייזום בידי החייב או בידי בעל תפקיד שהתמנה על רכשו (דוגמת נאמן ב-bankruptcy).²¹²

4.67 החוק השני הוא ה-Companies Creditors Arrangement Act (CCAA).²¹³ חוק זה עוסק באפשרות הניתנת לחברות להגיע להסדר הבראה מוסכם עם נושיהן. בראשיתו, הוא היה חוק "רזה" ביותר ובלתי מפורט. בסך הכול הוא הסמיך את בתי המשפט להורות על כינוסן של אסיפות נושים לשם הצבעה על הסדר הבראה מתגבש. החוק מסמיך את בתי המשפט באופן כללי לתת כל צו או סעד המתבקש לפי נסיבות העניין. מכוח הסמכה כללית זו מצוים בתי המשפט, למשל, על עיכוב הליכים כללי נגד כל נושי החברה.²¹⁴ הלכה למעשה, דווקא חוק זה צבר פופולריות בקרב החברות שהרבו לבחור בו כמסלול ההבראה המועדף עליהן, ולא כמסלול המפורט והמדוקדק של ה-BIA. הטעם העיקרי לכך הוא שה-CCAA אינו דורש את מינויו של בעל תפקיד עם פתיחת ההליכים. ה-BIA, לעומת זאת, אכן דורש זאת. רוב החברות, ובפרט החברות העסקיות הגדולות, ביכרו לנהל את הליכי הבראתן

207 28 U.S.C. §151.

208 28 U.S.C. §158.

209 R.S.C, 1985, c. B-3.

210 עם זה, החוק מייחד הוראות להסדרי תשלומים שיוצעו על ידי חייב בשר ודם לנושיו, כאשר גובה החובות אינו עולה על \$250,000. חובות אלה מוגדרים לצורך העניין בחוק כחובות של "consumer debtor" –

BIA §66.11.

211 49(1), §43(1), שם, בהתאמה.

212 §50(1) שם.

213 R.S.C, 1985, c. C-36.

214 CCAA §11.02.

באופן ידידותי, תוך כדי ניווט ההליכים על ידי ההנהלה ודירקטוריון החברה במישרין מול הנושים, ללא מעורבות חיצונית של בעל תפקיד.²¹⁵ בתי המשפט סייעו מאוד לקידום הליכי ההבראה דרך ה-CCAA המותר בדיהם מרחב גמישות ושיקול דעת אשר הובילו לתוצאות רצויות ומוצלחות לחברות ולנושיהן. החוק "הרזה" קנה אפוא את מקומו בחיי המעשה בקנדה כמסלול המוביל להבראת חברות. ברבות השנים, משהתבססה עליונותו המעשית של הליך ההבראה לפי ה-CCAA, נוספו לו בחקיקה "כלים מעשיים" לקידומה של הבראת חברות, שקודם לכן היו יציר פסיקתם של בתי המשפט בלבד, דוגמת ההוראות בדבר מימון הליכי ההבראה²¹⁶ ועוד.

4.68 ככלל, דיני חדלות הפירעון הקנדיים דומים בתפישתם, במתכונתם ובהפעלתם לדין האמריקני. הם אינם מכבירים במסלולים ובהליכים רבים, הם מתמקדים בזכויות הנושים מזה ובזכויות החייב ואפשרויות הבראתו מזה באופן אחיד וענייני. בתי המשפט ממלאים תפקיד חשוב בהליכים, בהיותם מקבלי ההחלטות המהותיות בצמתיים העיקריים של ההליך. עם זה, לאורך ההליך ניכר ניהול וקידום שוטפים של המהלכים על ידי הצדדים, ובראשם החייב או בעל התפקיד שמונה לו.

4. גרמניה

4.69 דיני חדלות הפירעון בגרמניה מושתתים על החוק הפדרלי. ה-InsO (Insolvencyordnung) נחקק בשנת 1999.²¹⁷ חוק זה נחקק בהשראה אמריקנית והושפע במידת-מה מן ה-Bankruptcy Code. עם זה, עדיין ניכרים בו שינויים בתפישה לעומת הדגם האמריקני – ככל הנראה, בשל קיומה של מערכת שפיטה שונה. בדומה לדגם האמריקני, חל החוק הן על חייבים בשר ודם והן על חייבים תאגידיים כאחד.²¹⁸ הוראותיו הן אחידות, למעט סעיפים מסוימים שבהם טורח המחוקק להתייחס באופן מיוחד לחייב שהוא בשר ודם דווקא או לחייב תאגידי דווקא.²¹⁹ כך, למשל, קיים בחוק הליך מיוחד של חדלות פירעון עבור חייב בשר ודם שעיקר עיסוקו הוא כשכיר או עבור חייב בשר ודם עצמאי שאין נגדו תביעות חוב בשל תעסוקה ושמספר נושיו אינו עולה על 20. הליך זה מוכתר בחוק בכותרת Consumer Insolvency Proceedings and Other Minor Proceedings ועיקרו הוא הסדר תשלומים בעבור חייב כאמור.²²⁰ הליך זה הוא "מעין" השתקפות של Chapter 13 האמריקני.

215 על ההשפעה המכרעת של שאלת מינויו או אי מינויו של בעל תפקיד על מידת השימוש בהליכים להבראת חברות ראו להלן פרק תשיעי.

216 CCAA §11.2.

217 לתרגום רשמי של החוק לאנגלית ראו http://www.gesetze-im-internet.de/englisch_inso /englisch_inso.html#p0008.

218 InsO §11(1).

219 ראו, למשל, InsO §§4a, 10 (הוראות דיוניות המתייחסות התייחסות מיוחדת לחייב בשר ודם והתייחסות מיוחדת לחייב תאגידי, בהתאמה).

220 הליך זה מוסדר בחלק התשיעי של החוק (סעיף 304 ואילך).

4.70 ה-InsO מצהיר על מטרותיו בסעיף הפתיחה שלו. סעיף 1 לחוק קובע כי מטרתו היא להסדיר הליכים קיבוציים בעניינו של החייב, בין בדרך של מימוש נכסים (liquidation) ובין בדרך של הסדר (arrangement), בשאיפה לשימור עסקו של החייב.²²¹

4.71 פתיחת הליך רשאים לזוּם החייב או כל אחד מנושיו.²²² ברם, קביעת אופיו של ההליך שיינקט היא מורכבת מעט ושוונה מן הדינים בעניין זה במסורות של המשפט האנגלו-אמריקני. תחילה, לאחר הגשת בקשה לפתיחת הליך, בודק בית המשפט אם התקיימו התנאים המקדמיים לפתיחת הליך. רק בתום שלב זה יכריז בית המשפט על פתיחת ההליך. בתקופה זו רשאי בית המשפט למנות בעל תפקיד זמני לבחינת פעילותו של החייב וכדי לבחון אם התקיימה עילה לפתיחת הליך.²²³ בית המשפט מנהל דיון בבקשה לפתיחת הליך ובעקבותיה מחליט אם לצוות על פתיחת הליך. אם ציווה בית המשפט על פתיחת הליך, יתמנה בעל תפקיד (insolvency administrator),²²⁴ ולצידו עשויה להתמנות גם נציגות נושים (creditors' committee).²²⁵ בצו לפתיחת ההליך נדרש בית המשפט לזמן אסיפת נושים לשם דיון, בהסתמך על דו"ח מאת בעל התפקיד שיוגש לאסיפה, בדבר המשך הליך של חדלות הפירעון של החייב. אסיפת הנושים האמורה (המכונה בחוק: the report meeting) תכונס בין שישה שבועות לשלושה חודשים לאחר צו פתיחת ההליך.²²⁶

4.72 ב-report meeting ידווח בעל התפקיד על ממצאיו באשר למצבו הכלכלי של החייב ועל הגורמים למצב זה. בעל התפקיד יציג באסיפה את הערכתו באשר לסיכויי שימור עסקו של החייב כעסק פעיל, יפרט מה הם הסיכויים לגבש תכנית או הסדר ויצגי את השפעותיו של כל פתרון מוצע על זכויות הפירעון של הנושים.²²⁷ באסיפה זו יחליטו הנושים אם לסגור את עסקו של החייב (ולממש את נכסיו) או לאפשר את המשך קיום עסקו. לפי החלטתם הם ינחו את בעל התפקיד בדבר גיבוש תכנית או הסדר ויקבעו את מטרת התכנית או ההסדר.²²⁸

4.73 כלומר, עם פתיחת הליך של חדלות פירעון מתקיים שלב למידה ראשוני המתייחס למצבו של החייב ולהיתכנות המשך קיומו העסקי. רק בתום שלב זה, המסתכם בדו"ח של בעל התפקיד, מחליטים הנושים אם להמשיך את ההליך של חדלות הפירעון במתווה של הפעלת החייב כעסק חי או במתווה

221 וזו לשון החוק המתורגמת בעניין: "The insolvency proceedings shall serve the purpose of collective satisfaction of a debtor's creditors by liquidation of the debtor's assets and by distribution of the proceeds, or by reaching an arrangement in an insolvency plan, particularly in order to maintain the enterprise. Honest debtors shall be given the opportunity to achieve discharge of residual debt"

222 InsO §13

223 שם, §21(2). במקביל, רשאי בית המשפט לצוות על עיכוב הליכים כלפי הנושים וכן להגביל את החייב מלהעביר את רכושו בכל דרך לצדדים שלישיים. ברם, אין עיכוב הליכים אוטומטי בשל עצם הגשת הבקשה לפתיחת הליך.

224 §27(1)

225 §67

226 §29(1)

227 §156(1)

228 §157

של סגירת עסקיו ומימוש הנכסים. דגם, כאמור, של קביעת אופי ההליך ודרכו רק לאחר תקופת למידה אינו קיים כלל ועיקר באף לא אחת משיטות המשפט האנגלו-אמריקניות. המשפט הגרמני נקט דרך זו, אך הותיר את קבלת ההחלטה המהותית על אודות אופיו של ההליך בידי הנושים, לא בידי בתי המשפט. זהו דגם משפטי שונה מן המסורת המשפטית שאליה משתייכת ישראל.

4.74 יוער כי דומה שהחוק בישראל נהה במידה לא מועטה אחר דגם זה של הדין הגרמני בדבר מתכונת פתיחתם של ההליכים וניתובם, בהותירו את ההכרעה על אופיו של ההליך בידי בית המשפט ולא בידי הנושים. יש בכך משום יצירת דגם ייחודי בישראל. דגם זה אינו ממשיך את הקו האופייני לדיני חדלות הפירעון האנגלו-אמריקניים, על מסורת השפיטה שלהם, הגם שמערכת השפיטה בישראל דומה יותר למסורת משפטית זו. דגם זה מאמץ תפישות מן המשפט הגרמני חרף השונות של מערכות השפיטה והגישות כלפי תפקידן בשתי הארצות.

המשק הכלכלי בישראל ערב המשבר הפיננסי העולמי

א. כללי

5.1 הכלכלה הישראלית ידעה תמורות רבות במשך שנות קיומה של המדינה. תמורות אלה הואצו מאוד מאז ראשית שנות האלפיים, עקב שינויים רבים, מקומיים וכלל עולמיים, שאליהם נחשף המשק. שינוי בולט הוא הפיתוח הטכנולוגי והתעשייתי חסר התקדים. חברות ישראליות רבות עלו בשנים האחרונות על הבימה העולמית והפכו לחברות מובילות בתחומיהן. התעשייה עתירת הידע הישראלית מתרחבת כל העת ומספקת מקומות עבודה רבים וחדשים בשוק המקומי. הכלכלה הישראלית נפתחה למסחר חופשי עם שאר העולם, הן בתנועה חופשית של סחורות והן בתנועה חופשית של הון. מגמות אלה של השתלבות בכלכלה העולמית דחפו לשינויי חקיקה מקרו-כלכליים ניכרים. כן אימצה הנהגת המדינה מדיניות כלכלית אשר, ככלל, חותרת לצמצום המעורבות הממשלתית בפעילות העסקית במשק ולעיבוד היוזמה הפרטית. בהתאמה, קטנו החזקות המגזר הציבורי במשאבים הכלכליים במדינה וגדלו עד מאוד ההשקעות הכספיות של המגזר הפרטי.

5.2 המשק העסקי הישראלי של שנות האלפיים מבוסס במידה רבה על תפישות של כלכלת שוק חופשי. מימון העסקים מסור, בראש ובראשונה, לידיים פרטיות. עם זה, לשם עידוד פיתוח העסקים והיזמות, וגם לשם עידוד השקעות באזורי מחיה מסוימים במדינה, עדיין קיימות קרנות ממשלתיות מסוימות והטבות ממשלתיות אחרות העומדות לימין העסקים הפרטיים.

5.3 במשק הישראלי ראוי, לדעתי, להבחין בין החברות הציבוריות לחברות הפרטיות. אף בקרב החברות הפרטיות ראוי לייחד מילים לחברות הקטנות והבינוניות. תנאי הפעילות של החברות הללו שונים מתנאי פעילותן של החברות הגדולות. הדיון להלן בפרק זה יסקור, בקצרה יחסית, את מבנה המשק הישראלי בשנות האלפיים, ערב המשבר הפיננסי העולמי. סקירה זו תדגיש את המאפיינים העיקריים של החברות בישראל, מאפיינים שתיוודע נפקותם בשעה שחברה כלשהי תיקלע לקשיים כספיים. נפקויות אלה יידונו בהמשך הספר. המשבר הפיננסי העולמי והשפעתו על המשק בישראל יידונו בפרק הבא.

ב. החברות הציבוריות בישראל**1. המסחר במניות בבורסה בתל-אביב**

5.4 בישראל פועלת בורסה לניירות ערך אחת, בתל-אביב. בחודש דצמבר 2007 היו רשומות למסחר בבורסה זו מניותיהן של 654 חברות. מספר החברות משתנה עם השנים. לעתים הוא גדל עקב הנפקות חדשות. לעתים הוא מצטמצם עקב רכישת מניותיה של חברה ציבורית על ידי גורם פרטי והפיכתה לחברה פרטית. עם זה, בעשור שבין 1998–2007 עמד מספר החברות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה בתל-אביב על ממוצע של 625 חברות.¹

5.5 עקב צמיחתה של הפעילות הבין-לאומית של חברות ישראליות, פונות חברות לגיוס הון אף מעבר לישראל. החברות, בחלקן, גייסו הון ורשמו את מניותיהן למסחר בבורסות לניירות ערך בחו"ל. בחודש דצמבר 2007, היו מניותיהן של 65 חברות ישראליות רשומות למסחר ברישום כפול, היינו הן בבורסה בחו"ל והן בבורסה בתל-אביב.²

5.6 בשנים שקדמו למשבר העולמי עלה במידה ניכרת ערך השוק הכולל של ניירות הערך שהיו רשומים למסחר בבורסה בתל-אביב. דבר זה מעיד, כשלעצמו, על הצמיחה הגדולה שממנה נהנה המשק הישראלי, כמו גם על מגמת ההזרמה של ההון במשק למגזר הפרטי. בשמונה השנים שלפני המשבר צמח ערך המניות הרשומות למסחר בבורסה פי שלושה ויותר. ערך אגרות החוב המסחריות תפח משיעור זניח לגובה של יותר מ-300 מיליארד שקלים בתום שנת 2007.³ הטבלה שלהלן משווה בין שווי כלל ניירות הערך שנסחרו בבורסה בתל-אביב בשנים 1999, 2004 ו-2007:⁴

1998	2004	2007	
193	414	925	מניות והמירים
13	49	305	אג"ח מסחרי
164	264	270	אג"ח ממשלתי

טבלה 1 – הבורסה לניירות ערך בתל-אביב: שווי ניירות הערך הנסחרים (במיליארדי שקלים)

1 הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב, סקירה שנתית 2007, לוח.

2 שם, בעמ' 17.

3 עוד על צמיחתן של אגרות החוב המסחריות, ראו להלן פסקאות 5.16–5.22.

4 הנתונים לקוחים מתוך הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב, סקירה שנתית 2007, לוח 7.

2. ההחזקות במניות החברות

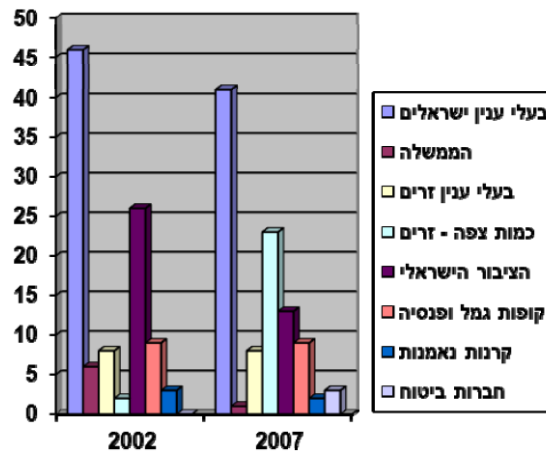
5.7 באופן מסורתי, נחשב שוק המניות הישראלי לשוק ריכוזי, כלומר המניות המונפקות בשוק ההון בישראל מוחזקות במרוכז בידי קבוצות מעטות של משקיעים. כל משקיע מחזיק בחלק גדול יחסית של מניות החברות שהשקיע בהן. חלקן של המניות, המחליפות בעלות במהלך המסחר השוטף בבורסה⁵ בכלל המניות המונפקות, הוא נמוך יחסית. בשוק כאמור קיים בעל שליטה ברוב החברות הציבוריות. בעל השליטה הוא הדמות החשובה ביותר בתפקודה הכללי של החברה. אמנם ההחלטות הרשמיות בחברה מתקבלות על ידי הנהלתה המקצועית ועל ידי הדירקטוריון. ברם, לבעל השליטה יש השפעה ישירה ומכרעת על איש התפקידים בהנהלה ובדירקטוריון. זאת ועוד, בהיותו המשקיע הגדול בחברה, הוא זה שרגיש מכול לתוצאותיה העסקיות. לפיכך, ההנהלה והדירקטוריון נועצים בבעל השליטה באופן שוטף.

5.8 הבעלות הריכוזית במניותיהן של חברות ציבוריות היא גם מאפיין מסורתי של שוקי הון רבים אחרים בעולם, כגון ארצות אירופה השונות. לעומת זאת, שוק המניות האמריקני, ובמידה רבה גם זה הבריטי, מתאפיינים בהחזקה מבוזרת של המניות הנסחרות בו. בשווקים אלה מעטות החברות שבהן קיים בעל מניות המחזיק בחלק ניכר של המניות, באופן ההופכו לבעל שליטה בחברה. חברות אלה מנהלות באופן עצמאי על ידי הנהלתה המקצועית של החברה, בפיקוח הדירקטוריון ממעל.

5.9 עם זה, לאורך השנים ניכר שינוי במאפייני ההחזקה במניות של החברות הציבוריות בישראל. אט אט משיל שוק ההון המקומי מעליו את מאפייני הבעלות הריכוזית. נתח ההחזקות הממוצע של בעלי העניין במניות החברות הציבוריות בישראל פוחת והולך עם השנים.⁶ כך, למשל, בשנת 2002, החזיקו בעלי עניין ב-60% מכלל המניות המונפקות של החברות הציבוריות.⁷ בסוף שנת 2007 החזיקו בעלי העניין ב-50% בלבד מכלל המניות המונפקות של החברות הציבוריות. ההחזקות של בעלי עניין במניות החברות הציבוריות בסוף שנת 2007 היו כדלקמן: בעלי עניין מן המגזר הפרטי בישראל – 41%; בעלי עניין זרים – 8%; ממשלת ישראל – 1%. הכמות הצפה בבורסה בסוף שנת 2007 התפלגה כך: משקיעים זרים (משקיעים מן הציבור ומשקיעים מוסדיים כאחד) – 23%; הציבור הישראלי – 13%; קופות גמל ופנסיה – 9%; חברות ביטוח – 3%; קרנות נאמנות – 2.8%.

5 להלן יכוננו מניות אלה "המניות הצפות".
 6 "בעל עניין" מוגדר בסעיף 1 לחוק החברות כ"בעל מניות מהותי, מי שיש לו הסמכות למנות דירקטור אחד או יותר או את המנהל הכללי, ומי שמכהן בחברה כדירקטור או כמנהל כללי". "בעל מניה מהותי" מוגדר שם כ"מי שמחזיק בחמישה אחוזים או יותר מהון המניות המונפק של החברה או מזכויות ההצבעה בה".
 7 60% האמורים התפלגו כך: 46% – בעלי עניין מן המגזר הפרטי בישראל; 8% – בעלי עניין זרים ו-6% – ממשלת ישראל. הנתונים לקוחים מתוך הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב, סקירה שנתית 2001, גרף 2.
 8 מתוך הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב, סקירה שנתית 2007, עמ' 17.

5.10 השוואת ההחזקות במניותיהן של החברות הציבוריות הישראליות בשנים 2002 ו-2007 מוצגת בתרשים הבא:



תרשים 1 – התפלגות ההחזקות במניות הרשומות למסחר בבורסה בתל-אביב⁹

5.11 עם זה, חרף מגמת הירידה בשיעור ההחזקות הממוצע של בעלי עניין במניות החברות הציבוריות, עדיין התאפיין השוק בהחזקה ריכוזית של מניות.¹⁰ בחודש דצמבר 2007 החזיקו בעלי עניין בפחות ממחצית סך המניות המונפקות של 87 סדרות של מניות בלבד. לעומת זאת, ב-559 סדרות של מניות החזיקו בעלי העניין יותר ממחצית המניות המונפקות.¹¹ כלומר, בחברות הציבוריות בישראל, רובן ככולן, עדיין היה קיים בעל שליטה יציב.¹²

9 שמות הקבוצות של בעלי המניות במקרא של התרשים הם השמות שבהם משתמשת הבורסה לניירות ערך בתל-אביב-יפו בפרסומיה הרשמיים.

10 כדי לעודד את פיזור המניות של חברות ציבוריות החליטה הבורסה כי משנת 2008 ואילך מניות של חברה לא תוכלנה להיכלל באחד ממדדי המניות שהבורסה מפרסמת, אם הכמות הצפה של מניותיה קטנה מ-25% מכלל מניותיה המונפקות. ראו **הבורסה לניירות ערך בתל-אביב**, החלטות דירקטוריון הבורסה מיום י"ב כסלו התשס"ח, 22.11.2007, נספח א', זמין באתר: http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=310010. ראו עוד "הבורסה משדרגת את חישוב מדדיה לסטנדרטים בינלאומיים" **הבורסה לניירות ערך בתל-אביב – הודעה לעיתונות** (מיום י"ד שבט התשס"ח, 21.1.2008), זמין באתר: http://www.tase.co.il/TASE/NewsandEvents/PRArchive/2008/PR_20080121.htm.

11 הנתונים לקוחים מתוך "החזקות הציבור ובעלי ענין במניות", **הבורסה לניירות ערך בתל-אביב – יחידת המחקר** (דצמבר 2007), זמין באתר: http://www.tase.co.il/NR/rdonlyres/F83B5E1D-2CE0-4EE8-9469-79D40194701F/0/Stat_StocksFloatRate_2007_12.xls (כפי שנבדק בינואר 2008).

12 שרון חנס "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עוינות על חברות בישראל" **עיוני משפט** כו 819 (התשס"ג).

עלולה גם להביא לידי העלאה מלאכותית של גובה הריבית על האשראי במשק.¹⁸ ההשקפה המנוגדת היא כי בנקאות ריכוזית מביאה לידי יצירת יחסים קרובים וארוכי טווח בין החברה הלווה לבין הבנק המממן אותה.¹⁹ בבנקאות ריכוזית, אין לחברה חלופות מימון רבות. בהיעדר חלופות, פוסעת החברה, כצרכנית אשראי, כברת דרך ארוכה עם אותו בנק. דבר זה מסייע לבנק לפקח מקרוב וביתר יעילות על פעילות החברה. ריכוז האשראי גם מעודד את הבנקים לפקח מקרוב על הלווים ולהבחין בין לוויים ראויים ללוויים מסוכנים, ולדחות את האחרונים.²⁰ העלות הכלכלית של סינון כאמור היא מוצדקת ורווחית בתנאים של בנקאות ריכוזית.²¹ פיקוח יעיל זה של המערכת הבנקאית יצמצם את חשיפת החברות להסתכנויות-יתר כספיות מצד הנהלות בלתי אחראיות. ריכוזיות האשראי גם מצמצמת את עלויות התיאום והגבייה שנושים מבוזרים סובלים מהן.²² בכך ניכרות תועלותיה העיקריות של הבנקאות הריכוזית.

(ב) התפתחות מואצת של אפיקי מימון חלופיים

5.16 בשנות האלפיים חווה השוק המקומי שינויים גם באפשרויות המימון הפתוחות לפני החברות הציבוריות. לצד האשראי הבנקאי, שעדיין תופס את חלק הארי מכלל האשראי המסחרי במשק, צמחו ועלו אפיקי אשראי חלופיים. אפיק אשראי אחד הוא אשראי חוץ-בנקאי. מחוץ למערכת הבנקאית הרשמית, שבנק ישראל מפקח עליה, צמחו גופים רבים הפעילים בשוק ההון. גופים אלה פועלים הן כמשקיעים מוסדיים, הן כסוכני השקעות וחיסכון בעבור הציבור והן כספקי אשראי מסחרי לחברות במשק. האשראי החוץ-בנקאי פתח לפני החברות המסחריות אפשרויות חלופיות למימון עסקיהן. הוא מגדיל את התחרותיות בשוק המימון. חלק מזמינות האשראי החוץ-בנקאי נובע מהתמורות במשק שחוללה ועדת בכר. קופות גמל וקרנות נאמנות שהיו בעבר בשליטת הבנקים מספקות כיום מימון לעסקים, כגורמים עצמאיים בשוק.

- FIN. 2807 (2002); Emilia Bonaccorsi di Patti & Giovanni Dell'Aricecia, *Bank Competition and Firm Creation*, INTERNATIONAL MONETARY FUND, WORKING PAPER WP/01/21 (2001), available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0121.pdf>
- Nicola Cetorelli & Phillip E. Strahan, *Finance as a Barrier to Entry: Bank Competition and* 17
Industry Structure in Local U.S. Markets, 61 J. FIN. 437 (2006)
 Marianne Bertrand, השוואה: *Industry Structure in Local U.S. Markets*, 61 J. FIN. 437 (2006)
 Antoinette Schoar & David Thesmar, *Banking Deregulation and Industry Structure: Evidence from*
the French Banking Reforms of 1985, 62 J. FIN. 597 (2007)
- Mark G. Guzman, *Bank Structure, Capital Accumulation and Growth: A Simple Macroeconomic* 18
Model, 16 ECON. THEORY 421 (2000)
- Allen N. Berger & Gregory F. Udell, *Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm* 19
Finance, 68 J. BUS. 351 (1995)
- Nicola Cetorelli, *Competition among Banks: Good or Bad?* 2Q ECON. PERSP. 38 (2001); Nicola 20
 Cetorelli & Pietro F. Peretto, *Oligopoly Banking and Capital Accumulation*, FEDERAL RESERVE
 BANK OF CHICAGO, WORKING PAPER NO. 2000-12 (2000); Nicola Cetorelli & Michele Gambera,
Banking Market Structure, Financial Dependence and Growth: International Evidence from
Industry Data, 56 J. FIN. 627 (2001); Mitchell A. Petersen & Raghuram G. Rajan, *The Effect of*
Credit Markets Competition on Lending Relationship, 110 QUART. J. ECON. 407 (1995)
- Robert Marquez, *Competition, Adverse Selection, and Information Dispersion in the Banking* 21
Industry, 15 REV. FIN. STUD. 901 (2002)
- Arturo Bris & Ivo Welch, *The Optimal Concentration of Creditors*, 60 J. FIN. 2193 (2005) 22

5.17 חברות רבות במשק פונות כיום לגיוס אשראי באמצעות הנפקת סדרות של אגרות חוב. שוק אגרות החוב המסחריות בישראל הוא שוק חדש יחסית. עד לשנות האלפיים, שיעור אגרות החוב המסחריות שנסחרו בבורסה בתל-אביב היה נמוך ביותר. כפי שמראה טבלה 1 לעיל,²³ בשנת 1999 נסחרו בבורסה אגרות חוב מסחריות בסכום של 13 מיליארד שקלים בלבד, בהשוואה לסכום של 304 מיליארד שקלים, שווי המניות והמכשירים ההמירים הנסחרים בבורסה. עד לראשית שנות האלפיים, אגרות החוב שנסחרו בבורסה בתל-אביב היו ברובן אגרות חוב שהנפיקה ממשלת ישראל. בסוף שנת 2007 כבר ניכרה מגמה מובהקת של מעבר לגיוסי אשראי לטובת החברות המסחריות באמצעות הנפקתן של אגרות חוב. שווי אגרות החוב המסחריות שנסחרו בבורסה בתל-אביב בחודש דצמבר 2007 היה 305 מיליארד שקלים. שווי המניות והמכשירים ההמירים הנסחרים בבורסה בחודש זה היה 925 מיליארד שקלים. בשנת 1999 היוו אגרות החוב המסחריות 4.2% מסך כל ניירות הערך שהנפיקו חברות מסחריות שנסחרו בבורסה. בשנת 2007 זינק חלקן של אגרות החוב המסחריות בכלל ניירות הערך שחברות מסחריות מנפיקות ועמד על 24.8%.

5.18 אף הנתונים של בנק ישראל מלמדים על מגמה מובהקת של מעבר לגיוסי אשראי באמצעות הנפקתן של אגרות חוב, תוך צמצום ההיזקקות לאשראי הבנקאי. בין השנים 2003 ו-2007 גייסו החברות המסחריות סכומים של 28,749 מיליון דולרים באמצעות הנפקתן של אגרות חוב בבורסה בתל-אביב,²⁴ 3,087 מיליון דולרים באמצעות אשראי בנקאי, ו-6,430 מיליון דולרים באמצעות קבלת אשראי במטבע חוץ מחו"ל.²⁵ בתקופה זו הנפקות אגרות החוב היוו אפוא 75% מכלל גיוס האשראי המסחרי.

5.19 יצוין כי בסוף חודש דצמבר 2007 היו רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב אגרות חוב של 117 חברות אשר הנפיקו לציבור אגרות חוב בלבד.²⁶ חברות אלה מוגדרות כיום כ"חברות אג"ח",²⁷ אשר חוק החברות (תיקון מס' 17), התשע"א-2011, קבע להן הוראות מפורטות של משטר תאגידי. 44 חברות פרטיות נוספות הנפיקו דרך הבורסה אגרות חוב למשקיעים מוסדיים בלבד.²⁸

- 23 לעיל פסקה 5.6.
- 24 נראה כי סכום זה אינו כולל את הנפקתן של אגרות חוב למשקיעים מוסדיים. השוו טבלה 2 להלן בפסקה 5.20.
- 25 הנתונים לקוחים מתוך יחיאל רחבי "התפתחות האשראי במט"ח והפקדונות במט"ח של המגזר הפרטי 2003 עד מארס 2007" **בנק ישראל – המחלקה לפעילות המשק במטבע חוץ** (ינואר 2008), זמין באתר: <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/neumim/neum261h.pdf>
- 26 "התפתחות מספר החברות הבורסאיות, 2007" **הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב – יחידת המחקר** (כ"ב טבת התשס"ח, 31.12.2007), זמין באתר: http://www.tase.co.il/NR/rdonlyres/5BCB9FC2-7611-44E7-A0B9-60FAACA01454/0/Stat_106_2007.pdf
- 27 סעיף 1 לחוק החברות מגדיר חברת אג"ח כ"חברה שאיגרות חוב שלה רשומות למסחר בבורסה או שהוצעו לציבור על פי תשקיף כמשמעותו בחוק ניירות ערך, או שהוצעו לציבור מחוץ לישראל על פי מסמך הצעה לציבור הנדרש לפי הדין מחוץ לישראל, ומוחזקות בידי הציבור".
- 28 התפתחות מספר החברות הבורסאיות, לעיל ה"ש 26. סך כל החברות שניירות ערך שלהן (מניות או אגרות חוב) רשומים למסחר בבורסה היה, בסוף שנת 2007, 815 (שמונה מאות וחמש עשרה).

חלקו של האשראי הבנקאי ביתרת האשראי הכוללת למגזר הפרטי במשק (כלומר, לעסקים ולמשקי הבית) פחת מ-82.24% בשנת 2002 ל-66.77% בשנת 2007.²⁹ באופן ממוקד יותר, במגזר העסקי פחת חלקו של האשראי הבנקאי – בכלל האשראי שמגזר זה צורך – מ-75.81% בשנת 2002 ל-52.15% בשנת 2007.³⁰

4. התפלגות גיוס ההון בחברות

5.20 החברות הציבוריות מממנות כאמור את פעילותן באמצעות גיוסי הון מן הציבור ונטילות אשראי מסחרי. הטבלה שתוכא להלן מתארת את גיוסי ההון של חברות באמצעות הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בין השנים 1999 ו-2007:³¹

הנפקת מניות	הנפקת אגרות חוב	אג"ח למוסדיים	סה"כ אג"ח	
5,117	1,517	0	1,517	1999
12,806	276	0	276	2000
5,176	2,678	311	2,989	2001
5,528	4,473	1,702	6,175	2002
3,109	5,006	6,623	11,629	2003
15,563	9,315	10,476	19,791	2004
13,079	25,490	17,971	43,461	2005
42,794	22,398	24,308	46,706	2006
22,348	48,992	36,959	85,951	2007

טבלה 2 – גיוסי הון בבורסה לניירות ערך בתל-אביב, 1999–2007 (במיליוני שקלים)

5.21 טבלה 2 שהובאה לעיל מלמדת על מגמה עקיבה בשוק ההון לחזק את מימון החברות באמצעות גיוס אגרות חוב. אגרות החוב משמשות כיום כאמצעי מימון עיקרי. בשנת 1999 היוו הנפקות אגרות חוב 22.86% מסך כל גיוסי ההון בבורסה; בשנת 2001 – 36.6%; בשנת 2005 – 76.86%; בשנת 2006 – 52.18%; ובשנת 2007 – 79.36%.

29 הנתונים לקוחים מתוך לוח 3: "תורת האשראי במשק, 2002 עד ספטמבר 2007 (הערכים המופיעים במשבצות B10, B32, G10, G32) "בנק ישראל – תחום היציבות הפיננסית, זמין באתר: <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/stability/indic/t03h.xls>.

30 שם, הערכים המופיעים במשבצות H10, H32, M10, M32.

31 הנתונים לקוחים מתוך "גיוס הון לפי סוגי ניירות הערך, 1993 עד 2007" הבורסה לניירות-ערך בתל-אביב – יחידת המחקר (כ"ב טבת התשס"ח, 31.12.2007), זמין באתר: http://www.tase.co.il/NR/rdonlyres/27F2F0C0-D9CF-4D0A-9690-0DB84335E881/0/Stat_l02_2007.pdf.

5.22 מכל האמור לעיל עולה כי התלות של החברות הגדולות בבנקים המסחריים פחתה עם השנים. בעבור חברות אלה, אפשרויות המימון בישראל כיום הן מגוונות. הבנקאות הריכוזית מבחינתן היא נחלת העבר.

ג. החברות הפרטיות בישראל

5.23 בשנת 2006 היו רשומות בישראל 393,964 חברות.³² רובן ככולן היו חברות פרטיות. חברות אלה אינן מגייסות הון עצמי מן הציבור.³³ יש להעיר כי רבות מן החברות הרשומות במרשם החברות אינן פעילות. חברות פרטיות עשויות להיות חברות בעלות פעילות כלכלית גדולה ביותר. קריסה של חברה כאמור עלולה לעורר הדים רבים בשוק.³⁴

1. עסקים קטנים ובינוניים

5.24 לצד החברות הפרטיות הגדולות, קיימים העסקים הקטנים והבינוניים (בלועזית: Small-Medium Enterprises, ובראשי תיבות: SMEs). מבחינת מספרם, העסקים הקטנים והבינוניים הם עמוד השדרה של הכלכלה המקומית. עסקים קטנים ובינוניים מוגדרים כעסקים המעסיקים עד 100 עובדים ומחזור המכירות השנתי שלהם הוא עד 100 מיליון ש"ח.³⁵ מגזר ה-SMEs מקיף בישראל 99.3% מכלל העסקים במשק. מגזר זה מעסיק כ-55% מכלל העובדים בסקטור העסקי (לעומת כשני-שלישים במדינות המפותחות). כשני-שלישים ממקומות העבודה החדשים בישראל מקורם בעסקים שבהם מועסקים פחות מ-20 איש, וכ-90% ממקומות העבודה החדשים מקורם בעסקים שבהם מועסקים פחות מ-100 איש. עם זה, רק כמחצית התוצר העסקי בישראל מופקת מעסקים אלה.³⁶

5.25 בכל שנה נפתחים בממוצע בישראל כ-45,000 עסקים חדשים ונסגרים כ-39,000. אולם בשנות שפל כלכלי, כמו שנת 2002, מספר העסקים הנסגרים גבוה ממספר העסקים החדשים הנפתחים במדינה.³⁷ כ-76% מן העסקים הקטנים והבינוניים פועלים בתחומי המסחר והשירותים. משקלם של ענפים אלה במשק עלה מ-37% בשנת 1980 ל-57% בשנת 2005.³⁸

32 משרד המשפטים – רשם התאגידים, דוח שנתי 2006, עמ' 44, זמין באתר: <http://www.justice.gov.il/NR/rdonlyres/1675B22A-CA2A-4096-8CEA-C249CA9EC601/17036/misradmispatim.pdf>

33 "חברה ציבורית" מוגדרת בסעיף 1 לחוק החברות כ"חברה שמיניחיה רשומות למסחר בבורסה או שהוצעו לציבור על פי תשקיף כמשמעותו בחוק ניירות ערך, או שהוצעו לציבור מחוץ לישראל על פי מסמך הצעה לציבור הנדרש לפי הדין מחוץ לישראל, ומוחזקות בידי הציבור" (ההדגשה הוספה – ד' ה').

34 ראו, למשל, את ההתמוטטות של חברת הבנייה והדיור "חפציבה" בשנת 2007, פש"ר (מחוזי י-ם) 4212/07 בעניין חפציבה בניה, פיתוח והשקעות בע"מ, או את התמוטטות רשת המזון קלאבמרקט בשנת 2005, פש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05 בעניין קלאבמרקט, רשתות שיווק בע"מ.

35 עמי צדיק "עסקים קטנים ובינוניים בישראל ובמדינות המפותחות" הכנסת – מרכז המחקר והמידע (י"ט טבת התשס"ז, 9.1.2007).

36 ש.ם.

37 ש.ם.

38 ש.ם.

2. מימון עסקים קטנים ובינוניים

(א) בנקאות ריכוזית

5.26 בשונה מן החברות הגדולות, מקורות המימון של העסקים הקטנים והבינוניים מצומצמים למדי. בעבור מגזר זה, מקור המימון העיקרי והיחיד כמעט הוא האשראי הבנקאי. זמינותם של מקורות המימון בעבור עסקים במגזר זה תלויה לחלוטין בבנקים שעמם הם מנהלים יחסים כספיים. בעבור עסקים אלה, הבנק הוא מקור החמצן הכספי. החלטה של הבנק לצמצם את הספקת האשראי עלולה למוטט עסק כאמור בטוח זמן קצר למדי. המערכת הבנקאית בישראל מורכבת כאמור מחמש קבוצות בנקאיות, ובראשן ניצב הצמד המכריע: בנק הפועלים ובנק לאומי.³⁹ העסקים הקטנים והבינוניים מנהלים, על פי רוב, מערכת יחסים נמשכת עם בנק אחד או, לכל היותר, עם שני בנקים. מבחינתם של עסקים במגזר זה, מערכת המימון הישראלית מוסיפה להתאפיין כמערכת בנקאית ריכוזית. מבחינת העסק כצרכן של מימון, אין בשוק חלופות של ממש למערכת הבנקאית.

5.27 עם זה, ראוי לציין כי צמצום של הספקת האשראי הבנקאי למגזר העסקים הגדולים (עקב פיתוח מקורות האשראי החוץ-בנקאיים) עשוי לפנות מקורות כספיים בבנקים למימון מוגבר של העסקים הקטנים והבינוניים. המערכת הבנקאית עשויה להתמקד עתה יותר, בגרעין עסקיה ובמומחיותה המקצועית, במגזר זה ולסייע יותר בפיתוחו.⁴⁰ יצוין עוד כי ייתכן שיתפתחו בעתיד מקורות אשראי נוספים לחברות הקטנות והבינוניות בעקבות המכירה הצפויה של חברות כרטיסי האשראי על ידי הקבוצות הבנקאיות המחזיקות בהן, בעקבות דו"ח ועדת שטרומ⁴¹ ואימוצו בחקיקה.⁴²

(ב) קרנות מימון לעידוד ולטיפוח העסקים הקטנים

5.28 מלבד המערכת הבנקאית, הוקמו ברבות השנים קרנות מימון שונות אשר ייעודן הוא לממן עסקים קטנים בתנאים נוחים יחסית. קרנות אלה מכירות בחשיבות טיפוחה של היזמות העסקית ומבקשות לתמוך בה. בשנת 2004 פעלו בישראל 15 קרנות מימון כאלה. קרנות אלה העניקו 2,071 הלוואות בסכום כולל של כ-300 מיליון ש"ח. יותר משני-שלישים מסכום כולל זה ניתנו על ידי הקרן לסיוע לעסקים קטנים, בערבות המדינה.

5.29 משנת התשנ"ג-1993 פועלת הרשות לעסקים קטנים ובינוניים.⁴³ רשות זו הוקמה ביוזמת משרד התעשייה, המסחר והתעסוקה ושותפים בה משרדי המשלה, ארגונים כלכליים, גופים ציבוריים וגופי התנדבות העוסקים בטיפוח יזמות ובעידוד עסקים. הרשות פועלת, בשיתוף משרד התעשייה, המסחר והתעסוקה, להסרת חסמים בשטח המימון, הניהול, הנגישות למידע ובעיות בירוקרטיה, המקשים על

39 לעיל פסקה 5.14.

40 צדיק, לעיל ה"ש 35, בעמ' 14.

41 הוועדה להגברת התחרותיות בשירותים בנקאיים ופיננסיים נפוצים דו"ח מסכם (התשע"ו-2016) (ועדת שטרומ).

42 חוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות בישראל (תיקוני חקיקה), התשע"ז-2017.

43 אתר האינטרנט הרשמי של הרשות הוא <http://www.asakim.org.il>.

פיתוח העסקים הקטנים והבינוניים. באמצעות מרכזי טיפוח יזמות (מט"י) הפרוסים ברחבי המדינה, מפנה הרשות את היזמים ואת העסקים הקטנים והבינוניים אל קרנות המימון האמורות, לשם סיוע בבעיות המימון שלהם.

3. סיכויי ההישרדות של עסקים קטנים ובינוניים

5.30 שיעורי ההישרדות של עסקים קטנים ובינוניים בחמש השנים הראשונות לפעילותם הם נמוכים למדי, בהשוואה לשיעורי ההישרדות של כלל העסקים במשק. בתום חמש שנים לפעילותם שורדים רק 30% מן העסקים הקטנים והבינוניים שנפתחו, לעומת 47% של הישרדות לכלל העסקים במשק. ההשוואה למדינות המערב אינה מחמיאה לעסקים הקטנים והבינוניים. בתום השנתיים הראשונות לפעילותם שורדים 58% מן העסקים הקטנים והבינוניים בישראל. שיעור ההישרדות במדינות המפותחות בתום התקופה האמורה גבוה יותר. כך, למשל, שיעור ההישרדות באוסטרליה ובשוודיה הוא 88%; בבריטניה – 83%; באיטליה – 77%; ובספרד – 44.71%⁴⁴.

5.31 בהיעדר חלופות מעשיות לאשראי הבנקאי, סובלים עסקים קטנים ובינוניים מנחיתות בזמינות האשראי.⁴⁵ מצוקת האשראי של עסקים אלה היא הגורם הראשון במעלה המאיים על המשך קיומם. לפי סקר שערך בחודש ינואר 2006 מנהל תחום הכלכלה בהתאחדות המלאכה והתעשייה, 70% מן היצרנים הקטנים במשק חורגים ממסגרת האשראי הבנקאי העומד לרשותם.⁴⁶ היעדר הנגישות למימון, ביחוד בתנאים של הבנקאות הריכוזית, הוא חסם עיקרי המשפיע מאוד על סיכויי ההישרדות של העסקים הקטנים והבינוניים.⁴⁷ מצוקת מסגרת האשראי בבנק נחשבת לגורם הראשון במעלה להסברת כישלונות עסקיים של העסקים הקטנים והבינוניים. משקלה היחסי בכלל הגורמים לכישלון עסקי הוא 18%.⁴⁸ סיבות אחרות לכישלון העסקי, בסדר חשיבות יורד, הן: ניהול לקוי של סיכונים אשראי ולקוחות (תלות בלקוח עיקרי, אי בדיקת הלקוחות ותנאי התשלום שלהם) וגורמי מקרו ותחרות בענף שבו העסק פועל.⁴⁹

5.32 בהשוואה לחברות המגייסות הון באמצעות הבורסה, מועדים העסקים הקטנים והבינוניים לכישלון.⁵⁰ היעדר חלופות המימון חושף עסקים אלה לסיכונים מוגברים כשהתנאים המקרו-כלכליים

44 הנתונים לקוחים מתוך "בדיקה מיוחדת – הישרדות עסקים בישראל" הרשות לעסקים קטנים ובינוניים בישראל (יולי 2006), זמין באתר: <http://www.asakim.org.il/upload/hisardut2006.pdf>. סקירה זו בחנה עסקים המעסיקים עד 100 עובדים ואשר מחזוריהם הכספיים השנתיים היו עד 10 מיליון דולר.

45 על ריכוזיות בנקאית והיעדר גיוון של מקורות אשראי מספיקים לעסקים קטנים ובינוניים באנגליה ראו: DON CRUIKSHANK, COMPETITION IN UK BANKING, Chapter 5 (HMSO, 2000), available at: <http://www.hm-treasury.gov.uk/media/9/1/Bankreviewchaptfive.pdf>.

46 הודעה לעיתונות שפורסמה באתר: <http://www.aci.org.il/Index.asp?CategoryID=168>.

47 צדיק, לעיל ה"ש 35.

48 הרשות לעסקים קטנים ובינוניים בישראל, לעיל ה"ש 44.

49 שם.

50 אכן, אף באנגליה, רוב תיקי חדלות הפירעון העסקיים הם של עסקים קטנים ובינוניים. ראו RIZWAAN J. MOKAL, CORPORATE INSOLVENCY LAW – THEORY AND APPLICATIONS, 99–100 (2005).

משתנים, כגון מיתון במשק, האצת אינפלציה, וכדומה.⁵¹ ואמנם, בין השנים 2002 ל-2006 היה מספר החברות הנתונות בסכנת סגירה בין 45,000 ל-52,000.⁵² בכל שנה נתונים 11%–13% מן העסקים בישראל בסכנת סגירה.

5.33 יודגש כי העסקים הקטנים והבינוניים הם עיקר העסקים הנקלעים לכישלון, אולם אין הם העסקים היחידים הסובלים מכישלון עסקי ומחדלות פירעון. כפי שיובהר בפרק הבא, המשבר הפיננסי העולמי שפרץ ב-2008 וזליגתו המוגבלת לישראל הוכיחו כי גם עסקים גדולים ומבוססים באופן מסורתי, בין שהם מאורגנים כחברה פרטית ובין כחברה ציבורית, אינם חסינים מפני משבר כספי וחדלות פירעון. התאגידים הגדולים ביותר במשק, לרבות בנקים וחברות ביטוח, עלולים להיקלע לחדלות פירעון, בין מחמת משבר כלכלי רוחבי ובין מחמת משבר ניהולי פרטי. כאשר חברה גדולה נקלעת לחדלות פירעון, נפגעת, על פי רוב, קבוצת אנשים גדולה בהרבה מאשר במקרה של חברה קטנה.⁵³

51 Ran Sharabany, *Business Failures and Macroeconomic Risk Factors*, DISCUSSION PAPER 2004.06, BANK OF ISRAEL – RESEARCH DEPARTMENT (June 2004), available at: <http://www.boi.gov.il/deptdata/mehkar/papers/dp0406e.pdf>

52 הרשות לעסקים קטנים ובינוניים בישראל, לעיל ה"ש 44.

53 עם זה, סוג הנפגעים העיקריים שונה בהתייחס לשני סוגי חברות אלה. בחברה גדולה נפגעים עובדים רבים ולצדם גם משקיעים כספיים, הן מוסדיים והן מן הציבור. לעומת זאת, בחברה קטנה נפגעים גם בעלי המניות, אשר ערבים, בדרך כלל, לחובות החברה. על הברדל זה ראו עוד לעיל בפסקאות 3.50–3.51.

המשבר הפיננסי העולמי והשפעתו בישראל

א. המשבר הפיננסי העולמי

6.1 המשבר הפיננסי ב-Wall Street שפרץ ב-2008 הגיע בעקבות שנות גאות שבהן התקיימו בשוק עסקאות רבות, שעליהן ניצחו הבנקים להשקעות ואשר ביסודן גויסו היקפים עצומים של כספים באמצעות התחייבויות של חברות ייעודיות שהוקמו, Special Purpose Corporations (SPCs), לגיוס הכספים. חברות אלה ניהלו תיקי נכסים שעל גביהם גויסו הכספים.¹ דא עקא, הנכסים שהועברו לידי חברות אלה היו התחייבויות כספיות שהומחו אליהן על ידי בנקים ומוסדות פיננסיים נוספים.² התחייבויות אלה התבררו כעבור זמן כהתחייבויות שהסתברות לפירעונן היא נמוכה ביותר, הגם שההתחייבויות גובו בחלקן בשעבוד. אלה היו התחייבויות מגובות במשכנתאות של חייבים מן העשירונים הנמוכים ביותר שאין להם כל יכולת הכנסה לפירעון החוב ושפילו בית המגורים שלהם אינו שווה את סכום ההלוואה שהם חייבים בה.³ תופעה נרחבת זו כונתה sub-prime loans.⁴ התחייבויות אלה הפכו את הנכסים, שהומחו לחברות הייעודיות, לנכסים חסרי ערך. כך גם באשר לתקבולים עתידיים של כרטיסי אשראי ועוד, שהומחו לחברות הייעודיות-המנפיקות. אולם, בשנות הגאות לא שעה השוק לסיכון זה. ה-SPCs הנפיקו אג"חים וניירות ערך יצירתיים בעלי שמות יצירתיים ומעניינים בעבור המשקיעים בשוק ההון, משקיעים מוסדיים והציבור הרחב כאחד. כך הונפקו ניירות ערך דוגמת ה-Mortgage Backed Securities (MBS), ה-Collateralized Debt Obligations (CDOs),

- 1 בשל גיוס אגרות חוב על בסיס נכסים שהומחו לחברה המגייסת הייעודית מכונות עסקות אלה בעברית "עסקאות איגוח", ובלע"ז: asset securitization. ראו Joseph C. Shenker & Anthony J. Colletta, *Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers Symposium: New Financial Products, the Modern Process of Financial Innovation, and the Law*, 69 TEX. L. REV. 1367 (1991); Steven L. Schwarcz, *The Alchemy of Asset Securitization*, 1 J. STAN. L. BUS. & FIN. 133 (1994).
- 2 לבעיות הנציג שנוצרות עקב המחאת נכסי הבסיס מן הנושים המקוריים ל-SPCs ראו Steven L. Schwarcz, *Enron and the Use and Abuse of Special Purpose Entities in Corporate Structures*, 70 U. CIN. L. REV. 1309 (2001).
- 3 ההלוואות לחייבים אלה היו ברובן הלוואות לרכישת בית המגורים המגובות במשכנתא על הנכס הנרכש. הלווים נדרשו להציג הון עצמי מזערי משיעור הרכישה, ורובו של סכום הרכישה ככולו מומן מכספי ההלוואה הבנקאית.
- 4 ADAM B. ASHCRAFT & TIL SCHUERMANN, UNDERSTANDING THE SECURITIZATION OF SUBPRIME MORTGAGE CREDIT (2008).

ואחרים.⁵ כך גם הונפקו על ידי גורמים נוספים, דוגמת הבנקים להשקעות, ניירות ערך המזכים את רוכשיהם בתשלום אם חברה תחדל מלפרוע אשראי שהיא מחויבת בפירעונו. ניירות אלה מכונים Credit Default Swaps (CDSs).⁶ משפרץ המשבר והתחוויר לכל כי ביסוד ניירות הערך השונים מצויים נכסים חסרי ערך כלכלי של ממש ספג השוק כולו מכה אנושה.⁷ אפילו חברות המשכנתאות הממשלתיות, Fannie Mae-1 Freddie Mac, נפגעו מבחינה כלכלית, חסרו נזילות והממשל הפדרלי נאלץ להלאימן לשם חילוץ.⁸

6.2 ב-15 בספטמבר 2008 מילא בנק ההשקעות Lehman Brothers טפסים לפתיחת הליכים על פי Chapter 11, הגישם ל-Bankruptcy Court of the Southern District of New York ובזאת נפתח הליך של חדלות הפירעון הגדול ביותר בהיסטוריה העולמית מאז ומעולם. Lehman Brothers החזיקה נכסים בשווי של כ-600 מיליארד דולר וסכום דומה של התחייבויות.⁹ חלק נכבד מנכסיה כלל נכסים פיננסיים שהיא החזיקה בעצמה, או בעבור לקוחותיה, בשוקי ההון ובמוסדות פיננסיים בארצות-הברית, באירופה ובאסיה. תאריך זה, אם תרצו ה-"9/15" של שוק ההון הגלובלי, סימל את פרוץ המשבר הפיננסי העולמי.¹⁰ גופים ומוסדות פיננסיים רבים וגדולים נחשפו למשבר קשה שהכה, כמעט באופן

- 5 להרחבה בנושא MBS ראו Eduardo S. Schwartz & Walter N. Torus, *Prepayment and the Valuation of Mortgage-Backed Securities*, 44 J. FIN. 375 (1989); Richard Santon, *Rational Prepayment and the Valuation of Mortgage-Backed Securities*, 8 REV. FIN. STUD. 677 (1995) בעניין CDOs ראו Darrell Duffie & Nicolae Garleanu, *Risk and Valuation of Collateralized Debt Obligations*, 57 FIN. ANALYSTS J. 41 (2001).
- 6 Moorad Choudhry, *The Credit Default Swap Basis* (2006). לבעיית הנציג ש-CDSs עלולים לגרום, עקב הפרדת העניין הכלכלי בסיכוני כשל האשראי של החברה (עניינו של מנפיק הנייר שישלם על הכשל) ממקבל החלטות על דרכה של החברה הכושלת (הנושה, שרכש הגנה כלכלית באמצעות ה-CDS) ראו Douglas Baird, *Elements of Bankruptcy* 226-228 (6th ed., 2014).
- 7 כעבור זמן לא רב נחלצה ממשלת ארצות-הברית לתמיכה בשוק הקורס באמצעות רכישה ניכרת של הנכסים הרעועים האמורים מן השוק. תכנית זו נודעה בשם Troubled Asset Relief Program (TARP). להסבר על פרטי התכנית ראו באתר של משרד האוצר האמריקני: <https://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/about-tarp/Pages/default.aspx> Anh Phuong Nguyen & Carl E. Enomoto, ראו גם *The Troubled Asset Relief Program (TARP) and the Financial Crisis of 2007-2008*, 7 J. BUS. & ECON. RESEARCH 91, 91-95 (2009); Baird Webel, CONGRESSIONAL RESEARCH SERVICE, *TROUBLED ASSET RELIEF PROGRAM (TARP): IMPLEMENTATION AND STATS* (2013).
- 8 Kimberly Amadeo, *What Was the Fannie Mae and Freddie Mac Bailout?*, THE BALANCE (11.8.2016), available at: <https://www.thebalance.com/what-was-the-fannie-mae-and-freddie-mac-bailout-3305658>.
- 9 Sam Mamudi, *Lehman Brothers Folds with Record 613\$ Billion Debt*, MARKET WATCH (15.9.2008), available at: <http://www.marketwatch.com/story/lehman-folds-with-record-613-billion-debt>.
- 10 עם זה, קדמו לאירוע מכונן זה משברים פיננסיים נוספים שדומה כי בישרו את פרוץ המשבר הגדול. כך, למשל, בחודש מארס 2008 חווה בנק ההשקעות Bear Sterns קשיים כספיים. כמו כן, בנק ההשקעות Merrill Lynch נכנס לקשיים ונרכש על ידי Bank of America. גם חברת הביטוח AIG נקלעה למשבר עמוק אשר גרם לממשל להלוות לחברה 185 מיליארד דולר בתמורה לכ-80% ממניותיה. רק בשנת 2013 הצליחה החברה להחזיר את הלוואה במלואה ובכך להחזיר לידיה את מניות החברה. לרצף האירועים אשר

מידבק, בשוקי ההון בעולם. ההחזקות ושווי ניירות הערך של מוסדות פיננסיים רבים, צנחו. מקורות אשראי מסורתיים הצטמצמו באחת מחמת הפגיעה בשווי הנכסים של הבנקים ושל המוסדות הפיננסיים הגדולים בעולם והפגיעה הנגזרת בהלימות הונם. כתוצאה מכך, משקים רבים במדינות המפותחות נקלעו למשבר כלכלי קשה. הפעילות הכלכלית הואטה וערך המקרקעין בארצות רבות צנח בשיעור ניכר.¹¹

ב. זליגת המשבר הפיננסי לישראל

1. הרעה זמנית של איכות האשראי הבנקאי

6.3 המשבר הפיננסי העולמי פגע בישראל בשלהי שנת 2008 באופן מתון יותר מאשר בכלכלות אחרות במערב. ככלל, המערכת הבנקאית הישראלית גילתה חוסן ויציבות ראויים.¹² עם זה, המשבר השפיע, בכל זאת, לפרק זמן על המערכת הבנקאית. ענף השירותים הפיננסיים הבנקאיים התכווץ, במיוחד עקב מכירת רוב תיק ניירות הערך מגובי המשכנתאות האמריקניים (ה-MBS-ים) על ידי בנק הפועלים וירידת שווי האג"חים בתיקי ההשקעות של הבנקים.¹³ איכות האשראי הבנקאי ירדה בשנת 2008 עקב עליית סיכוני האשראי, בעיקר בענפי הנדל"ן והבנייה, בענפי התעשייה והמסחר, שנפגעו מן ההאטה העולמית, ובענף השירותים הפיננסיים.¹⁴ התנודתיות החדה בשוקי העולם בשערי החליפין של המטבעות, במדדי המניות ובהפחתות החדות של שערי הריבית, הגדילה את החשיפה של הבנקים לסיכוני השוק.¹⁵

2. פגיעותן של חברות הנדל"ן

6.4 אחד הענפים שנפגעו באופן חמור מן המשבר הפיננסי העולמי הוא ענף הנדל"ן. פגיעה זו באה לידי ביטוי בכמה אופנים. ראשית, השתנתה זמינות האשראי לחברות הנדל"ן בשוק המקומי. בין השנים 2004–2007 גייסו חברות נדל"ן רבות אשראי בשוק ההון באמצעות הנפקות אג"חים.¹⁶ מגמה זו

התרחשו ערב המשבר ובמהלכו ראו Dennis McCuistion, *A Chronology of the Financial Crisis*, NATIONAL CENTER FOR THE POLICY ANALYSIS (2010).

11 אכן, בתוך משבר זה נפגעה, בין השאר, תעשיית הרכב האמריקנית שהיא ספקית מסורתית של מקומות עבודה רבים בארצות-הברית. החברות הגדולות לייצור כלי הרכב שם נזקקו לחילוץ כספי. ראו Kimberly Amadeo, *Auto Industry Bailout (GM, Ford, Chrysler)*, THE BALANCE (25.11.2016), available at: <https://www.thebalance.com/auto-industry-bailout-gm-ford-chrysler-3305670>.

12 ואולם, להתרעה מפני חזרה על עסקאות איגוח חסרות זהירות בשוק הישראלי בנוסח שנות טרום המשבר בוול סטריט ראו איתן אבריאל "איך ישראל לא נפלה במשבר הפיננסי – ולמה היא עלולה ליפול במשבר הבא" *TheMarker* (8.2.2015).

13 בנק ישראל, *מערכת הבנקאות בישראל*, 2008, 102, זמין באתר: www.boi.org.il/deptdata/pikuah/skira08/ch-c.pdf.

14 שם, בעמ' 101.

15 שם, בעמ' 97.

16 בשנת 2008, כ-40% מסך האג"חים הסחירים בבורסה היו אג"חים של חברות נדל"ן ובנייה. שם, בעמ' 103.

הואטה בעקבות פרוץ המשבר בשנת 2008 והערכת סיכונים מחודשת של המשקיעים בשוק האג"ח. לפיכך, נזקקו חברות הנדל"ן לשוב ולהסתמך באופן ניכר על האשראי הבנקאי, ולשם כך הן נדרשו לשעבד נכסים להבטחת האשראי הבנקאי.¹⁷ שנית, החברות הישראליות הגדולות, אשר להן פעילות נדל"ן בינלאומית ואשר השקיעו ופיתחו נכסים בארצות זרות (בעיקר במרכז אירופה ובצפון אמריקה), נפגעו במישור מן המשבר הפיננסי העולמי. ההאטה הכלכלית והפגיעה בערך הנכסים שלהן באירופה ובאמריקה פגעה בערך הנכסים שלהן ובתזרים המזומנים שנכסים אלה אמורים היו להניב להן. מנגד, התחייבויותיהן של חברות אלה, בין למערכת הבנקאית בישראל ובין למחזיקי האג"חים שהן הנפיקו בשנים קודמות בשוק ההון בישראל, עמדו בעינין והמתינו לפירעון עיתי. קשיים תזרימיים אלה פגעו דווקא בחברות מן הגדולות במשק, דוגמת אפריקה ישראל להשקעות, דלק נדל"ן ואלביט הדמיה, והובילו אותן לבסוף להליכים משפטיים לשם ארגון מחדש של התחייבויותיהן.¹⁸ ואכן, חברות הנדל"ן בלטו בקרב כלל החברות שנקלעו להליכי הבראה והסדר במשק הישראלי בעקבות משבר 2008.¹⁹

3. פגיעותם של מחזיקי אגרות חוב

6.5 המשבר העולמי שפרץ חשף בישראל ציבור נושים שקודם לכן לא חווה קשיים פיננסיים של חברות. נושים אלה הם מחזיקי האג"חים. כאמור בפרק חמישי, עד לראשית שנות האלפיים בקושי הונפקו בישראל אגרות חוב של חברות עסקיות. העשור הראשון של שנות האלפיים התאפיין בגל הנפקות אג"חים של חברות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בשיעור כספי שגדל והלך עד פרוץ המשבר הפיננסי העולמי. בשנות גאות אלה סברו המשקיעים כי האג"חים הם צורה נוספת של נייר ערך לצד המניות. החשש מפני התממשות הסיכון שבאג"ח, והיותו זכות נשייה שעלולה שלא להיפרע הופנם פחות. משום כך גם מעטים המקרים שבהם האג"חים שהונפקו גובו בשעבוד להבטחת זכויות הפירעון של המחזיקים.

6.6 כאמור, המשבר העולמי חשף לצינתו את החברות הישראליות הגדולות, הפעילות בזירה העסקית הבינלאומית. חברות אלה גייסו אף הן כספים במיליארדי שקלים באמצעות הנפקת אג"חים טרם המשבר. ההאטה הכלכלית בעקבות המשבר פגעה בחברות אלה והן נזקקו לראשונה לשאת ולתת עם נושיהן על תכניות הבראה ועל ארגון מחדש של התחייבויותיהן. זו הייתה התנסות חדשה לציבור מחזיקי האג"חים. הללו לא הכירו מקרוב את ההתנהלות מול חברות בקשיים, את דרכי החשיבה בנסיבות אלה, כיצד ניתן להשיא ערך ומה הן מגבלות הפעולה. לפיכך, בראשית גל ההבראות וההסדרים בחברות שהנפיקו אג"חים ההתנהלות לוותה לא פעם בקולות צורמים יתר על המידה, בעיסוק יתר בכל שלב ועניין באמצעי התקשורת, ובהתנהלות "לעומתית" שספק עד כמה היא קידמה

17 שם.

18 לדיון בהבראתן של חברות אלה ראו להלן פרקים שמיני, תשיעי ועשרים-ושלושה.

19 בשנים 2009–2010 היוו חברות הנדל"ן 56% מכלל החברות שנקלעו להליכי הבראה והסדר. חוב האג"ח שלהן היווה 75% מסך חובות האג"ח של החברות שנקלעו להליכים כאמור בשנים אלה. ראו רשות ניירות ערך, המחלקה הכלכלית, משבר שוק אג"ח החברות בישראל ותמחור הסיכונים בשוק הראשוני והמשני 2008–2010 (פברואר 2012), (www.isa.gov.il/Download/IsaFile_8080.pdf).

עניינית את השאת ערך החברה.²⁰ עמדות לעומתיות קוטבו עוד יותר באמצעות שימוש בטענות בדבר היות ההשקעות של המשקיעים המוסדיים באגרות החוב השקעות של החסכונות ארוכי הטווח של הציבור. הטענות ביטאו חששות לשווי של חסכונות אלה, וכתוצאה מכך – לשחיקת החיסכון לגמלאות של הציבור.²¹

התנהלות בוסרית זו אפיינה את ראשית הדרך של מחזיקי האג"חיס בהליכי הבראת החברות. בתיקים הראשונים הגדולים הם גיששו את דרכם ושילמו "שכר לימוד" תוך כדי ניהול המגעים מול החברות. דומה היה כי במשא ומתן בינם לבין בעלי השליטה בחברות, יד האחרונים הייתה על העליונה. די היה להביט באסופת המשתתפים מטעם מחזיקי האג"חיס במשא ומתן שהתנהל כדי להיווכח שהם מיוצגים באופן מגוון ובלתי אחיד בהכרח, דבר שעלול לפגום באיכות ייצוגם. מטעם מחזיקי האג"חיס פעלו הן נאמני סדרות האג"ח, המכהנים בתפקידם מכוח חוק, והן נציגויות נבחרות של האג"חיס לניהול המגעים מול החברות.²² לא זאת אף זאת: עניינם הכלכלי של מחזיקי האג"חיס לא היה אחיד בהכרח. האג"חיס כאמור נסחרו בשוק המשני. עם הזמן נכנסו לשוק ההון בישראל קרנות השקעה שמתמחות ברכישת אג"חיס של חברות בקשיים (distressed debt).²³ הללו רכשו אג"חיס אלה בשוק במחיר נמוך והן עשויות מבחינתן להסתפק בפירעון חובות צנוע יחסית מן החברה ובלבד שהוא גבוה מהשיעור שבו רכשו את האג"חיס. פיצולים אלה בקרב מחזיקי האג"חיס ומייצגיהם עשויים היו לשחק לידיהם של בעלי השליטה בחברות בעת ניהול משא ומתן מורכב ביניהם על תנאיה של תכנית ההבראה. ואולם, ברבות השנים, למד שוק ההון את תחום הבראת החברות, התעשת והתבגר, ומחזיקי האג"חיס החלו עומדים ביתר תוקף על זכויותיהם. כפי שנראה בפרק הבא, התעשתות זו בלטה במיוחד החל מפרשת אי. די. בי. ואילך. "שכר הלימוד" שולם, וגם מחזיקי האג"חיס השכילו להתנהל כנושים פעילים אשר אינם מתכופפים לפני כל הצעה, דרישה או איום של בעל שליטה.

4. הסדרי החוב הגדולים

6.7 עד לפרוץ המשבר הפיננסי העולמי נחשף השוק בישראל לקשיים כספיים של חברות, בעיקר בחברות תפעוליות שרובן נמנה עם שכבת העסקים הקטנים-בינוניים (SMEs). קריסת **הבנק למסחר** בשנת 2002, עניין **קלאבמרקט** בשנת 2005 והתמוטטות קבוצת חברות הבנייה **חפציבה** בשנת 2007 היו מקרי השיא של תחום חדלות הפירעון בראשית שנות האלפיים. המאפיין העיקרי של רוב מקרי חדלות הפירעון, בין שהתנהלו כפירוק החברה ובין שהתנהלו כהבראתה, היה מימוש נכסים. בפירוק, המימוש נעשה חבילות, חבילות. בהבראה, השליטה בחברה נמכרה, על פי רוב, כמקשה אחת למשקיע חדש.

20 ראו, למשל, אשר שכטר "קמפיין נגד הטייקונים: עושים תספורת לתשובה ולא מתדלקים בתחנות דלק" **TheMarker** (מיום 30.8.2011), זמין באתר: <http://www.themarket.com/news/protest/1.1086109>.

21 ראו גם אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים" **משפטים** מ 309 (התשע"א).

22 על נציגויות האג"חיס ראו להלן פסקאות 6.10–6.11, 10.10.

23 בלטו בקרב אלה קרנות ההשקעות יורק ו-DK, אשר הובילו כעבור זמן את יוזמת מחזיקי האג"חיס לפתוח הליך הבראה לחברת **אי. די. בי פיתוח**. לדיון בעניין זה ראו להלן פסקאות 7.53–7.57.

6.8 לאחר פרוץ המשבר הפיננסי העולמי נקלעו לקשיים כספיים חברות מן הגדולות ביותר במשק הישראלי, בעלות פעילות בין-לאומית ועם שיעורי חובות גדולים לאין ערוך ממה שהמשק הורגל בהם קודם לכן. התלכדות הנסיבות שתוארו לעיל, קרי: חוב ציבורי גדול (האג"חים) במיליארדים של ש"ח, הנסחר בשוק המשני והמוחזק הן בידי משקיעים מוסדיים והן בידי הציבור במישרין; קושי לגייס אשראי חדש בשיעורים האמורים בשוק (בין על ידי החברה שבקשיים לשם מחזור החוב ובין על ידי רוכשים-בכוח המעוניינים לרכוש את השליטה בה) בשל עליית סיכוני האשראי במערכת הבנקאית; ההכרה בערך הכלכלי שבהתנהלות שיתופית של הנושים עם ממסד החברה (נושאי המשרה ובעלי השליטה) – כל אלה הולידו דפוסי פעולה חדשים להבראת חברות. מקרי הבראת החברות הגדולים בעקבות המשבר הפיננסי העולמי, דוגמת **אפריקה ישראל, דלק נדל"ן או אלביט הדמיה** התאפיינו פחות במימוש נכסי החברה או החזקותיה.²⁴ רבים ממקרי ההבראה החדשים התאפיינו במשא ומתן ישיר בין החברה לציבור נושיה. בעלי השליטה הקיימים בחברה השקיעו לא פעם סכומי כסף ניכרים חדשים בחברה לשם שמירה על החזקתם בחברה, גם אם החזקה זו דוללה בתכנית ההבראה. תכניות ההבראה שנרקמו שילבו אמצעי תשלום שונים, דוגמת מזומנים שהושקעו על ידי בעל השליטה, דחיית תשלומים, המרת חוב קצר בחוב ארוך, המרת חוב במניות החברה, וכיוצא בזה. אלה תכניות הבראה המארגנות את התחייבויות החברה ואת מבנה הונה מחדש. תכניות הבראה אלה זכו לשם הנפוץ "הסדרי חוב".²⁵ לראשונה, ההתנהלות המתייחסת להבראת החברות בישראל תאמה את ההתנהלות המסורתית של Chapter 11 האמריקני.²⁶

ג. תמורות חקיקתיות בעקבות המשבר

6.9 המשבר הפיננסי העולמי פגע כאמור בחברות ישראליות ובנושיהן. חומרת הפגיעה בחוב הציבורי עוררה את תשומת הלב הציבורית. בין השנים 2008–2013 נדרשו הממשלה, רשויות המינהל והמחוקק לבעיות מבניות ותהליכיות שהתחדדו בעקבות משבר החובות. להלן יסקרו בתמצית עיקרי ההסדרה החקיקתית וההסדרה המינהלית בשנים האמורות.

1. הסדרת נציגויות אג"ח

6.10 בסמוך לאחר פרוץ המשבר בחנה רשות ניירות ערך דרכים אפשריות להגנה על עניינם של ציבור מחזיקי אגרות החוב גם בעת קשיים כספיים של החברות המנפיקות. הרשות הבינה כי יש לסייע למחזיקים לשאת ולתת באופן יעיל מול החברות למען ישכילו להגן על ערך השקעתם ולהשיא את פירעון החוב בנסיבות הנתונות. לצורך כך גיבשה הרשות בשנת 2008 מתווה להסדרת פעילות נציגויות

24 יוצא מן הכלל בעניין זה הוא עניין אי. די. בי, שבו הועמדה השליטה בתשלובת החברות למכירה למשקיעים חדשים. פר"ק (מחוזי ת"א) 13-04-36681 בעניין אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ; פר"ק (מחוזי ת"א) 13-06-11478 בעניין אי. די. בי חברה לאחזקות בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ד טבת התשע"ד, 17.12.2013).

25 ראו, למשל, את שמה הרשמי של ועדת אנדרון: "הוועדה לבחינת הסדרי חוב בישראל".

26 בעניין המשבר העולמי והשפעתו על השוק הישראלי ראו עוד חמדני, לעיל ה"ש 21.

אג"חים.²⁷ נציגות אג"חים היא ועדה מייצגת לניהול משא ומתן מטעם מחזיקי האג"חים מול החברה ולגיבוש תכנית הבראה (או הסדר) אשר תובא לבסוף להצבעת הנושים.²⁸ המתווה שגיבשה רשות ניירות ערך בא להסדיר את מעמד הנציגות מטעם המחזיקים כלפי החברה ולאפשר לנציגות לקבל לעיונה מידע מן החברה בלי להיחשף לאחריות של שימוש במידע פנים.²⁹

6.11 רשות ההגבלים העסקיים ביקשה להרים גם היא את חלקה ולהשלים את יוזמת רשות ניירות ערך. רשות ההגבלים העסקיים קבעה, תחת כללים מסוימים, כי ניהול משא ומתן של הנושים עם החברה באופן מתואם, באמצעות נציגות, לא ייחשב כהפרה של דיני ההגבלים העסקיים.³⁰ לעניות דעתי, דבר זה מתבקש מאליו ולא נדרש כל אישור מינהלי של רשות ההגבלים העסקיים לכך מעיקרא. זוהי שגיאה לחשוב על ניהול משא ומתן מטעם נושי חברה בקשיים במונחים של הסדר כובל. הסדר כובל הוא הסדר המתאם מחירים והתנהלות בין מתחרים ומונע תחרות ביניהם באופן שעלול לפגוע בצרכנים.³¹ דא עקא, בעת חדלות פירעון של חייב הבעיה היא הפירוד והתחרות בין נושיו, דבר שמפחית עוד יותר את ערך החייב וגורע מן הפירעון הכולל לנושיו. דווקא התיאום והפעולה הקיבוצית של הנושים הם הפתרון לבעיה שנוצרת בנסיבות אלה.³² לא ייתכן אפוא שתבוא רשות ההגבלים העסקיים ותהפוך את היוצרות בהתייחסה אל הפתרון (הקיבוציות והתיאום) כאל בעיה שיש להתמודד עמה במישור דיני ההגבלים העסקיים.

2. משטור האשראי המוסדי – ועדת חודק

6.12 היקלעותן של חברות ציבוריות ושל חברות אג"ח לקשיים כספיים, שחשפו את מחזיקי האג"חים לסיכונים אי פירעון החובות, מיקדה את הזרקורים בין השאר אל עבר שלב יצירת החובות, קרי: הנפקות האג"חים. אגב המשבר הפיננסי התחוויר לשוק כי הליך רכישת האג"חים בעת הנפקתם אינו מחמיר במיוחד. השיקולים ששקלו משקיעים מוסדיים עובר לרכישת האג"חים בהנפקה והתניות החוזיות שעליהן נשאו ונתנו בפועל עם החברות המנפיקות (לרבות תניות בדבר עמידה באמות מידה

27 רשות ניירות ערך, החלטה 1-2009 (א) בתחום התאגידים, יצירת תשתית לגיבוש הסדרי חוב למחזיקי אג"ח בתאגידים מדווחים (כ"ז חשון התשס"ט, 25.11.2008).

28 מבחינה מעשית, בדרך כלל, נבחרים לנציגות גורמים מטעם מחזיקי האג"חים הגדולים ביותר, קרי: המשקיעים המוסדיים. כך הדברים גם בבחירה ל-Creditors Committee בהליך לפי Chapter 11 בארצות-הברית, שם נבחרים כברירת מחדל שבעת הנושים הגדולים לנציגות הנושים. ראו 11 U.S Code §1102.

29 רשות ניירות ערך, לעיל ה"ש 27. איסור השימוש במידע פנים קבוע בסעיפים 52-א52 לחוק ניירות ערך. על איסור זה ראו רונן עדיני דיני ניירות ערך פרק ט' (התשס"ד); ע"פ 4675/97 רוזוב נ' מדינת ישראל, פ"ד נג(4) 337 (התשנ"ט-1999).

30 ראו רשות ההגבלים העסקיים, גילוי דעת 1/08, שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים בשינוי תנאי אגרות חוב תאגידיות (כ"ז חשון התשס"ט, 25.11.2008).

31 "הסדר כובל" מוגדר בסעיף 2 לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988. ראו גם יצחק יגור דיני ההגבלים העסקיים 147-155 (2002); ע"פ 845/02 מדינת ישראל נ' תנובה מרכז שיתופי לשיווק תוצרת חקלאית, פ"ד סב(3) 307, פסקה 21 (התשס"ח-2007).

32 ראו על כך בהרחבה לעיל פסקאות 1.11-1.20.

פיננסיות ותניות בדבר העמדת כל החוב לפירעון מיידי) לא הוסדרו באופן רשמי. הכול היה נתון לחופש החוזי שבין הצדדים. אולם התחושה הייתה שבחופש חוזי זה גלום כשל שוק, שכן האג"חים שהונפקו נשאו זכויות פעולה ואכיפה דלות מדי שעמדו לרשות הנושים. על רקע זה הקים הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר בשנת התשס"ט-2009 את "הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת אגרות חוב לא-ממשלתיות" שבראשה עמד עו"ד דוד חודק. ועדה זו גיבשה שורת בחינות והתייחסויות שגופים מוסדיים נדרשים לבחון ולדווח על בחינתן עובר להחלטתם לרכוש אג"חים המונפקים בשוק. הדרישות הן לבחון את התקיימותן של אמות מידה פיננסיות, מגבלות באשר לאפשרויות של חלוקת דיבידנדים, התייחסות לדירוג האשראי של החברה המנפיקה והאפשרויות לשנותו, אירועים שיזכו את מחזיקי האג"חים להעמיד את מלוא החוב לפירעון מיידי, ועוד.³³ דו"ח הוועדה הוגש בשנת התשע"ב-2012³⁴ והמלצותיה אומצו על ידי הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון, בחוזר שפרסם ובו עיגן את ההמלצות בבחינת נוהל נאות (best practice, בלע"ז) בעבור הגופים המוסדיים.³⁵

3. הסדרה מעודכנת של פעילות נאמני האג"ח

6.13 חוק ניירות ערך מחייב את מינויו של נאמן לכל סדרת אג"ח שמופקת לציבור.³⁶ הנאמן נדרש לפעול לשמירת זכויותיהם של מחזיקי האג"חים כל עוד אלה לא נפרעו. נאמן האג"ח הוא גורם עיקרי וחשוב שתפקודו הראוי והתקין עשוי להגן באופן נאות על האג"חים ועל זכויות מחזיקיהם. כאמור, בתוך גל ההבראות וההסדרים שחוהה שוק ההון הישראלי בעקבות המשבר הפיננסי העולמי, התחדדה התודעה בדבר פגיעותם של מחזיקי האג"חים והצורך להגן מקרוב על זכויותיהם. לאור זאת, פעלה רשות ניירות ערך וקידמה את תיקונים מס' 50 ו-51 לחוק ניירות ערך.³⁷ חקיקה זו נועדה לחזק את מעמדם של נאמני האג"חים ולהבהיר באופן חד-משמעי את סמכויותיהם ואת אחריותם כלפי המחזיקים. החוק המתוקן מחייב את הנאמן לפקח באופן שוטף על עמידת החברה המנפיקה

33 לתפקידן של תניות בדבר העמדת חוב לפירעון מיידי ראו David. Hahn, *The Roles of Acceleration*, 8 DePAUL BUS. & COM. L.J. 229 (2010).

34 דו"ח הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות (מיום ט' אדר התש"ע, 23.2.2010) (ועדת חודק), זמין באתר: www.tavor.biz/files/final_conclusions_hodak_committee.pdf.

35 משרד האוצר – אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון, חוזר גופים מוסדיים 2010-9-3 הוראות לעניין השקעת גופים מוסדיים באיגרות חוב לא ממשלתיות (מיום ג' אב התש"ע, 14.7.2010). לטענות כי ועדת חודק הכבידה את ההסדרה על המשקיעים המוסדיים והובילה אותם להדרה עצמית משוק האג"חים לטובת העמדתן של הלוואות פרטיות לחברות העסקיות והרחבת סדרות אג"חים קיימות כחלופה להנפקת סדרות אג"חים חדשות ראו נורית דרור "שלוש שנים ליישום המלצות 'ועדת חודק' הבורסה לניירות ערך בתל-אביב – יחידת המחקר (נובמבר 2013), זמין באתר: http://www.tase.co.il/Heb/Statistics/ResearchReviews/2013/Pages/Stat_141_Research_2013_10_202314.aspx; יוסי לוי "הסדרי חוב: הגיע הזמן לבחון מחדש את המלצות ועדת חודק" גלובס (ו' אדר א' התשע"ו, 15.2.2016).

36 סעיף 335 לחוק ניירות ערך.

37 חוק ניירות ערך (תיקון מס' 50), התשע"ב-2012; חוק ניירות ערך (תיקון מס' 51), התשע"ב-2012.

בהתחייבויותיה כלפי מחזיקי האג"ח, 38 קובע תנאי סף וכשירויות הנדרשות מנאמן אג"ח לצורך רישומו במרשם נאמנים אצל רשות ניירות ערך, 39 ומסדיר בפירוט את אופן כינוסן של אסיפות מחזיקי האג"ח על ידי הנאמן. 40

4. החובה בדבר מינוי מומחה לבחינת הסדר חוב בחברת אג"ח

6.14 ביטוי נוסף לחשש הציבורי הכללי בדבר פגיעותם של מחזיקי האג"ח הוא תיקון מס' 18 לחוק החברות שנחקק בשנת התשע"ב-2012. 41 כאמור, בעיצומו של גל ההבראות וההסדרים, נוצרה תחושה שעניינם של מחזיקי האג"ח אינו מיוצג כדבעי במשא ומתן שבינם לבין החברות ובעלי השליטה בהן בדבר הבראת החברה ואופן הפירעון המעורכן של החובות. הרושם שהתקבל היה שהמידע וכוח המיקוח מצויים אצל בעלי השליטה באופן א-סימטרי, ומחזיקי האג"ח סובלים מנחיתות שמקשה עליהם לקבל החלטות מיטביות. 42 דבר זה המריץ חברי כנסת להציע הצעות חוק שונות בעניין "הסדרי החוב" ותוצאותיהם. 43 לבסוף, הציעה הממשלה הצעת חוק שנחקקה כתיקון מס' 18 לחוק החברות. תיקון זה מחייב את נאמני האג"ח של חברה אשר החלה במשא ומתן מול נושיה להסדרת חובותיה, באופן שישנה באופן מהותי את תנאי האג"ח, לפנות לבית המשפט ולבקש את מינויו של מומחה לבחינת הסדר החוב המתרקם. 44 המומחה יהיה זכאי לקבל כל מידע מן החברה 45 ויחווה את דעתו על ההסדר המוצע בעבור מחזיקי האג"ח עובר להצבעה על ההסדר המוצע באסיפת הנושים. 46 סוגיית המומחה לבחינת הסדר חוב תידון ביתר הרחבה להלן בפרק שביעי. 47

5. השטחת הפירמידות – חוק הריכוזיות

6.15 גל ההבראות וההסדרים שהגיע בעקבות המשבר הפיננסי העולמי חשף תופעה נוספת שרווחה במשק הישראלי בשנים שקדמו לו. תופעה זו מתבטאת בשליטה בחברות העסקיות התפעוליות באמצעות שרשרת של חברות החזקות, זו על גבי זו, אשר הן אלה שמגייסות את הכסף הרב מן הציבור,

38 חוק ניירות ערך, סעיפים 35 ו-35.
39 שם, סעיף 1ג35(ד), (ה). סעיף חוק זה טרם נכנס לתוקף, שכן עדיין לא הותקנו התקנות הנלוות אליו.
40 שם, סעיף 35יב8.
41 ס"ח 734.
42 הצעת חוק החברות (תיקון מס' 19) (מינוי מומחה לבחינת הסדר חוב בחברת אגרות חוב), התשע"ב-2012.
43 ראו, למשל, הצעות חוק פרטיות שהוגשו על ידי חברי הכנסת שלי יחימוביץ, זהבה גלאון ואחרים, כגון הצעת חוק החברות (תיקון – הסדר נושים בפיקוח בית משפט), התשע"ב-2011, פ/3560/18. ההצעה זמינה במאגר החקיקה הלאומי: <http://main.knesset.gov.il/Activity/Legislation/Laws/Pages/LawBill.aspx?t=lawsuggestionssearch&lawitemid=420428>; הצעת חוק החברות (תיקון – פיקוח על הסדרי חוב), התשע"ה-2015, פ/973/20. ההצעה זמינה במאגר החקיקה הלאומי: <http://main.knesset.gov.il/Activity/Legislation/Laws/Pages/LawBill.aspx?t=lawsuggestionssearch&lawitemid=562303>.
44 סעיף 350 לחוק החברות.
45 שם, סעיף 350כא.
46 שם, סעיף 350ט.
47 להלן פסקאות 7.71–7.76.

בין בדרך של הנפקת מניות ובין בדרך של הנפקת אג"ח. שיאה של תופעה זו בא לידי ביטוי בעניין **אי. די. בי.** בשנת התשע"ג-2013. בתשלובת זו הפרידו שלוש חברות החזקות, שכל אחת מהן גייסה כסף מן הציבור, בין החברות התפעוליות לבין החברות הפרטיות שבאמצעותן שלט בעל השליטה בתשלובת כולה. השליטה בחברות באופן משורשר מבצרת את שליטתו של בעל השליטה באופן שהוא נדרש להחזיק רק בחלק קטן מן ההון הכלכלי של החברה התפעולית במורד השרשרת, ועדיין לכוון באופן מלא את פעילותו של התאגיד. בין לבין, הכסף הציבורי שגויס במעלה השרשרת אינו מובטח, הוא מרוחק מן החברות התפעוליות, וככל שהוא מרוחק יותר כך גדלים סיכויי החזר.⁴⁸ התלות בחלוקת דיבידנדים לשם פירעון או החזר במעלה השרשרת גדלה והולכת. עוד קודם לכן נתנה הממשלה את דעתה על בעיות מבניות במשק הישראלי ובחנה דרכים להתמודדות עימן. הבעיה המתוארת לעיל היא אחת מבעיות אלה. לשם בחינת דרכי ההתמודדות הראויות הרכיבו ראש הממשלה, שר האוצר ונגיד בנק ישראל ועדה שבראשה עמד מנכ"ל משרד האוצר דאז, מר חיים שני, לשם בחינתן של דרכי התמודדות ראויות עם חלק מן הבעיות המבניות של המשק הישראלי.⁴⁹ המלצות הוועדה גובשו בשנת התשע"ב-2012 להצעת חוק שנחקקה לבסוף כחוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013, אשר נודע ברבים בשם "חוק הריכוזיות". על מנת לחזק את המשקיעים מן הציבור וליצור מתאם גבוה יותר בין שיעורי ההשקעה הכלכלית לבין כוח ההצבעה והשליטה, מגביל כיום פרק ג' של חוק זה את מספרן של חברות האחזקות שמגייסות כסף מן הציבור והמוחזקות בשרשרת זו על גב זו לשתי חברות רצופות בלבד.⁵⁰ החוק דורש עוד כי בחברה מוחזקת הנמוכה יותר בשרשרת ההחזקות (בלשון החוק: חברת שכבה שנייה) יכהנו בדירקטוריון דירקטורים חיצוניים בשיעור של לפחות שליש מכלל הדירקטורים, אם בעל השליטה בתשלובת כולה מחזיק, בשרשרת, פחות משליש מן הזכויות ההוניות בה.⁵¹

6. ועדת אנדרון

6.16 בקיץ התשע"ג-2013 הגיע גל ההבראות וההסדרים לשיאו, לפחות במובן התודעתי. ההתעניינות הציבורית והתקשורתית בסוגיית קשיי הפירעון של החובות העסקיים בכלל, וכלפי ציבור מחזיקי האג"ח בפרט, הייתה ללא תקדים. גם התנהלותה של המערכת הבנקאית מול בעלי השליטה בתשלובות של חברות משכה את תשומת הלב הציבורית והתקשורתית. המקרה שהעסיק בחודשים ההם את התקשורת הכלכלית בישראל יותר מכול היה קשייה של תשלובת **אי. די. בי.**⁵² בשלב מסוים, בעוד שתיים מחברות החזקות בתשלובת, **אי. די. בי. החזקות ו-אי. די. בי. פיתוח**, נתונות בהליכי הבראה בבית המשפט, נודע בציבור כי המערכת הבנקאית הגיעה להבנות עם בעל השליטה דאז

48 דברי ההסבר להצעת חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ב-2012, ה"ח 1084, 1101.
 49 שם, המבוא לדברי ההסבר.
 50 סעיף 20 לחוק הריכוזיות.
 51 שם, סעיף 19.
 52 על עניין **אי. די. בי.** ראו בהרחבה דיון להלן פסקאות 7.53–7.57.

בתשלובת, מר דנקנר, על מחיקה חלקית של חובות בחברות הפרטיות שבשליטתו, שבאמצעותן שלט בתשלובת כולה.⁵³ בהמשך להתעניינות הציבורית-התקשורתית נדרשה גם המערכת הפוליטית לסוגיה. שר האוצר ונגיד בנק ישראל הודיעו על הרכבת ועדה ציבורית לבחינת הסדרי החוב בישראל ולגיבוש המלצות לשיפור ההסדרים. בראש הוועדה הועמדה גב' יעל אנדרון, מנכ"לית משרד האוצר דאז.⁵⁴

6.17 הוועדה ישבה על המדוכה, עיינה בנושא, בחנה מסמכים ושמעה גורמים שונים. במהלך עבודתה גיבשה מסקנות ביניים, ומאוחר יותר פרסמה את הדו"ח הסופי והמלא שלה.⁵⁵ המלצתה העיקרית של הוועדה הייתה לחלק את ההתייחסות לחברות עם קשיים בפירעון התחייבויות לשני פרקי זמן מובדלים: (א) כל עוד החברה פורעת חובות, גם אם היא כבר נקלעה לקשיים (להלן: **השלב הראשון**); (ב) אם החברה חדלה מלפרוע תשלום כלשהו במועדו (להלן: **השלב השני**). הוועדה המליצה כי בשלב הראשון יתאפשר לחברה לקיים משא ומתן לגיבוש תכנית הבראה (או, בלשונה: הסדר חוב) באופן ישיר מול נושיה, ללא מינוי בעל תפקיד וללא מעורבות של בית המשפט.⁵⁶ לעומת זאת, בשלב השני, יידרשו נושי החברה לפנות לבית המשפט בבקשה לפתוח הליך ולמנות לחברה בעל תפקיד שיפקיע את סמכויות הניהול והשליטה מן הממסד הקיים של החברה, אלא אם כן יצביעו הנושים ברוב מיוחס נגד מהלך כאמור. משרד האוצר ביקש לתרגם את המלצות הוועדה לחקיקה. ברם, לבסוף, הגישה הממשלה לכנסת את הצעת חוק חדלות פירעון. הצעת חוק זו נחקקה לבסוף כחוק חדלות פירעון. פרק ד' לחלק י' של החוק, הנושא את הכותרת "משא ומתן מוגן", מושתת על החשיבה ועל ההמלצות של ועדת אנדרון. המלצותיה של ועדת אנדרון והמסלול המוצע הנושא את השם "משא ומתן מוגן" יידונו בהרחבה בפרקים הבאים, לפי העניין הנדון בכל פרק, ולפיכך לא יפורטו כאן.⁵⁷

7. הסדרת פעילותן של חברות דירוג האשראי

6.18 אחד האמצעים החשובים שמשרת את השחקנים בשוק האשראי החוץ-בנקאי הוא דירוג האשראי של החברות הלוות. שירות זה חשוב לחברות המנפיקות-הלוות מזה, ולציבור המשקיעים באג"חים-המלווים – מזה. דירוג אשראי נועד לשקף את רמת הסיכון של אי פירעון האשראי על ידי החברה הלווה. דירוג אשראי גבוה מייצג רמת איתנות פיננסית של החברה וסיכון נמוך של אי פירעון, והיפוכו בדירוג אשראי נמוך. בשוק ההון הישראלי פועלות כיום שתי חברות דירוג: **מידרוג** ו-**מעלות**. תמחור האשראי בעת ההנפקות ובעת החזקת האג"חים והמסחר בהם בשוק המשני לאחר מכן, מושפע

53 מיכאל רוכוורגר "רוסק-עמינח תוותר לדנקנר על 150 מיליון ש' מחובו הפרטי לבנק" **TheMarker – שוק ההון** (14.4.2013), זמין באתר: <http://www.themarker.com/markets/1.1993439>.
 54 כתב המינוי של הוועדה שהתפרסם באתר של משרד האוצר: <http://mof.gov.il/Committees/PreviouslyCommittees/Pages/DebtRegularizationCommittee.aspx>.
 55 דו"ח ועדת אנדרון.
 56 עם זה, הוועדה המליצה כי בעת המשא ומתן ימונה מטעם הנושים נציג מיוחד לדירקטוריון החברה – שם, המלצה א.1 בפרק ההמלצות.
 57 להלן פסקאות 7.77–7.84, 8.62–8.65, 9.56–9.64.

מדירוג האשראי של החברה מנפיקת האג"ח. מחזיקי אג"ח ונאמניהם, השוקלים את זכויותיהם ואת השאלה אם עליהם לנקוט פעולות כלשהן לשמירה על זכויותיהם, מסתמכים בין היתר על דירוג האשראי המתעדכן של החברה. כל שינוי בדירוג אשראי הוא מידע מעדכן על מצבה של החברה, בין לטובה בין לרעה. הורדת דירוג אשראי עלולה להיות אירוע חשוב, במיוחד אם היא הורדה לכיוון תחתית הדירוג, דבר המעיד על קשיי פירעון עד כדי התממשותה של חדלות פירעון של החברה.⁵⁸

6.19 פעילותן של חברות דירוג האשראי לא הוסדרה בעבר. דרכי הדירוג, שיטות החישוב, אירועים המשנים דירוג, ועוד, לא הובהרו דיים באופן מסודר ונגיש לצרכנים בשוק. כמו כן, לא הייתה הסדרה של מערכת ההתקשרויות בין החברות המנפיקות לבין חברות דירוג האשראי לצורך הזמנת שירות הדירוג על ידי החברות. גל ההבראות והסדרי החוב בישראל הדגיש את חשיבותה של הפעילות התקינה, המוסדרת והגלויה של חברות דירוג האשראי. לא אחת הופתעו המשקיעים מקשיים כספיים של חברות שעד זמן לא רב לפני כן עדיין דורגו בדירוג אשראי סביר יחסית.⁵⁹ לאור זאת, חוקקו חוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ד-2014, ותקנות הסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ה-2014. חקיקה זו מסדירה כיום את פעילותן של חברות הדירוג. החקיקה קובעת לחברות הדירוג כללי ממשל תאגידי, קובעת כללים בדבר מניעת ניגוד עניינים במהלך פעילותן, מחייבת אותן בהגשת דוחות תקופתיים, מחייבת את פרסום שיטות הדירוג וההערכה, דורשת מן החברות שמירת מסמכים ותיעוד נאותים ומכפיפה את פעילותן לפיקוחה של רשות ניירות ערך.

ד. שוק ההון בישראל נכון לשנת 2016

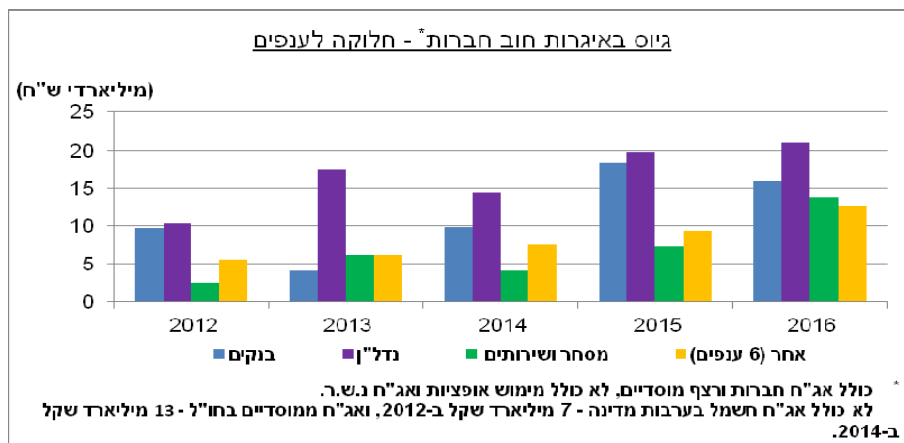
6.20 בשנות המשבר הפיננסי העולמי ובעקבותיו, ירד שוק ההון הישראלי בשיעור גיוסי הכספים בו, עד להתאוששות בשנתיים האחרונות (2015–2016). הירידה בולטת בהנפקת מניות, אולם גם גיוסי כספים באמצעות הנפקת אג"ח נחלשו בשיעורם בשנים האמורות. השיעור השקלי של גיוס הון עצמי דרך הנפקת מניות וניירות ערך המירים, בהשוואה לגיוס מימון באמצעות אג"ח חברות⁶⁰ בין השנים 2006 ל-2016, מוצג בטבלה שלהלן:⁶¹

- 58 ראו, למשל, S&P Maalot "בתי הזיקוק לנפט בע"מ – עדכון דירוג" (י"ג ניסן התשע"ז, 9.4.2017); S&P Maalot "נייר חדרה בע"מ – עדכון דירוג" (ל' שבט התשע"ז, 26.2.2017).
- 59 תופעה דומה התרחשה בארה"ב טרם משבר הסאב-פריים, כאשר חברות דירוג האשראי לא ידעו להעריך נכונה את רמת הסיכון של collateralized debt obligations ו mortgage-backed securities. להרחבה ראו Steven Harper, *Credit Rating Agencies Deserve Credit for the 2007–2008 Financial Crisis: An Liability Following the Enactment of the Dodd–Frank Act*, 68 WASH. & LEE L. ANALYSIS OF CRA REV. 1925 (2011).
- 60 הגיוס באמצעות אג"ח חברות כולל הן גיוס מן הציבור והן גיוסי אג"ח מן המשקיעים המוסדיים בלבד.
- 61 לקוח מן הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – גיוס הון 2016, לוח 1. הסכומים כוללים הנפקות מניות לציבור, לעובדים, הרצאות פרטיות בארץ ובחו"ל. סכומי הגיוס באג"ח כוללים הנפקות לציבור ולמשקיעים מוסדיים.

שנה	מניות והמירים	אג"ח חברות
2006	52,273	53,711
2007	28,593	96,700
2008	21,002	25,362
2009	8,163	39,374
2010	14,167	44,752
2011	6,763	41,169
2012	4,098	33,032
2013	7,630	36,560
2014	14,714	57,229
2015	38,879	56,897
2016	29,286	67,334

(במיליוני ש"ח)

6.21 גיוסי ההון באג"ח בבורסה לניירות ערך בשנים 2012–2016 התפלגו כדלקמן:⁶²



62 לקוח מן הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – סקירה שנתית 2016, גרף 8. רובו ככולו של האג"ח שגויס בשבעת החודשים הראשונים של שנת 2016 נועד למיחזור חובות, ככל הנראה – עקב הריבית הנמוכה במשק. ראו נורית דרור "הנפקות אג"ח על ידי חברות הסקטור הריאלי בבורסה בתל-אביב – בעיקר למיחזור חוב" הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – מאמרים (8.8.2016).

6.22 עינינו הרואות כי, בשונה מראשית שנות האלפיים, עיקר גיוסי הכספים של החברות בשנים האחרונות התבצע באמצעות הנפקת אג"ח ולא הנפקת מניות. אפילו בשנות ההתאוששות בשוק המניות, כ-60% (בשנת 2015) ו-70% (בשנת 2016) מסך כל הכספים גויסו באמצעות הנפקת אג"ח.

6.23 בתום שנת 2016 עמד מספר החברות הרשומות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב על 452 חברות, בהשוואה ל-461 חברות בתום שנת 2015.⁶³ מן החברות הן חברות דואליות שמניותיהן רשומות למסחר במקביל גם בארצות-הברית.⁶⁴ זוהי ירידה ניכרת במספר החברות הרשומות בבורסה בהשוואה לעשור הקודם, טרם המשבר הפיננסי העולמי והידוק החקיקה וההסדרה המינהלית של ראשית העשור הנוכחי.⁶⁵

6.24 גם מבנה הבעלות במניות החברות הציבוריות עבר שינוי במשך השנים. בשנת 2016 התפלגה ההחזקה במניות של החברות הרשומות בבורסה כדלקמן:⁶⁶

המחזיק	שיעור החזקה
בעלי עניין	35%
ישראלים	26%
תושבי חוץ	9%
"כמות צפה"	65%
ציבור זר	28%
ציבור ישראלי	21%
קופ"ג ופנסיה	10%
חברות ביטוח	4%
קרנות נאמנות	2%

63 הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, דו"ח שנתי 2016.

64 שם.

65 כך, למשל, 37 חברות נמחקו מן המסחר בבורסה בעקבות חוק הריכוזיות. ראו קובי אברמוב "השפעת חוק הריכוזיות על הקיטון במספר החברות הבורסאיות בשנים 2012-2015" הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – מאמרים (3.8.2015). על חוק הריכוזיות ראו לעיל פסקה 6.15.

66 לקוח מן הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – סקירה שנתי, 2016, גרף 4.

נכון לחודש דצמבר 2016 החזיק הציבור בלמעלה מ-50% מן המניות ב-129 חברות (קרי: ב-8.5% מסך כל החברות הרשומות למסחר בבורסה), לעומת 124 חברות נכון לחודש דצמבר 2015, ו-117 חברות נכון לחודש דצמבר 2014.⁶⁷ בשנת 2016 מכרו בעלי עניין מניות לציבור בגובה של כשישה מיליארד ש"ח, בשנת 2014 הם מכרו מניות לציבור בגובה של כחמישה וחצי מיליארד ש"ח, ובשנת 2013 הם מכרו מניות לציבור בגובה של כשישה מיליארד ש"ח.⁶⁸ נתונים אלה מלמדים על ההמשך ההדרגתי, אך העקיב, בירידת החזקות בעלי העניין במניות של החברות הציבוריות וההיחלשות המתמדת בתופעת הבעלות הריכוזית שאפיינה באופן מסורתי את שוק ההון הישראלי.⁶⁹

6.25 לפי נתוני בנק ישראל, נכון לסוף שנת 2015, מקורות האשראי במשק נחלקים בחלקים כמעט שווים בין המערכת הבנקאית למקורות חוץ-בנקאיים (המשקיעים המוסדיים ותושבי חוץ).⁷⁰ כ-45% מסך כל האשראי במשק הוא אשראי בנקאי, כ-28% הוא אשראי מן המשקיעים המוסדיים וכ-13% הוא אשראי מתושבי חוץ. במגזר הלווים העסקיים לבדם נתוני האשראי הם כדלקמן: סך כל האשראי העסקי במשק עמד על כ-809 מיליארד ש"ח. כ-73% מאשראי זה מקורו בהלוואות והיתרה באג"חים. מקורות האשראי העסקי מתפלגים כך: 397 מיליארד ש"ח הם אשראי בנקאי (49%), 154 מיליארד ש"ח הם אשראי מן המשקיעים המוסדיים (19%) ו-171 מיליארד ש"ח הם אשראי מתושבי חוץ (21%). במגזר משקי הבית הלווים, כ-91% מן האשראי הוא אשראי בנקאי (433 מיליארד ש"ח), אשר רובו ניתן לצורך מימון דיור (307 מיליארד ש"ח).

- 67 לקוח מן הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – החזקות הציבור בני"ע, דצמבר 2016, דצמבר 2015 ודצמבר 2014.
- 68 קובי אברמוב "בשנת 2016 מכרו בעלי עניין לציבור מניות בשווי של כ-6 מיליארד שקל – עלייה של יותר מ-80% לעומת שנת 2015" הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – מאמרים (27.12.2016); קובי אברמוב "בעלי עניין מכרו בשנת 2014 מניות בשווי של כ-5.5 מיליארד שקל" הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – מאמרים (18.1.2015); קובי אברמוב "מכירות מניות ע"י בעלי עניין בשנת 2013" הבורסה לניירות ערך בתל-אביב, סטטיסטיקה – מאמרים (2.2.2014).
- 69 Sharon Hannes & Eylon Blum, *Does Law Matter? Private Benefits of the Controlling Shareholder Following Legal Reform* (טרם פורסם); לסקירת החזקותיהם של בעלי העניין ושל הציבור במניות החברות הציבוריות, בעשור הראשון של שנות האלפיים, ראו לעיל פסקאות 5.7–5.13.
- 70 הדר גוטסמן ומעיין קלרמן "מערכת נתוני האשראי בישראל" בנק ישראל, מבט סטטיסטי 2015, עמ' 44–47 (31.12.2015), זמין באתר: www.boi.org.il/he/NewsAndPublications/.../credit%20system.pdf.

שער שני

שליטה וקבלת החלטות

פרק שביעי

ייזום הליכים על ידי נושה

א. כללי

7.1 המצב הכלכלי של חדלות פירעון אינו תלוי משפט. הוא מתרחש מאליו עקב קשיים כספיים מצטברים של החייב. לעומת זאת, הליך של חדלות פירעון אינו מתחיל מאליו. זהו הליך משפטי המתנהל בין כותלי בית משפט, וכמקובל במערכת שיפוטית לעומתית (אדוורסרית, בלע"ז), אחד הצדדים המתדיינים חייב ליזום את הבאתו לפני בית המשפט. ככל הליך משפטי, גם הליך של חדלות פירעון זקוק ליוזמה של צד מעורב. באין פנייה לבית המשפט, לא יתקיים כל הליך.

7.2 לפתיחת הליך של חדלות פירעון נודעת חשיבות יתרה בעבור החייב מזה, ובעבור נושיו מזה. כשבחייב תאגידי עסקי, פתיחת הליך של חדלות פירעון משפיעה גם על עובדי החברה, בעלי מניותיה, ספקיה ולקוחותיה הקשורים עמה בחוזים נמשכים. פתיחת הליך של חדלות פירעון היא קו גבול משפטי. לפני פתיחת ההליך, החייב פועל במשטר משפטי יחידני שבו כל מערכת יחסים משפטית שהוא מקיים עם אישיות משפטית אחרת מתקיימת בגפה, ואין מערכת יחסים אחת נוגעת בחברתה. לעומת זאת, משנפתח הליך של חדלות פירעון, עוברים החייב, ועמו כל בעלי הזכויות כלפיו, למשטר משפטי קיבוצי. המשטר הקיבוצי יבוטא, למשל, בכך שתושעה זכותו של נושה לגבות את חובו מן החייב.¹ פתיחת הליך חדלות הפירעון עשויה אף להפעיל תניה חוזית המורה על סיום חוזה נמשך בין החייב לבין נותן שירותים, משכיר נכס, או ספק טובין.² פתיחת ההליך משנה גם את מערך יחסי העבודה בחייב תאגידי. כך, למשל, מתן צו פירוק נגד חברה מהווה, כשלעצמו, צו לפיטורי העובדים בחברה.³

7.3 מלבד השינויים המשפטיים, גם אופן ניהול עסקיו של חייב תאגידי עלול להשתנות מכאן ואילך. שני שינויים בולטים בהקשר זה: השינוי האחד קשור לזהותם של מקבלי החלטות העסקיות. לפני ההליך, חברה מנוהלת על ידי מנכ"ל החברה הכפוף לפיקוח הדירקטוריון.⁴ יתרה מזו, החלטות תשתית מסוימות מצויות בסמכות האסיפה הכללית של החברה,⁵ כלומר אסיפת בעלי מניותיה.⁶ לעומת

1 על השעיית זכות הגבייה ראו להלן פרק שנים-עשר.

2 ראו בעניין זה להלן פסקאות 14.30–14.32.

3 ראו, למשל, פש"ר (מחוזי ת"א) 1554/03, בש"א 8710/04 גוטר נ' המנהלת המיוחדת של קומגייטס בע"מ, פסקה 3 (פורסם בנבו, מיום י' חשון התשס"ה, 25.10.2004); ע"ב (אזורי נצ') 2560/04 שילוני נ' ספנדקס ישראל בע"מ (בפירוק) (פורסם בנבו, מיום כ"ו אלול התשס"ז, 9.9.2007).

4 לסמכויות המנכ"ל והדירקטוריון ראו סעיפים 121(א) ו-92 לחוק החברות, בהתאמה.

5 סעיפים 57, 59 לחוק החברות.

6 סעיף 1 לחוק החברות (הגדרת "אסיפה כללית").

זאת, משנפתח הליך של חדלות פירעון, יתמנה – על פי רוב – בעל תפקיד שיהפוך למקבל ההחלטות העליון (ובדרך כלל, גם היחיד) בחברה. ניהול עסקיה מכאן ואילך יופקד בידיו. כך, למשל, בפירוק, ימונה על פי חוק מפרק לחברה.⁷ גם בהבראת חברה, על פי רוב יתמנה לחברה בעל תפקיד.⁸ השינוי השני יהיה ברפוס הניהול של החברה, בלא קשר לזהותו האישית של מקבל ההחלטות. עובר לפתיחת הליך של חדלות פירעון מתנהלת החברה באופן עסקי שוטף, בלא מעורבות של הרשות השיפוטית כלל ועיקר. כך הוא טבעם של עסקים. הם מתנהלים במגזר הפרטי על פי עקרונות של כלכלת שוק חופשי וכיבוד חופש ההתקשרות החוזית של הצדדים. בית המשפט אינו מעורב בניהול עסקים. צדדים המעורבים בעסקיה של חברה – בין שאלה בעלי מניותיה, מנהליה, נושיה, עובדיה או אחרים – יגיעו אל מפתנו של בית המשפט רק עקב סכסוך או מחלוקת משפטית ביניהם. לעומת זאת, משנפתח הליך של חדלות פירעון, נכנס בית המשפט בעובי הקורה והופך למעורב בניהול עסקי החברה החייבת, ולו לשעה. המשבר הכספי הקיבוצי הופך באופן טבעי כל צעד וכל החלטה ניהוליים, לעניין בעל נפקות מיידית לכל הצדדים הקשורים מבחינה משפטית לחברה. כל הוצאה כספית חדשה מקופת החייב המדולדלת, כל החלטה לבחור מקור חדש למימון עסקי החברה, כל החלטה למכור לאלתר נכס כלשהו של החברה, משפיעות במישרין על גודל קופתה, על המשך קיומה, ובעקבות זאת – על זכויות הנושים, העובדים, בעלי המניות ושאר בעלי העניין בה. עקב הרגישות המיוחדת בקבלת החלטות בנושאים המצוקה שהחברה נתונה בה, מוכפף שיקול הדעת של מקבל ההחלטות בה לאישור בית המשפט. בית המשפט הופך, מרצונו או בעל כורחו, לשחקן מרכזי במגרשה של החברה. הוספת שחקן כאמור, שאופן התנהלותו שונה מאופן התנהלותם של מקבלי החלטות בעולם העסקים, משפיעה כמובן על נכונותם של צדדים עסקיים לקיים קשרים חוזיים עם החברה החייבת מכאן ואילך. להלן נראה כי יהיו צדדים שמעורבות בית המשפט תצנן את נכונותם לנהל עסקים עם החברה החייבת, ויהיו כאלה שדווקא מעורבות בית המשפט עשויה לעודדם לנהל עסקים כאמור. מכל מקום, ניכר הדבר שמדובר בהתנהלות עסקית שונה מאוד מן ההתנהלות העסקית של החברה עובר לפתיחתו של הליך חדלות הפירעון.

7.4 פתיחת הליך של חדלות פירעון היא אפוא אירוע מהותי בפעילותו של חייב. שימוש בהליך כאמור עשוי להוות פתרון נכון למצוקותיו הכספיות של חייב ודרך יעילה להתמודד עם התביעות המשפטיות כלפיו. מצד אחר, לעתים, מצבו של החייב עדיין אינו מצדיק את המעבר למשטר משפטי קיבוצי. שימוש נמהר ופזיז בהליך חדלות הפירעון עלול לפגוע בהשאת ערכו של החייב, ולפגוע שלא לצורך בזכויות משפטיות של הנושים ושל יתר בעלי העניין בו. תזמון הכניסה להליך של חדלות פירעון הופך אפוא לנושא חשוב בחיים העסקיים של חייב.

7 סעיף 33 לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 300(א) לפקודת החברות.

8 סעיף 350 לחוק החברות. עם זה, סעיף 350ד(א) השאיר עדיין שיקול דעת לבית המשפט שלא למנות לחברה בעל תפקיד ולהותיר בתפקידם את הנהלת החברה ואת הדירקטוריון. אך השוו סעיפים 33(א), 36(ב) לחוק חדלות פירעון בעניין זה, המחייבים מינוי בעל תפקיד בכל הליך, פירוק או הבראה. דיון ביתרונותיו היחסיים של מינוי בעל תפקיד לחברה בהבראה ושל אי מינויו ייערך להלן בפרק תשיעי.

7.5 דוגמה מעשית ומסעירה אשר המחישה לעין כול את ההשפעה המכרעת של פתיחת הליך קיבוצי על תפקודו של החייב היא עניין **אי. די. בי פיתוח** משנת התשע"ג-2013.⁹ חברה זו, שהיא חברת החזקות גרידא, סבלה מחוסר ודאות תזרימי צופה פני עתיד. נוסף לכך, החברה-האם, אי. די. בי החזקות, נקלעה עוד קודם לכן למציאות כלכלית של חדלות פירעון ולהליך משפטי תואם. עם זה, בקופת אי. די. בי פיתוח עדיין נותרה באותה שעה יתרת מזומנים נכבדה שהייתה אמורה להספיק לה לתשלומים שוטפים, לרבות התחייבויות, לשנה הקרובה. על רקע נסיבות אלה החלו נושי החברה לגלות סימני דאגה ממצבה וביקשו לפתוח הליך קיבוצי בעניינה בחסות בית המשפט. החברה עצמה התנגדה לכך באופן נחרץ. החברה הדגישה עד כמה עצם פתיחת הליך כאמור יעיב על פעילותה, יצבע אותה רשמית כחברה בקשיים, יפגע בדירוג האשראי שלה ויקשה עליה לייצב את עצמה לאורך זמן.¹⁰ ההתנצחויות סביב עניין זה בבית המשפט ומחוצה לו, וגם הסיקור התקשורתי הענף של מחלוקת זו, הדגישו עד כמה ההחלטה בשאלות פתיחתו של ההליך קיבוצי ועיתויו היא גורלית בחייה של חברה.

7.6 דוגמאות נוספות, הממחישות את החשיבות המכרעת של נקיטת הליכים, עיתויים ותצורתם ואת השפעתם על התנהלותם של כל הצדדים ועל שוק ההון בכללותו, הן פרשות ההבראה של **אפריקה ישראל** בשנת התשס"ט-2009¹¹ ושל **דלק נדל"ן** בשנת התשע"ב-2012.¹² בשתי פרשות אלה נזקקו החברות למהלכי הבראה קיבוציים. עם זה, בהבינן את המשמעויות התודעתיות של ההליכים, נזהרו החברות שלא להפעיל את כל הכלים המשפטיים הכרוכים בהבראת חברה, על מנת לשווק חזות של "עסקים כרגיל" ככל שניתן בנסיבות.¹³

7.7 מדיניות משפטית ראויה תשאף לכוון כללי משחק אשר יכוונו חייבים לפתוח הליך של חדלות פירעון בשלב שבו פְּשַׁל מצבם הכלכלי למעבר להליך קיבוצי. דא עקא, בפרק ראשון לעיל כבר הודגש כי אחד המאפיינים של תנאי הפעולה בנסיבות, שבהן חייב סובל מקשיים כספיים, הוא חוסר ודאות באשר למצבו הכלכלי המדויק. בהיעדר ודאות באשר למצבו הכלכלי, קשה להצביע על נקודת הזמן המדויקת שבה בשלה השעה לפתיחת הליך של חדלות פירעון בעניינו של החייב. על חוסר ודאות זו נוספות שתי חולשות: (א) החשש מפני התנהגות אנוכית של החייב או של נושה, אשר יבקשו לאחר או להקדים את מועד פתיחת ההליכים לצורך השגת יתרונות אישיים שאינם ממיין העניין; (ב) קיומו של פער מידע בין החייב לנושיו.¹⁴ כל הגורמים האמורים מבססים את החשש מפני פתיחה מוקדמת מדי, או מאוחרת מדי, של הליך חדלות הפירעון.

9 פר"ק (מחוזי ת"א) 36681-04-13 בעניין **אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ**.
 10 להרחבה בעניין **אי. די. בי פיתוח** ושאלת עיתוי פתיחתם של ההליכים ראו להלן פסקאות 7.53–7.57.
 11 פר"ק (מחוזי ת"א) 10344-11-09 בעניין **אפריקה ישראל להשקעות בע"מ**.
 12 פר"ק (מחוזי ת"א) 12230-04-12 בעניין **דלק נדל"ן בע"מ**.
 13 לדיון בשאלת רציות ההתנזרות מהפעלת אחדים מכלי ההבראה, ונקיטה של "הליכים קלים", ראו להלן פסקאות 8.15–8.18, 11.4–11.20.
 14 ראו גם Note, "Acts of Bankruptcy" in Perspective, 67 HARV. L. REV. 500, 505 (1954) (מצבו הכספי של חייב ייודע לאשורו רק בסוף ההליך, לא בתחילתו).

7.8 הליך חדלות הפירעון נפתח כאמור בעקבות יוזמה שנוקט צד מעורב. שניים אוחזין בדרך כלל במפתחות ההליך: החייב מצד אחד והנושים מצד אחר. כפי שנראה להלן בפרק זה ובפרק הבא, כל צד יוכל, בתנאים מסוימים, לפנות לבית המשפט וליזום פתיחה של הליך חדלות הפירעון. חשיבותו של הליך חדלות הפירעון, השפעותיו על גורל החייב ועל זכויות נושיו, והחששות מפני ייזום סרק של הליכים לשם קטיפת פירות אנוכיים, דורשים גיבוש כללים משפטיים ראויים אשר יגבירו את ההסתברות שהליך חדלות הפירעון ייפתח במועד הראוי. כללים אלה הם שיידונו להלן. הפרק הנוכחי עוסק בייזום הליכים על ידי נושים. הפרק הבא יעסוק בייזום הליכים על ידי החייב.

ב. יוזמת נושה לפתיחתו של הליך מימושי

7.9 נושה הוא מועמד טבעי להניע את בית המשפט לפתוח הליך של חדלות פירעון נגד החייב. בהיותו בעל זכות לקבל כספים מן החייב, הנושה יעקוב אחר מצבו הכלכלי של החייב. אם יסיק הנושה כי לחייב לא נותרה עוד יכולת לפרוע לו את חובו, יבקש הנושה – מן הסתם – להגן על זכויותיו ויפנה לבית המשפט בבקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון נגד החייב. ברם, מועמדותו הטבעית של הנושה להגיש בקשה כאמור מעוררת שאלות אחדות: האם על הנושה להצביע על התקיימותם של תנאי סף מסוימים להגשת בקשה כאמור? האם בקשה כאמור תוגש על ידי נושה אחד לבדו או על ידי נושים אחדים יחדיו? האם דין אחד לבקשת נושה לפתוח הליך לפירוק חברה, ולבקשתו לפתוח הליך להבראתה?

7.10 לפני הדיון בשאלות אלה ראוי להעיר הערה מעשית מקדמית באשר לחייב תאגידי: אף שמבחינה עיונית נושה עשוי ליזום הן הליך לפירוק חברה והן הליך להבראתה, הנה בפועל מועטים המקרים שבהם ניתקל בייזומה להבראתה של חברה שננקטה בידי נושה לבדו. מבחינה מעשית, הבראת חברה היא הליך של חדלות פירעון שהחברה עצמה יוזמת. אמנם ייתכן שנושה, או נושים, יצטרף לחברה ויתמוך בבקשתה לפתוח הליך הבראה, אולם עדיין, על פי רוב, החברה היא זו המניעה הליך כאמור. פתיחת הליך הבראה בידי נושה תידון בתת-הפרק הבא. לעומת זאת, בתת-פרק זה אדון בייזומת נושה לפתוח הליך של חדלות פירעון בעל אופי מימושי, קרי: הליך אדוורסרי (לעומתי) שבו הנושה חפץ לקדם את מימושם של נכסי החייב, ואילו החייב (ואולי גם נושים אחרים) מבקש להודפו לפי שעה.¹⁵ הליך לעומתי מימושי כאמור הוא הליך המתקיים בהתייחס לחייב בשר ודם, או הליך של פירוק המתייחס לחייב תאגידי.¹⁶

15 להבחנה בין הליך בעל אופי מימושי להליך בעל אופי הבראתי ראו לעיל פסקאות 1.42–1.43.

16 לתמיכה אמפירית בטענה זו, ראו Susan Block-Lieb, *Why Creditors File So Few Involuntary Petitions* and *Why the Number is Not Too Small*, 57 BROOKLYN L. REV. 803, App. A (1991) (83.47% מתיקני חדלות הפירעון שנפתחו בייזומת נושים בארצות-הברית בין השנים 1979 ל-1988 נפתחו כתיקי פירוק לפי Chapter 7).

7.11 לשם ייזום הליך של חדלות פירעון נדרשת פנייה רשמית לבית המשפט. פנייה לעומתית של נושה צריך שתהא מושתתת על עילה מוכרת בדין. נושה אינו זכאי לבקש מבית המשפט את פירוקה של חברה, או את פשיטת רגלו של חייב בשר ודם, בלי להצביע על טעם משפטי מוגדר לפתיחת ההליך על ידי בית המשפט. ברם, מה ייחשב לעילה מספקת לבקשה כאמור, הוא שאלה שנויה במחלוקת. שיטות משפט שונות משיבות על שאלה זו תשובות שונות. להלן אציג שלוש עילות אפשריות לביסוס בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון המוגשת על ידי נושים. העילה האחת היא תוצרת אנגליה ויובאה לישראל. העילה השנייה היא תוצרת ארצות-הברית. העילה השלישית אפשרית לפי שיטות משפט שונות, אף כי נקיטתה, הלכה למעשה, היא נדירה באופן יחסי. שלוש העילות האפשריות הן אלה:

- (א) אי פירעון חוב לנושה במשך תקופת זמן מוגדרת.
- (ב) החייב, ככלל, אינו משלם את חובותיו בהגיע מועד קיומם.
- (ג) החייב נעשה חדל פירעון במובן המאזני.¹⁷

לאחר הצגת שלוש העילות הללו יידונו השיקולים המהותיים המצדיקים את העילה האנגלית מזה, ואת העילה האמריקנית מזה. בתום העיון המהותי אבקש להציע את אמת המידה הראויה בעיני לפתיחת הליכים של חדלות פירעון בישראל ביוזמת נושים.

1. אי פירעון חוב לנושה

7.12 מהותה של העילה היא זו: כאשר נושה של החייב סובל מכך שהחייב לא פרע לו את חובו במועד, רשאי הנושה בתגובה לבקש לפתוח הליך של חדלות פירעון בעניינו של החייב. די אפוא בהפרתו של חוזה דו-צדדי בין החייב לנושה כדי לזכות את הנושה בסעד המאיים של הגשת בקשה כאמור נגד החייב. עילה זו תוחל באמצעות הוראות מוגדרות וישימות. הוראות אלה יעסקו בעיקר בשני פרטים: (א) שיעור החוב המזערי אשר בגינו יורשה הנושה לבקש את הבקשה; (ב) משך תקופת הפיגור שלאחריה יורשה הנושה לבקש בקשה כאמור. כך, למשל, באנגליה, זכאי הנושה להגיש בקשה לפירוק חברה לאחר שדרש בכתב מן החייב כי יפרע לו חוב, שהגיע מועד פירעונו, בשיעור של יותר מ-£ 750 (שבע מאות וחמישים לירות שטרלינג), ובמשך שלושה שבועות לאחר מכן החייב לא פרע לו את החוב האמור או לא הגיע לידי הסדר אחר המניח את דעתו של הנושה האמור.¹⁸ הוראה מהותית דומה קיימת גם בישראל. על פי החוק, נושה רשאי להגיש בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון אם החייב הוא חדל פירעון.¹⁹ החוק מוסיף וקובע כי קיימת חזקה בדבר חדלות פירעון של חייב שהוא תאגיד אם:²⁰

- (1) הנושה מסר לתאגיד דרישה לתשלום חוב שסכומו עולה על 75,000 שקלים חדשים והחוב לא שולם בתוך 30 ימים ממועד מסירת הדרישה, ובלבד שמתקיימים כל אלה:

- 17 על מבחן חדלות הפירעון המאזנית ראו לעיל פסקה 4.5.
- 18 Insolvency Act, 1986 §§122(1)(f), 123(1)(a).
- 19 סעיפים 9(א), 109(א) לחוק חדלות פירעון.
- 20 שם, סעיף 10(א)(1).

(א) אין מחלוקת בתום לב על החוב ואין לתאגיד זכות קיזוז או עילה אחרת שיש בה כדי להצדיק את אי תשלום החוב;

(ב) הנושה הגיש את הבקשה לצו לפתיחת הליכים בתוך שלושה חודשים מהמועד שמסר לתאגיד את דרישת התשלום".

החוק קובע חזקה מקבילה בדבר חדלות פירעון של חייב בשר ודם.²¹ חזקת חדלות הפירעון האמורה, מקבילה לזכאותו של נושה באנגליה לבקש פירוק של חברה כאמור לעיל. כפי שנראה להלן, ההשקפה שביסוד הסעיפים שבחוק חדלות פירעון ובחוק האנגלי בעניין זה מבקשת להקל על נושה לפתוח נגד החייב הליך של חדלות פירעון. די בחוב אחד מסוים שהחייב לא פרעו כדי להצמיח זכות לבקש את פתיחת ההליך נגדו. הנושה-היוזם אינו נדרש לבחון את כלל נסיבותיו הכלכליות של החייב טרם שיפנה לבית המשפט. כאמור, יתר יסודות העילה אינם אלא פרטים דיוניים אשר נועדו להבטיח מעין מיצוי הליכים בין הנושה לבין החייב לפני הגשת הבקשה. זה הרעיון, למשל, שביסוד דרישת החוק לפנות תחילה באופן רשמי אל החייב, בכתב, בתביעה לתשלום ולהמתין פרק זמן מוגדר לתגובתו, לפני שתוגש הבקשה לבית המשפט.²² ברם, מלבד צעד דיוני כאמור, הדרך סלולה לפני נושה שלא נפרע לפנות אל בית המשפט ולבקש את פתיחת ההליך.²³

2. אי תשלום חובות בהגיע מועד קיומם

7.13 עילה שונה לפתיחת הליך של חדלות פירעון בידי נושה היא שהחייב אינו מקיים את חובותיו בהגיע מועד קיומם. שתי חלופות תיתכנה לעילה זו: הנושה יידרש להצביע על כך שהחייב אינו מקיים בפועל את חובותיו,²⁴ או שהוא יצביע על כך שהחייב אינו יכול לקיים את חובותיו.²⁵ מכל מקום, הדגש העיקרי בעילה זו הוא על אי-קיום חובות, בלשון רבים. עילה זו אינה מסתפקת בעובדה שהנושה מצביע על חוב אחד, שלא נפרע לו, כבסיס לייזום הליך של חדלות פירעון. כדי לבקש את פתיחת ההליך יידרש הנושה להציג תמונה מלאה ומורכבת יותר. הנושה יהא חייב להראות כי כשל הפירעון

21 שם, סעיף 110(א)(1).

22 חייב בשר ודם שסך כל חובותיו אינו עולה על 150,000 ש"ח המבקש לפתוח הליך של חדלות פירעון בעניינו נדרש להגיש את הבקשה לפתיחת ההליך לרשם ההוצאה לפועל. אם סך כל חובותיו גבוה מסכום זה, עליו להגיש את הבקשה לממונה על חדלות פירעון. בניגוד לחייב, נדרש הנושה להגיש לבית המשפט את הבקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון. ראו סעיף 103 לחוק חדלות פירעון.

23 השאלה מהי מידת הבשלות של תביעת הנושה הנדרשת לשם הקניית הזכות לבקש פתיחת הליך של חדלות פירעון תידון להלן בפסקאות 7.37–7.46.

24 זהו המבחן בארצות-הברית. ראו Bankruptcy Code §303(h)(1). בהולנד מגיש (או מגישי) הבקשה נגד החייב נדרש להראות כי לחייב היו, לכל הפחות, שני נושים, וכי לפחות אחד מן החובות, אשר מועד פירעונו הגיע, לא נפרע בפועל. ראו 3 COLLIER INTERNATIONAL BUSINESS INSOLVENCY GUIDE (Richard F. Broude et al. eds.-in-chief, 2007) §33.04[3][b].

25 זהו המבחן באנגליה. ראו Insolvency Act, 1986 §§122(1)(f), 123(1)(e) ("if it is proved to the satisfaction of the court that the company is unable to pay its debts as they fall due"). זהו גם המבחן באוסטרליה. ראו Corporations Law §95A ("A person is solvent if, and only if, the person is able to pay all the person's debts, as and when they become due and payable").

של החייב אינו חד-פעמי או אקראי, כי אם תופעה נמשכת. עילה זו כונתה בשנים עברו לעתים "חדלות פירעון מסחרית" או "היעדר נזילות". לצורך הדיון כאן היא תכונה "חדלות פירעון תזרימית". אכן, כפי שהובהר בפרק רביעי לעיל, לשם ביסוסה של חדלות פירעון תזרימית, נדרשת בחינה של יחסי החייב עם נושיו השונים לאורך זמן.²⁶ בחינה זו אינה משתמשת בכלי מדידה מדעיים מדויקים. תחת זאת, מבחן חדלות הפירעון התזרימית בוחן את קיומם של סימנים-מעידים מצטברים לבעיית פירעון של החייב. ככל שיוצגו סימנים-מעידים רבים יותר, כך יקל על הנושה לשכנע את בית המשפט שהחייב נתון במצב של חוסר נזילות ויש להכניסו למשטר קיבוצי. כאמור, מבחן זה נקבע בארצות-הברית ונוסח שם בחקיקה כך: "the court shall order relief against the debtor only if... the debtor is generally not paying such debtor's debts as such debts become due unless such debts are the subject of a bona fide dispute as to liability or amount".²⁷ הפסיקה שם קבעה כי כדי לשכנע שהחייב אינו משלם בדרך כלל את חובותיו, יש להצביע על מכלול סימנים, ובהם: מספר התשלומים שהחייב מפגר בתשלומם, מספר הנושים שכלפיהם מפגר החייב בתשלום, משך הפיגור הממוצע בתשלומים (והשוואתו למקובל באותו ענף כלכלי), גובה הסכומים הכולל של פיגורי התשלומים, החלק שמהווים התשלומים שבפיגור בכלל מחזור העסקים של החייב, וכיוצא באלה. ודוק, אין צורך להצביע על כל הסימנים האמורים בכל תיק.²⁸ בסופו של דבר, המבחן הוא שקלול של סימנים אלה. אם אחדים מסימנים אלה מצביעים במובהק על בעיית תשלומים כללית, חשיבות הצגת הסימנים האחרים פוחתת. לפיכך, לשם עמידה במבחן האמור, ראוי להצביע על פיגורים חוזרים ונשנים בתשלום משכורות לעובדים, אי כיבוד חוזר ונשנה של המחאות ואמצעי תשלום אחרים שבהם התחייב החייב כלפי ספקים ונותני שירותים,

26 לעיל פסקה 4.6.

27 Bankruptcy Code §303(h)(1). למען הדיוק יצוין כי, באופן רשמי, הנושה (או הנושים) אינו חייב להצביע מראש על כך שהחייב אינו פורע את חובותיו בהגיע מועד קיומם. בית המשפט יידרש לשאלה זו רק אם הוגשה התנגדות לבקשה לפתיחת ההליך שהגיש הנושה. באין התנגדות כאמור, ייתן בית המשפט צו כמבוקש אף בלא להידרש לשאלת חדלות הפירעון התזרימית של החייב. ואולם, כאמור, הדיון בכתב העיקרי מניח כי החייב מתנגד לבקשה שיזם הנושה. לפיכך, הופך מבחן חדלות הפירעון התזרימית לשאלת המפתח בבית המשפט.

28 ראו, *In re All Media Properties, Inc.*, 5 B.R. 126 (Bankr. S.D. Tex. 1980); *In re Gill Enterprises Inc.*, 15 B.R. 328, 331–332 (Bankr. D.N.J. 1981) ("In enacting the involuntary provisions of the Bankruptcy Code, Congress abandoned the approach of the old Bankruptcy Act, which provided for an act of bankruptcy and the balance sheet insolvency test, but adopted the 'equity insolvency test'... The purpose of §303(b)(1) is to allow more flexibility in considering involuntary actions and not to restrict or limit the involuntary process. Mechanical, inflexible tests should not be applied... Considering the timeliness of the payment of past due obligations, the amount of debts long overdue, the length of the time period during which it has been unable to meet the large debts it owed, the reduction of its assets and the deficit financial situation as indicated by its own balance sheet as of December 31, 1980 which has not improved to date, this Court is satisfied that Gill, the debtor herein, is generally unable to and has generally failed to pay its debts as such debts become due and that it does not have the ability to repay its present obligations out of its business earnings"); *In re Paper I Partners, L.P.*, 283 B.R. 661, 677 (Bankr. S.D.N.Y. 2002); *In re Amanat*, 321 B.R. 30, 39 (Bankr. S.D.N.Y. 2005).

שיבושים בתשלומי מסים, ועוד. בהשוואה לעילה הקודמת, המסתפקת באי תשלום חוב בודד לנושה המבקש עצמו, מציבה עילה זו אתגר מעשי גדול יותר לנושה המבקש לייזום הליך של חדלות פירעון. עליו להכין בקשה מפורטת ומדוקדקת יותר הפורשת יריעה מקיפה של קשיי פירעון.²⁹

7.14 מבחן חדלות הפירעון התזרימית, כבסיס להגשת בקשה לפתיחת הליך על ידי נושה, נוהג גם בישראל. סעיף 2 לחוק חדלות פירעון מגדיר את המונח "חדלות פירעון" כהאי לישנא: "מצב כלכלי שבו החייב אינו יכול לשלם את חובותיו במועד, בין אם מועד פירעונם הגיע ובין אם לאו, או שהתחייבויות החייב, לרבות התחייבויות עתידיות ומותנות שלו, עולות על שווי נכסיו". הרישא של הגדרה זו היא המבחן התזרימי.³⁰ גם סעיף 258(3) לפקודת החברות קבע – כעילה להגשת בקשה של נושה לפירוק חברה – כי "הוכח להנחת דעתו של בית המשפט, לאחר שהביא בחשבון את חבויותיה המותנות והעתידיות, כי אין ביכולתה של החברה לשלם את חובותיה". סעיף זה פורש באמרת אגב מפורסמת של בית המשפט העליון בעניין **יהושע בן-ציון**.³¹ בפסק דין זה קבע בית המשפט כי לשם ביסוס בקשת פירוק, על סמך סעיף 258(3) לפקודת החברות, יידרש המבקש לשכנע את בית המשפט כי החברה היא חדלת פירעון לפי המבחן המאזני או לפי המבחן התזרימי.³² נמצאנו למדים אפוא כי מבחן חדלות הפירעון התזרימית יש בו כדי לשמש בסיס עצמאי להגשת בקשה לפתיחת הליך מצד נושה. ואולם, בשל קיומה של החזקה בדבר חדלות הפירעון, היינו אי תשלום חוב לנושה המבקש, דומה כי הוכחתה של חדלות פירעון תזרימית מצד נושה הופכת למשנית בחשיבותה המעשית. כאשר נושה יכול להסתפק בהצגת חובו הבלתי פרוע כבסיס לפתיחת הליך של חדלות פירעון נגד החייב, למה לו לטרוח ולשקוד על הגשת בקשה מקיפה יותר בפרטיה? העלות הכרוכה בהכנת בקשה כאמור, בזמן ובכסף, אינה כדאית. נושה ינסה, מן הסתם, לסמוך על בעיה תזרימית רק אם יהיה ברצונו להגיש בקשה לפתיחת הליך נגד חייב בנסיבות שבהן החוב כלפיו נפרע עד כה או שטרם הגיע מועד פירעונו, הגם שבאופן כללי החייב נקלע למצוקה תזרימית. לפיכך, לצורך הדיון העקרוני שיובא להלן, נתייג את ישראל לצד אנגליה כשיטת משפט המסתפקת בחוב בלתי פרוע לנושה-המבקש כבסיס לייזום הליך של חדלות פירעון מימושי. שיטות המשפט המייצגות גישה שונה, גישה הגלומה במבחן חדלות הפירעון התזרימית, הן אותן שיטות משפט אשר הצבעה על חוב בלתי פרוע יחיד לנושה המבקש אין בה כדי לשמש בהן, כשלעצמה, בסיס לבקשה לפתיחת הליך.

29 עם זה, לעתים, אי תשלום אפילו לנושה בודד יכול שישמש סימן מעיד מספק לצורך ביסוס טענה בדבר חדלות פירעון תזרימית. כך יהיה אם מדובר בחוב גבוה במיוחד אשר הוא, כשלעצמו, מהווה חלק ניכר מסך כל חובותיו של החייב, והחייב לא פרע ולו חלק מזערי מחוב זה לנושה. ראו *In re Concrete Pumping Service*, 943 F.2d 627 (6th Cir. 1991); *Crown Heights Jewish Community Council v. Fischer (In re Fischer)*, 202 B.R. 341, 350–351 (E.D.N.Y. 1996).

30 לדיון בהגדרה זו ראו לעיל פסקאות 4.7–4.10.

31 ע"פ 173/75 **מדינת ישראל נ' בן-ציון**, פ"ד (1) 119 (התשל"ו-1975).

32 שם, בעמ' 129–130. ראו גם ע"א 577/74 **בנק ארץ-ישראל בריטניה נ' היועץ המשפטי לממשלה**, פ"ד כט (2) 6, 9 (התשל"ה-1975).

3. חדלות פירעון מאזנית

7.15 חלופה נוספת אפשרית להגשת בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון על ידי נושה דורשת לשכנע את בית המשפט כי החייב נעשה חדל פירעון במובן המאזני. חדלות פירעון מאזנית היא הביטוי המזוקק מכול ל"חדלות פירעון". בהתקיימה, כל הנושים מצויים במירוץ תחרותי למהר ולגבות מנכסי החייב. סכום ההתחייבויות גבוה מסכום הנכסים ואין כל סיכוי שהחייב ישכיל לפרוע לכל הנושים את כל חובותיהם. השימוש במונח "חדלות פירעון" כשלעצמו נוטה בדרך כלל למובנו המאזני.³³ דומה, כי המבחן המאזני הוא האובייקטיבי מכול, אולי אף המדויק מכול. אין הוא דורש שקלול נסיבות כמו במבחן התזרימי. הוא מבחן כוללני המתיחס, בערכים כספיים, לכל נכסי החייב מזה, ולהתחייבויותיו מזה. ואולם, אין הדברים כפשוטם. כפי שצינתי לעיל בפרק רביעי, גם מבחן זה דורש הערכה אנושית. ממד הזמן יקבל ביטוי במבחן זה בהיוון ערכים כספיים של נכסים ושל התחייבויות. פעולת ההיוון מערבת שיקול דעת והערכה והיא רחוקה מלהיות פעולה אובייקטיבית-טכנית. הפעלת המבחן המאזני גם דורשת הפעלת שיקול דעת והערכה באשר לשאלה אם לבחון את ערכה המאזני של החברה לפי אמת מידה של עסק פעיל (going-concern value, בלע"ז) או של עסק העומד לפני מכירת היסול (liquidation value, בלע"ז).³⁴ הערכות כאמור הן כבדות משקל. קיים גם חשש כי שיקול הדעת הנדרש לשם גיבוש ההערכה יהיה מוטה לפי עניינו של מזמין ההערכה.³⁵ המשפט הישראלי מאפשר להגיש בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון גם בהתבסס על המבחן המאזני.³⁶ כך הדין גם באנגליה.³⁷ מכל מקום, הֶעָרְתִּי לעיל בעניין ישימותו של המבחן התזרימי בישראל יפה כוחה גם בנוגע לישימותו של המבחן המאזני: מבחנים אלה הם משניים בחשיבותם המעשית, שכן המבחן העיקרי שישמש נושים בבקשותיהם לפתיחת הליך של חדלות פירעון מימושי בישראל הוא אי פירעון לנושה המבקש עצמו.

ג. הקלה או הכבדה על פתיחתו של הליך מימושי על ידי נושה – דיון עיוני

7.16 ראינו לעיל כי קיימות גישות שונות לשאלה אימתי יורשה נושה ליזום נגד החייב הליך של חדלות פירעון. הגישה האנגלית-ישראלית נוטה להקל עם הנושה ולהסתפק בתנאי פשוט ובסיסי (אי תשלום לנושה המבקש), ואילו הגישה האמריקנית מחמירה בדרישתה ותובעת הצגת תמונה כלכלית מלאה יותר על אודות קשייו הכספיים של החייב. ציינתי לעיל כי המדיניות המשפטית הראויה היא

- 33 Bankruptcy Code §101(32)(A) (הגדרת המונח "insolvent").
- 34 על אמות מידה אלה להערכת שווי מאזני של חברה, ועל השוני ביניהן, ראו Chaim J. Fortgang & Thomas M. Mayer, *Valuation in Bankruptcy*, 32 UCLA L. REV. 1061 (1985); RICHARD A. BREALEY & STEWART C. MYERS, *PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE* 512 (8th ed., 2006); דוד האן "הגנה הולמת לחובות מובטחים בהבראת חברות" **משפטים** לב 247, 266–271 (התשס"ב). ראו גם Jeremy I. Bulow & John B. Shoven, *The Bankruptcy Decision*, 9 BELL J. ECON. 437 (1978).
- 35 VENESSA FINCH, *CORPORATE INSOLVENCY LAW: PERSPECTIVES AND PRINCIPLES* 124–126 (2002).
- 36 סעיפים 2, 7(א), 9(א) לחוק חדלות פירעון. ראו גם את פרשנותו של בית המשפט העליון לסעיף 258(3) לפקודת החברות בעניין **בן-ציון**, לעיל ה"ש 31.
- 37 Insolvency Act, 1986 §§122(1)(f), 123(2).

להכניס את החייב להליך של חדלות פירעון בעיתוי הנכון, תוך מזעור העלויות העלולות להיווצר עקב מעבר מוקדם מדי או מאוחר מדי ממשטר משפטי יחידני למשטר הקיבוצי של חדלות פירעון. השאלה העיונית היא, אפוא, איזה מן המבחנים השונים שצוינו לעיל מקדם את המדיניות המשפטית האמורה באופן הראוי. מהו תנאי הסף שיעודד נושים לזום מהלך של חדלות פירעון בלי לחשוף את החייב לבקשות סרק הרסניות?

1. שיקולים התומכים בהקלה על הגשתן של בקשות לפתיחת הליך

- 7.17 ניתן להצביע על נימוקים אחדים העשויים לתמוך בגישה המקלה עם הגשת בקשות לפתיחת הליך של חדלות פירעון מצד נושה. נימוקים אלה הם:
- (א) שיפור אמצעי האכיפה לגביית חובות.
 - (ב) פערי מידע באשר למצבו הכלכלי של החייב.

להלן נעמוד על נימוקים אלה כסדרם.

(א) שיפור האכיפה

7.18 לא פעם נשמעים קולות אכזבה, אם לא ייאוש, מן המערכת המשפטית האזרחית הנכשלת במימוש זכויותיהם של נושים ובגביית חובות המגיעים להם כדין. התחושה הרווחת היא כי מערכת ההוצאה לפועל, אשר מבחינת מערכת המשפט היא האמונה על גבייתם של חובות אזרחיים פסוקים, אינה יעילה דיה. מספר תיקי ההוצאה לפועל התלויים ועומדים הוא רב כל כך, עד כי תופעה זו כשלעצמה מעידה שגביית החובות בישראל נכשלת, וזוכים רבים נותרים בלא מענה משפטי מעשי. כאשר גביית חובות אינה יעילה, מתפשטת אווירה של "לית דין ולית דין" והיסודות הבסיסיים לקיום התחייבויות מתערערים. בגלל ליקוי זה, כך הטענה, ראוי לאפשר לנושה שזכה בדינו לפעול בנחרצות נגד חייב סרבן. על פניו, קיים אמצעי יעיל מאין כמותו לגרום לחייב לשלם: איום ממשי בפתיחת הליך של חדלות פירעון נגדו. הטענה היא אפוא כי עצם זכותו של נושה להגיש בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון בגין אי תשלום חוב כלפיו משמש זרז מצוין לחייב לקיים את התחייבותו. חייב, אשר בנסיבות אחרות היה מעכב את פירעון התשלום לנושה, יחשוש שמא פיגור בתשלום יהפוך במהרה לחרב המונחת על צווארו. אם חפץ החייב בחיים כלכליים, הוא יבקש בוודאי להימנע מכך שתוגש נגדו בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון ולפיכך יזדרז וישלם לנושה כנדרש ממנו על פי דין. נמצא אפוא כי הקלה על נושים בהגשת בקשות לפתיחת הליכי חדלות פירעון משרתת את העניין החברתי בפירעון חובות, בהיות בקשות אלה אמצעי משלים המחפה על ליקויי האכיפה במערכת ההוצאה לפועל.

(ב) פערי מידע באשר למצבו הכלכלי של החייב

7.19 נימוק זה מתמקד בצד המעשי של הליך חדלות הפירעון. לפי נימוק זה, העניין העיקרי שנושה נדרש להתמודד עמו בשוקלו אם ליזום נגד החייב הליך של חדלות פירעון הוא פער המידע בינו לבין החייב. נושה מקיים עם חייבו מערכת קשרים דו-צדדית. מערכת היחסים המשפטיים בין שניהם היא גם לרוב טווח המידע הזמין בעבור אותו נושה. הנושה אינו מכיר את כל הקשרים המשפטיים של החייב. הוא אינו מכיר את שיעור התחייבויותיו הכולל, את זהות נושיו האחרים או את מידת עמידתו במועדי פירעון כלפי נושים אחרים.³⁸ נוסף על כל אלה, לא בהכרח מכיר הנושה את נכסי החייב ואת תזרים המזומנים שלו.³⁹ הטענה היא אפוא כי בהתחשב במידע המוגבל הנגיש לנושה, לא יהא זה מעשי לדרוש מנושה, אשר חובו לא נפרע במועד, כי יתכבד ויציג לפני בית המשפט תמונה כלכלית מלאה ומעודכנת על אודות חדלות הפירעון של החייב, כתנאי סף להגשת בקשה לפתיחת הליך. ודוק, בשונה מן הנימוק הקודם, נימוק זה אינו מתמקד בזכויות הנושה-המבקש לבדו כזכויות המצדיקות לנקוט הליך של חדלות פירעון. להפך, הנימוק הנוכחי אכן מניח כי, ברמה העקרונית-המופשטת, אין זה ראוי להכניס חייב להליך קיבוצי כל עוד הלה לא נקלע למשבר פירעון רב-צדדי. המבחן העיוני הנכון, אשר רק בהתקיימו ראוי לבקש פתיחת הליך של חדלות פירעון, הוא מבחן כלכלי של חדלות פירעון. ברם, הטענה היא כי, מבחינה מעשית, יקשה על נושה להוכיח לבית המשפט בראיות כי זה אמנם מצבו של החייב. קוצר ידו של הנושה בהשגת המידע, הדרוש לשם ביסוס תמונה כלכלית כאמור, הוא שימנע בעדו מלהגיש בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון על סמך מבחן כלכלי מלא של חדלות פירעון. לפיכך, כך הטענה, הסתפקות במבחן מקל יותר להגשת בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון, מבחן המתמקד באי הפירעון לנושה-המבקש, מסייעת בידי הנושים לנקוט יוזמה ולהכניס חייבים להליך כאמור לפני שיהיה מאוחר מדי. הכבדה בתנאי הסף תגביל את יכולתו של הנושה לעצור את ההתדרדרות הכספית של החייב בעודה באיבה ותדחה את הליכי חדלות הפירעון לשלב שבו חדלות הפירעון כבר החריפה מאוד. בסופו של דבר, ההתדרדרות הזוחלת האמורה תדלדל את קופת החברה ותפגע בפירעון הכללי (ששיעורו נמוך בלאו הכי) לנושים. לפיכך, ראוי להסתפק במבחן ראייתי קל יחסית, הוא אי הפירעון לנושה-המבקש, כתנאי להגשת בקשה לפתיחת הליך מימושי מצד הנושה. אמנם, ניתן לטעון כי משחויב החייב לפרוע לנושה סכום כסף והוא אינו עושה כן, מחדל זה כשלעצמו אומר "דרשני": מחדל אי התשלום עשוי לשמש ראייה ראשונית לחדלות הפירעון של החייב, אך ייתכן כי פשר אי הפירעון הוא שונה. ברם, לפי השקפה זו, הנטל יוטל על החייב (אשר הוא בעל המידע המלא על אודות מצבו הכלכלי) לבוא לבית המשפט, להגיב על בקשת הנושה ולשכנע את בית המשפט כי אי הפירעון לנושה-המבקש אינו נובע מקשייו הכספיים כי אם מסיבה אחרת. אם אמנם ישכיל החייב לעשות כן, כי אז ידחה בית המשפט את בקשת הנושה. ברם, כל עוד החייב לא עשה כן, הבקשה שהגיש הנושה שחובו לא נפרע היא בקשה כשרה לכל דבר.⁴⁰

38 מנחם מאוטנר "פשיטת-רגל – האמנם סוף מעשה במחשבה תחילה?" ספר לובנברג 108, 114 (דניאל פרידמן ויצחק שילה עורכים, התשמ"ה).

39 אמנם, מקרב הנושים השונים של חברה יהיה מציאותי להניח כי נושה בנקאי אכן יכיר לא מעט ממשנתים אלה, אולם דווקא נושה זה ממעט להגיש בקשות לפירוק. ראו על כך להלן בפסקה 7.29.

40 זוהי גישתו של מנחם מאוטנר. ראו מאוטנר, לעיל ה"ש 38, בעמ' 121–124.

2. שיקולים התומכים בהכבדה על הגשתן של בקשות לפתיחת הליך

7.20 כנגד השיקולים התומכים בהקלת תנאי הסף להגשת בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון על ידי נושה, ניצבים שיקולים מנוגדים. השיקולים המנוגדים מבקשים לתמוך בהשקפה כי דווקא ראוי להקפיד עם נושה המעוניין לזיום הליך כאמור ולמנוע בעדו מלהגיש בקשה לפתיחת הליך כל עוד הוא לא הצביע בפועל על חדלות פירעון כלכלית של החייב. השיקולים התומכים בהכבדה של תנאי הסף להגשת בקשה על ידי נושה הם אלה:

- (א) הייעוד של הליך חדלות פירעון.
- (ב) הנזק הכלכלי של בקשות מוקדמות מדי.

(א) הייעוד של הליך חדלות פירעון

7.21 הליך חדלות הפירעון הוא הליך קיבוצי. זהו הליך משפטי המשמש מענה לקשייו הכספיים של חייב. מדובר בהליך שהוא, מעצם טבעו, הליך רב-צדדי. הוא נועד להתמודד עם התנגשות בין זכויות של בעלי התביעות השונות כלפי החייב. לפיכך, תנאי בסיסי ומקדמי לפתיחת הליך כאמור הוא הוכחה כי אמנם קיימת בעיה רב-צדדית. לשם הוכחת בעיה רב-צדדית נדרש כי הבקשה תצביע על קשיי פירעון מרובים של החייב ולא על אי פירעון של חוב אחד מסוים. לשון אחר, כתנאי לבקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון, על המבקש להצביע על חדלות פירעון במובן הכלכלי האמיתי של מונח זה. כל עוד אין ראיות לקיומה של בעיה כללית, די לנושה כי יוסיף לפעול לגביית חובו באמצעות מנגנון ההוצאה לפועל. אכן, אין לכחד, לשם הוכחתה של חדלות פירעון במובן של בעיה כלכלית רב-צדדית, יידרש הנושה להרים נטל ראיתי כבד יותר מאשר הצבעה על אי פירעון חובו שלו בלבד. ברם, אין פירוש הדבר כי נטל זה כבד על שכמו יתר על המידה. השאלה היא איזה מבחן של חדלות פירעון יידרש הנושה להוכיח. אם המבחן יהיה חדלות פירעון מאזנית, כי אז אמנם יוטל על כתפי הנושה נטל כבד מדי. מכיוון שלנושה אין נגישות לספרי החייב ולמידע הפנימי האצור אצלו, יתקשה נושה לבסס תמונה מהימנה של מכלול נכסי החייב מזה, ושל התחייבויותיו מזה.⁴¹ אולם המבחן בדבר חדלות פירעון תזרימית עשוי להתגלות כמבחן שימושי גם בידיו של נושה חיצוני. כזכור, מבחן זה אינו נדרש לרישום מדעי מדויק של נכסי החייב ושל התחייבויותיו. תחת זאת, מתמקד המבחן התזרימי בסימנים מעידים מצטברים, כגון פיגורים תשלומים חוזרים ונשנים לאותו נושה, זיהוי נושים אחדים אשר החייב מפגר בפירעון חובותיהם (כגון פיגורים בתשלום משכורות לעובדים שונים), הצבעה על המחאות תשלום שחוללו, הטלת עיקולים ונקיטת פעולות גבייה בלתי שגרתיות נוספות מצד נושים שונים, וכדומה. אמנם, נושה אינו יודע בהכרח כי קיימות בעיות כאלה, אך דווקא בעידן המידע המודרני קל יותר להיחשף לעובדות כאמור בשלב מוקדם יחסית. כלי התקשורת הכלכליים מתחקים אחר כל מהלך חריג בעולם העסקים ומדווחים עליו מיד. כיום, אין זה חריג לקרוא בעיתון או באינטרנט על אודות משבר שכר הפוקד את עובדיו של עסק מסוים או על עיקול נכסים של עסק כאמור, ועוד. לפיכך, דווקא בעידן המודרני נראה כי נושה מסוגל להתמודד עם הנטל הראיתי האמור טוב יותר מאשר בעבר.⁴²

41 אמנם, בחברה ציבורית, החייבת לערוך דו"חות כספיים ולפרסמם על פי דיני ניירות ערך, הנגישות לרכיבים לא-מבוטלים מן המידע האמור תהיה נוחה בהרבה גם בעבור נושה חיצוני.

42 על רמת המידע שיש להציג לבית המשפט בבקשת פירוק ועל מהימנותו ראו להלן פסקאות 7.33–7.34.

7.22 אחד הטיעונים שהובא לעיל בזכות ההקלה בדרישות להגשתן של בקשות לפירוק חברה היה כי בקשות אלה ישפרו את אכיפת החיובים לנוכח קוצר ידה של מערכת ההוצאה לפועל.⁴³ אמנם, ייתכן שמערכת גביית החובות בישראל לוקה בחוסר יעילות, אינה מרתיעה את החייבים ואינה גורמת להם לשלם את חובותיהם כראוי. ואולם, עניין זה אינו מצדיק שימוש בבקשות לפתיחת הליך של חדלות פירעון כקודם לחפור בו. בקשות כאמור לא נועדו לקדם גבייה פרטית של חוב על ידי נושה מסוים.⁴⁴ בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון היא שלב פתיחה של הליך קיבוצי. אין היא מכשיר עונשי. גבייה של חוב פרטי היא הייעוד של דיני ההוצאה לפועל. אם מערכת ההוצאה לפועל אינה מצליחה למלא את ייעודה, עקב קשיים שאינם תלויים בה, יתכבד המחוקק ויידרש לקשיים אלה וימצא דרך לפותרם. כך, למשל, ניתן לשפר את אמצעי האכיפה הקיימים במערכת ההוצאה לפועל, כגון העיקול וכינוס הנכסים, ולחדדם. לחלופין, ניתן להקצות תוספות תקציב להגדלת המשאבים במערכת או לנקוט פתרונות אחרים. מלבד מערכת ההוצאה לפועל, ניתן להשתמש באמצעים נוספים העשויים לשפר את תרבות תשלום החובות מצד חייבים המנסים לחמוק מחובה זו או לדחותה ככל האפשר. אמצעי אחד עשוי להיות השימוש בדיני ביזיון בית משפט. אם החוב הנתבע הוא חוב פסוק, הרי שאי פירעונו ביודעין מהווה הפרה של מצוות בית המשפט. הפרה כאמור עלולה להיחשב לביזיון בית המשפט.⁴⁵ בהקשר התאגידי קיים אמצעי נוסף לזירוז חברות לקיים את התחייבויותיהן: כחלוף פרק זמן מסוים מאז שהחברה התחייבה בדין לשלם, ולא שילמה, ניתן להשית על נושאי המשרה שלה אחריות אישית לאי תשלום החוב. אכן, ראוי לזכור כי חברה אינה פועלת בכוחות עצמה. לעולם היא מופעלת בידי בני אדם הפועלים מטעמה. בני אדם אלה הם ה"מוח" הגורם לחברה לרצות לשלם או לנסות לחמוק מחובת התשלום. אמנם התוצאות המשפטיות של התנהגותם האנושית של בני אדם אלה מיוחסות לחברה. זה פועלם של דיני השליחות ושל תורת האורגנים בדיני החברות.⁴⁶ ברם, מאחורי חזות החברה מסתתרים בני אדם שגרמו לה להימנע משלם. הטלת אחריות אישית על בני אדם בגין אי התשלום היא העשויה לעודד אותם בעילות לגרום לחברה לשלם את החוב במועד. מכל מקום, אין להפוך את היוצרות ולמלא את החלל שנפער במערכת ההוצאה לפועל באמצעות הסטתה של מערכת אחרת, הליכי חדלות פירעון, מייעודה המקורי והסבתה לאמצעי חלופי לגבייתם של חובות פרטיים.⁴⁷

43 לעיל פסקה 7.18.

44 פש"ר (מחוזי ת"א) 1828/02 א.פ. השקעות (70) בע"מ נ' הבנק לפיתוח התעשייה בע"מ, פסקאות 27–30 (פורסם בנבו, מיום כ"ו אלול התשס"ב, 3.9.2002); פש"ר (מחוזי ת"א) 1818/01 בעניין אתגרים – סוכנות לביטוח (1995) בע"מ (פורסם בנבו, מיום ח' ניסן התשס"ב, 21.3.2002) ("עם כל הכבוד, סעד של פירוק איננו כלי מלחמה בידי אדם הטוען לחוב. קל וחומר, משיש מחלוקת והתביעה טרם הוגשה, לא ניתן פסק-דין והחוב טרם הוכרע. נכון הוא, שאין לשון חוק החברות ופקודת החברות מציבה תנאי כי בידי נושה יהיה פסק-דין חלוט, כדרך הנדרש לשם המצאת פשיטת רגל ליחיד. אלא, שהפסיקה כבר עמדה בהרחבה על כך כי אין בית המשפט של פירוק יכול לשמש כ'גובה חובות'"). ראו גם צפורה כהן פירוק חברות כרך א 107 (מהדורה שנייה, התשע"ו).

45 סעיף 6 לפקודת ביזיון בית משפט.

46 סעיפים 46–48, 53 לחוק החברות; ע"פ 3027/90 מודיעים בינוי ופיתוח בע"מ נ' מדינת ישראל, פ"ד מה(4) 364 (התשנ"א-1991).

47 המצדדים בהגשת בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון בגין אי תשלום לנושה יידרשו גם להשיב על השאלה מדוע אצל יחיד בשר ודם, הנקלע לקשיים, המשפט אינו מאיים עליו בחיסול אישיותו המשפטית.

(ב) הנזק הכלכלי של בקשות מוקדמות מדי

7.23 שיקול נוסף נגד הסתפקות הדין בהצבעה על אי פירעון חד-פעמי, כבסיס להגשת בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון על ידי נושה, נוגע להשפעות הכלכליות והחברתיות השליליות שבקשה כאמור נושאת בחובה. בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון אשר תוגש כאמצעי לגביית חוב בודד עלולה לשפוך את התינוק עם המים. צוין לעיל כי העולם התקשורתי המודרני מתאפיין בחשיפה מקיפה של העולם העסקי. ואמנם מידע על אודות חייבים, שהוא "שלילי" מטיבו, מובלט באופן יחסי בכלי התקשורת.⁴⁸ דא עקא, לחשיפה זו יש גם פן מסוכן מבחינת החייב. חייב אשר מוגשת נגדו בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון, נחשף לאלתר בעל כורחו במבזקי החדשות ובעיתונות הכלכלית היומית המודפסת והמקוונת. העולם המסחרי כולו לומד מיד על דבר הגשת הבקשה נגד אותו חייב. עילת הבקשה וסיכוייה בולטים פחות ומשפיעים פחות על קוראי הידיעה. העובדה שנגד החייב הוגשה בקשה כאמור היא הבולטת והיא המעניינת גורמים שונים הקשורים עמו. נושים שונים, ספקים, לקוחות של החייב ועובדיו, כולם מגיבים על הגשת בקשה זו. פעמים רבות, הגשת הבקשה משמשת ככדור שלג המתחיל להתגלגל במדרון ההר. משהוגשה הבקשה, רבים נרתעים מלהוסיף ולשמור על קשרים עסקיים עם החייב.⁴⁹ התוצאה המתקבלת לא פעם היא, שאם עד הגשת הבקשה החייב לא היה חדל פירעון, הנה הגשת הבקשה על ידי הנושה היא שתביאנו חיש מהר לידי מצב כלכלי זה. טענה כאמור הועלתה בדיוק על ידי חברת אי. די. בי פיתוח בנסותה להדוף בקשה לפתיחת הליך בעניינה שהוגשה לבית המשפט על ידי נושיה. החברה טענה כי הגשת הבקשה נגדה, שלא על דעתה, בטענה כי היא חדלת פירעון או צועדת בסך לקראת חדלות פירעון, היא נבואה המגשימה את עצמה.⁵⁰ הנה כי כן, יכולתו של נושה בודד להלך אימים על חייב שלא פרע לו את חובו ולאיים עליו בהגשת בקשה נגדו לפתיחת הליך של חדלות פירעון, עלולה לערער את המרקם הכלכלי הגלום בחייב ולפגוע ביתר נושיו, עובדיו, ספקיו, לקוחותיו, ובמקרה של חייב תאגידי – אף בבעלי המניות. לפי טענה זו, זכותו של נושה בודד להגיש בקשה לפתיחת הליך בהסתמך על אי פירעון של חוב מסוים כלפיו מעוררת חשש מפני בקשות חפוזות ומוקדמות מדי שנוקן הכלכלי הוא רב.

ואילו אצל חברה – כן. אכן, במאות עברו ראו שיטות משפט שונות בהליך פשיטת הרגל משום הליך לגביית חובות תוך ביזוי פומבי של החייב, כריתת אוזנו ואפילו תלייתו בכיכר העיר. ראו Louis E. Levinthal, *The Early History of English Bankruptcy*, 67 U. PA. L. REV. 1 (1919). ברם, תפישה זו חלפה לה זה מכבר. כיום דיני פשיטת הרגל נתפשים כדינים המאזנים בין זכויות הנושים לגביית חובותיהם לבין ההגנה על החייב ועל רכשו. בעידן שבו אין מאיימים על חייב בחיסול בגין חוב, מדוע יהיה אפוא מוצדק לעשות כן לחייב תאגידי? אמנם אצל חייב בשר ודם ההסתייגות מפני חיסול אישיותו המשפטית נובעת מקידוש ערך החיים האנושיים ומעקרונות החירות של בני המין האנושי, אולם אצל חייב תאגידי, אף כי שיקולים אנושיים אלה אינם קיימים, קיימים שיקולים כלכליים חזקים ביסוד ההסתייגות מחיסול אישיותו המשפטית בגין חוב בלתי פרוע.

48 הבלטת מידע שלילי היא מאפיין כללי של חדשות בעולם המודרני. זהו מידע שמגביר את תפוצת כלי התקשורת. השו"ר N. Kyle Smith, Jeff T. Larsen, Tanya L. Chartrand & John T. Cacioppo, *Being Bad Isn't Always Good: Affective Context Moderates the Attention Bias toward Negative Information*, 90 J. PERSONALITY & SOC. PSYCHOLOGY 210 (2006).

49 ראו, למשל, Edawrd I. Altman, *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question*, 39 J. FIN. 1067, 1071 (1984).

50 לעיל ה"ש 9. ראו עוד להלן פסקאות 7.53–7.57.

3. מיתון החשש מפני בקשות מוקדמות מדי

7.24 הדיון שהובא לעיל לימדנו כי הליך של חדלות פירעון הוא הליך קיבוצי, רב-צדדי, ולפיכך ראוי כי הוא ייפתח כאשר ניתן להצביע על סימנים המעידים על קיומו של משבר רב-צדדי. עם זה, בשל פערי המידע בין נושה חיצוני לחייב, דומה כי יש מקום ללמד זכות על העמדה האנגלית-ישראלית המקלה עם נושה בודד והמאפשרת לו לבקש פתיחת הליך של חדלות פירעון על סמך אי פירעון חוב מסוים כלפיו. ואף על פי כן, עמדה מקלה זו עוררה את החשש מפני הגשת בקשות מוקדמות מדי, כמו גם הגשת בקשות סרק רק לשם הפעלת לחץ על החייב לשלם. לאמיתו של דבר, קיימים גורמים אשר יש בכוחם למתן קמעא את החשש האמור מפני ייזום הליכים בטרם עת. שניים הם גורמים אלה:

(א) התמריץ השלילי לנושה בודד לייזום הליך של חדלות פירעון.
 (ב) יכולתו של החייב להיכנס להליך הבראה כמגננה מפני הליך למימוש נכסים.

(א) תמריץ שלילי לנושה בודד

7.25 עיקר החשש מפני ייזום הליכים של חדלות פירעון בטרם עת נובע מן הקלות היחסית שבה נושה יחיד רשאי לבקש את פתיחת ההליך. די בכך שהחייב אינו פורע חוב מסוים לנושה וכבר קמה לנושה עילה לבקש את פתיחת ההליך. אולם, אף כי יסודות עילה כאמור עשויים להתקיים, הנה ניצולה בידי הנושה, הלכה למעשה, הוא עניין אחר. תועלתו האישית של נושה, אשר חובו לא שולם לו, אינה בהכרח להלך אימים על החייב ולבקש את פתיחת ההליך. הנושה עשוי להיות ער לכך שבקשה כאמור, אם תתקבל, תעביר את החייב ואת כלל נושיו למשטר קיבוצי. לעתים הצלחה זו היא עושר השמור לנושה-המבקש לרעתו. משטר קיבוצי יחליש את יכולת הגבייה של הנושה-הייזום, שכן לכשייפתח ההליך יהא הנושה כפוף למשטר הקיבוצי בניצוחו של בעל התפקיד. במובן זה, יאבד הנושה מעט מן השליטה שהייתה בידי קודם לכן בהתקדמות גביית חובו. הנושה-הייזום צריך להיות ער גם לכך שהכנסת החייב להליך קיבוצי מצריכה השקעת משאבים מצדו (זמן וטרח), ואילו מפירות השקעתו ייהנו כל הנושים באופן יחסי. עניין זה מעורר כמובן אצל הנושה תמריץ שלילי, המוכר בשם "בעיית הטרמפיסט" ("free riding"), המניאו מלנקוט פעולה וליזום את ההליך.⁵¹ תמריץ שלילי כאמור ממתן במידת-מה את נטייתו האפשרית של נושה להקדים ולהגיש נגד חייב בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון בשל אי פירעון נקודתי ביחסים ביניהם. על כן, עצם קיומה של עילה לבקש פתיחת הליך חדלות פירעון בגין אי פירעון חוב פרטי לנושה עדיין אינו מבשר שימוש מופרז ומזיק בעילה זו מצד נושים.

(ב) יכולתו של החייב להיכנס להליך הבראה

7.26 החשש מפני פתיחה מוקדמת מדי של הליך פירוק עשוי להתמתן כאשר מביטים במכלול הליכי חדלות הפירעון הזמינים לטיפול בחייב הנתון בקשיים כספיים. אשר לחייב תאגידי, לצד הליך הפירוק

51 Douglas G. Baird, *The Initiation Problem in Bankruptcy*, 11 INT'L REV. L. & ECON. 223 (1991). ראו עוד להלן פסקה 15.24 (על בעיית הטרמפיסט והשפעותיה על התנהגותו של נושה בודד). בעיית הטרמפיסט יוצרת תמריץ שלילי לנושה להדול מלגלות מעורבות פעילה בהליך של חדלות פירעון שכבר נפתח. ראו ע"א 3760/03 עמרן נ' הנאמן על נכסי יוסף אייפרמן, פ"ד נט(5) 735 (התשס"ה-2005).

ניצב כמובן גם הליך של הבראת החברה. כפי שהובהר בפרק רביעי לעיל, דברים אלה יפה כוחם גם בנוגע לחייב בשר ודם. כפי שיורחב בפרק הבא, הליך הבראה ייפתח על פי רוב ביוזמה של החייב, אולם בקשת ההבראה אינה חייבת להינקט כיוזמה עצמאית של החייב. בקשת ההבראה עשויה להיות מוגשת לבית המשפט בתגובה על בקשה שהגיש נושה לפתיחת הליך של חדלות פירעון המתאפיין במימוש נכסי החייב, וכחלופה לה. לפיכך, ניתן לטעון כי היכולת להגיש בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון על ידי נושה בודד אינה כה הרסנית לחייב. בקשה כאמור תשמש בסך הכול כזרז לחייב להגיב באמצעות בקשת הבראה מצדו.⁵² ככל שישתכנע בית המשפט כי בהליך של הבראה יהיה אפשר לפרוע לנושים שיעור גבוה יותר מחובותיהם, כי אז יצווה בית המשפט על פתיחתו של הליך הבראה. הליך הבראה הוא אמנם הליך קיבוצי, אך במהלכו ממשיך החייב לתפקד כעסק פעיל. לפיכך, הנזק הכלכלי שייגרם לו עקב הגשת בקשה על ידי נושה שלא נפרע חובו אינו חמור כפי שהוא נחזה.

7.27 טיעון אחרון זה, המקשר בין יכולת החייב להיכנס להליך הבראה לבין זכאותו של נושה שלא נפרע להגיש בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון נגד החייב, טעון ליבון. אמנם החברה תוכל להגיב על בקשת הנושה באמצעות הגשתה של בקשת הבראה. ברם, הנושה עדיין עלול להגיש בקשה מוקדמת מדי, כלומר בשלב שבו עדיין אין נדרש הליך קיבוצי כלשהו.⁵³ נגד חשש זה, מה תועיל בקשת הבראה? סוף סוף, גם בקשה זו היא פתיחה להליך קיבוצי. כל עוד הליך קיבוצי לא נדרש, הליך הבראה אינו גלולת הרגעה ראויה נגד בקשה מוקדמת ומזיקה שביקש נושה. זאת ועוד, **הגשת הבקשה על ידי הנושה היא הגורמת, כאמור לעיל, למתקשרים רבים להירתע מהמשך קיום קשרים עסקיים עם החייב.**⁵⁴ נזק זה אמנם ימותן בשל בקשת ההסטה של ההליך לכיוון הבראה, אך הוא לא יימחה לחלוטין. מצד אחר, יש לטיעון זה משקל דווקא בשיטת משפט שבה הליך ההבראה אינו מהלך כה קורץ לחייבים בכלל, ולהנהלת החברה (במקרה של חייב תאגידי) – בפרט. ואמנם, בישראל, כבארצות רבות נוספות, הליך ההבראה מתאפיין, בין השאר, בהחלפת השולט בחברה. במקרה של חייב תאגידי, יתפוס את מקומם של נושאי המשרה בעל תפקיד ממונה מטעם בית המשפט.⁵⁵ כפי שיורחב בפרק תשיעי להלן, חילופי השליטה האמורים גורמים לנושאי המשרה בחברה לנסות לדחות ככל האפשר את ייזום הליך של חדלות הפירעון. נושאי המשרה אינם מעוניינים בפינוי מוקדם יחסי של משרותיהם. הקלה על נושה שלא נפרע חובו לבקש הליך של חדלות פירעון נגד החייב עשויה לאלץ את קברניטי

Sergio A. Muro, *Deciding on an Efficient Involuntary Bankruptcy Filing Petition Rule*, CORNELL LAW SCHOOL LL.M. PAPERS SERIES (2005), available at: <http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1017&context=cornell/lps>

53 אכן, כאשר ידיעת הנושה מסתכמת בכך שהוא, באופן אישי, לא נפרע, מי לידינו יתקע כי אמנם החייב הוא חדל פירעון? כל עוד לא גילה החייב את מצבו הכספי או לא הצביע הנושה-המבקש על קשייו הכספיים, יישאר החשש שמא חוסר התשלום הוא בעיה פרטית בין החייב לנושה ואינו משקף בהכרח משבר כספי כללי.

54 חשש כאמור השתקף היטב בבקשת ההבראה שהגישה רשת הקמעונאות "מגה" לבית המשפט. פר"ק (מחוזי מרכז) 61098-06-15 בעניין **מגה קמעונאות בע"מ**.

55 תקנה 14 לתקנות ההבראה.

החייב שלא לדחות את ייזום ההליך הקיבוצי עד כלות כל הקצים, ולהגיש בקשה לפתיחת הליך הבראה במועד הראוי. לפיכך, הקלה על הנושה בהגשת בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון מימושי אינה מגדילה יתר על המידה את החשש מפני בקשות מוקדמות מדי, ולא זו בלבד אלא שהיא תורמת לצמצום הסכנה מפני פתיחת הליכים מאוחרת מדי.⁵⁶

ד. הגשת בקשות לפתיחת הליך מימושי בישראל – סיכום והמלצות

1. העילות להגשת הבקשה

7.28 הדיון העיוני שהוצג לעיל מלמד כי יש לשקול שיקולים אחדים לצורך קביעת העילה הראויה להגשת בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון על ידי נושה. שיקולים אלה הם:

- (א) הבנת הליך חדלות הפירעון כהליך קיבוצי.
- (ב) הקושי הראייתי הניצב בפני נושה חיצוני להצביע על חדלות פירעון של חייב.
- (ג) החשש מפני בקשות סרק או בקשות מוקדמות מדי שיוגשו על ידי נושה בודד, ומיתונו היחסי לאור תופעת הטרמפיסט.
- (ד) השפעת היכולת להגיש בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון על ידי נושה, על ייזום הליך הבראה מצד החייב וקברניטיו.

שיקולים אלה דורשים איזון מסוים בין השאיפה העקרונית שלא לאפשר לנושה להגיש בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון בטרם הפך החייב בפועל לחדל פירעון, לבין אילוצי המציאות המגבילים את יכולתו להשיג את המידע הנדרש לשם הגשמת העיקרון האמור.

7.29 עוד יש לזכור כי דווקא המגיש המצוי של בקשות כאמור הוא בעל נגישות מוגבלת למידע על אודות מצבו הכלכלי של החייב. הנושים הנגישים למידע זה הם, בדרך כלל, המלווים הפיננסיים אשר הלוואתם מובטחת בשעבוד לטובתם של נכסי החייב. בהיותם נושים מובטחים, הם יימנעו, בדרך כלל, מלהגיש בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון מימושי נגד החייב. לשם גביית חובותיהם ינקטו נושים אלה הליכים למימוש הנכסים המשועבדים להם. מימוש השעבוד הוא הליך גבייה פרטי ועל כן, מבחינת תועלתם האישית, הוא עדיף מייזום הליך קיבוצי.

7.30 בשל כל האמור לעיל, דומני כי יש מקום להקל במידת-מה על נושה בבואו להגיש בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון מימושי נגד החייב. ברם, להקלה זו יש לשים גבולות אשר יבטיחו שימוש מושכל בבקשה מצד הנושה-היוזם ואת הגשתה בעיתוי מתאים ככל האפשר. לפיכך, הצעת

56 ועדת אנדרון הציגה תפישה דומה באשר לצורך בחיזוק יכולתם של נושים לפנות לבתי המשפט וליזום הליכי הבראה לחברות חייבות. ראו המלצה ז' בדו"ח ועדת אנדרון, ראו גם להלן פסקאות 7.77–7.84.

למחוקק הישראלי היא לקבוע כי עילה לבקשת נושה לפתוח הליך של חדלות פירעון מימושי של חייב תתקיים באחד ממקרים אלה:

- (א) כאשר הנושה משכנע את בית המשפט כי אין ביכולתו של החייב לקיים את התחייבויותיו בהגיע מועד קיומן או כי סך התחייבויותיו גבוה מסך נכסיו.⁵⁷
- (ב) כאשר שלושה נושים או יותר מבקשים את הבקשה יחד ומציגים לבית המשפט חובות בלתי פרוצים כלפי כל אחד מהם.⁵⁸

7.31 לעניות דעתי, שתי החלופות המוצעות מאזנות בין השיקולים השונים שהוצגו לעיל ומשלמות זו את זו. אפשרות אחת לבקש פתיחת הליך של חדלות פירעון מימושי היא כאשר נושה משכיל לשכנע את בית המשפט בדבר חדלות הפירעון הכלכלית של החייב. אם החייב הגיע למצב של חדלות פירעון, אכן בשלה השעה להכניסו להליך קיבוצי. בקשת הנושה היא פעולה בכיוון האמור. עם זה, חלופה זו אינה דורשת מן הנושה להוכיח חדלות פירעון מאזנית של החייב. אם יצליח להוכיח זאת – מה טוב. ואולם, כזכור, בדרך כלל הוכחת חדלות פירעון מאזנית היא קשה מדי מבחינה מעשית. כפי שהראה עניין בן-ציון,⁵⁹ כושר פירעון מאזני אינו ערוכה ליכולת פירעון שוטפת לנושים. כל עוד יש לחייב בעיה נמשכת לשלם חובות שוטפים במועד, יש בעיה קיבוצית הטעונה טיפול קיבוצי. לפיכך, האפשרות הראשונה מסתפקת (גם) במבחן חדלות הפירעון התזרימית. כאמור, מבחן זה אינו דורש דיוק מדעי כחלופה המאזנית. במובן זה, המבחן בדבר חדלות פירעון תזרימית הוא מבחן מעשי יותר לנושה המבקש. זאת ועוד, לשם השגת האיזון הראוי ומניעת הכבדה מיותרת על הנושה בהגשת בקשות כאמור, שמור לבית המשפט החופש להגמיש את המבחן התזרימי ולהסתפק ברף הוכחה מתון באופן יחסי. חדלות פירעון תזרימית מוכחת באמצעות הצבעה על סימנים מעידים מצטברים.⁶⁰ בידי בתי המשפט נתון אפוא המפתח לעיצוב הסימנים-המעידים שיידרש נושה להציג כדי לבסס את העילה בדבר חדלות הפירעון. ככל שבתי המשפט יתרשמו כי מבחן זה מכביד על נושים ומביא לידי הגשת בקשות לפתיחת הליכים בשלב מאוחר יחסית, יוכלו בתי המשפט להגמיש את פרשנותם למבחן בדבר חדלות הפירעון התזרימית ולהתאימה למציאות בדבר המידע הנגיש לנושים.⁶¹

7.32 כחלופה למבחן חדלות הפירעון, אני מציע לאפשר הגשת בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון על ידי שלושה נושים, או יותר, אם החייב לא פרע לכל אחד מהם חוב במועד. מבחן זה מתמקד במספר הנושים המגישים את הבקשה, ואינו נדרש לכל גילוי נוסף של קשיים כספיים של החייב. במובן זה, המבחן דומה מעט למבחן הנוהג כיום במשפט האנגלי ובמשפט הישראלי, ולפיו נושה שלא נפרע

57 כך מוגדרת "חדלות פירעון" בסעיף 2 לחוק חדלות פירעון.

58 על החוק יהיה להגדיר את הסכום המזערי של החובות הבלתי פרוצים. סכום זה יתעדכן, מן הסתם, אחת לתקופה קבועה. על החוק יהא גם להעניק לבית המשפט סמכות לדחות בקשה משהובהר לבית המשפט כי יוזם הבקשה הוא נושה אחד, אשר המחזה חלק מתביעת החוב לאישיות משפטיות אחרות, קשורות או בלתי קשורות, רק לשם עמידה בדרישה להגיש את הבקשה על ידי שלושה נושים.

59 לעיל ה"ש 31.

60 לעיל פסקה 7.13.

61 ראו עוד הדיון להלן בפסקאות 7.33–7.34, בעניין איכות המידע הדרוש לביסוס בקשת פירוק בעילה זו.

חובו זכאי להגיש בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון נגד החייב. ברם, בשונה מן המבחן הנוהג כיום, המבחן המוצע ידרוש כי הבקשה תוגש על ידי נושים אחדים יחדיו.⁶² הרעיון שביסוד המבחן המוצע הוא כי ריבוי הנושים המבקשים מהווה, כשלעצמו, סימן-מעיד חזק דיו לקיומו של משבר תשלום רב-צדדי. לפיכך, מן הסתם, החייב זקוק לטיפול משפטי קיבוצי. הדרישה בדבר ריבוי הצדדים המבקשים היא שמצמצמת את החשש מפני ייזום מוקדם מדי של הליך חדלות פירעון בידי נושה יחיד. מבחן זה עשוי להימצא נוח באופן יחסי ליישום על ידי נושים. הנושים המבקשים לא יידרשו ללקט מידע ממקורות חיצוניים על אודות יכולתו הכספית של החייב. כל שיידרשו הנושים לעשות הוא להציג את בעיות הפירעון עמם. אמנם ניתן לטעון כי עצם הצורך של נושה שלא נפרע לזהות ולאחר שני נושים נוספים הסובלים כמותו, ואשר מוכנים לגשת עמו לבית המשפט ולבקש את פתיחתו של הליך חדלות הפירעון, הוא נטל כבד מדי על הנושה. ברם, דומני כי הטענה מוגזמת. זהות הספקים של חייב ניתנת לבירור. כך גם זהות עובדיו. בין אלה ניתן יהיה לאתר, במאמץ מועט יחסית, נושה או שניים שנפגעו מאי פירעון כלפיהם. בתום איתורם, תמה הנחת התשתית להגשת הבקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון. יותר מכך לא יידרש הנושה לפעול.

2. איכות המידע הנדרש לביסוס הבקשה ומהימנותו

7.33 בקשה לפתיחת הליך הנסמכת על עילה בדבר חדלות פירעון מאזנית או על חדלות פירעון תזרימית, זקוקה לראיות או, לפחות, לראשית ראיה העשויה להראות לבית המשפט כי החייב אכן נתון בקשיים כספיים ומתקשה בפירעון חובותיו. מצד אחר, כבר הערתי לעיל על כך שאחד הקשיים המעשיים שבפניהם ניצב נושה הוא יכולתו המוגבלת להשיג מידע על אודות מצבו הכספי של החייב, מלבד הפרטים שיש בידיו על אודות החוב המסוים שהלה חב כלפיו. השאלה המתעוררת היא אפוא איזה מידע ידרוש בית המשפט מן הנושה-המבקש כתנאי לביסוס העילה בדבר חדלות הפירעון המאזנית או חדלות הפירעון התזרימית. גישה מחמירה יחסית תדרוש מידע מבוסס ומהימן, שמקורו בחייב עצמו או בנושיו, לשם הוכחת הקשיים הכספיים. גישה מקלה יותר תסתפק בידע חיצוניות, שמקורן בדו"חות המתפרסמים על ידי גופים רשמיים או בדו"חות של גופים עסקיים-מקצועיים

62 הדרישה לצירוף שלושה נושים שיבקשו יחד את פתיחתו של הליך חדלות הפירעון נדמית במבט ראשון כדרישה המקבילה למבחן האמריקני לייזום הליכי חדלות פירעון על ידי נושים. החוק בארצות-הברית קובע כי בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון (bankruptcy case) תוגש על ידי שלושה נושים או יותר, או על ידי נושה אחד אם מספר נושי החייב (למעט עובדים) קטן מ-12. ראו Bankruptcy Code (1), §303(b)(2). ברם, הצעתי שונה מן המבחן האמריקני בשני עניינים, האחד לחומרא והשני לקולא (מבחינת הנושים-המבקשים): הצעתי אינה מבדילה בין נסיבות שבהן מספר נושי החברה קטן מ-12 לבין נסיבות שבהן מספר הנושים הוא 12 או יותר. לפי הצעתי, בכל מקרה תדרוש בקשת פירוק לפי חלופה זו יוזמה של שלושה נושים או יותר. הטעם לכך הוא שהבחנה לפי מספר הנושים הכולל של החייב קשה ליישום בשלב הגשת הבקשה, בשל בעיית פער המידע שנדרונה לעיל. הנושים המבקשים לייזום הליך של חדלות פירעון אינם יודעים בהכרח מהו מספר הנושים הכולל של החייב. ההבדל השני בין החלופה שהצעתי לבין המבחן האמריקני הוא שהצעתי מסתפקת בעצם הגשת הבקשה בידי שלושה נושים ואינה דורשת מהם (כבחלופה האחרת) להצביע על חדלות פירעון תזרימית של החייב. לעומת זאת, כפי שכבר הוער לעיל בפסקה 7.13, החוק האמריקני דורש מן הנושים-המבקשים להוכיח כי החייב: "is generally not paying such debtor's debts as they become due" כל אימת שהוגשה התנגדות לבקשתם.

המתמחים בהערכת עסקים ושוויים. הפסיקה בישראל אינה דורשת מן הנושה המבקש לשכנע בוודאות את בית המשפט כי החייב הוא חדל פירעון, אך היא דורשת לבסס עניין זה ברמה גבוהה של ראיות.⁶³

7.34 לעניות דעתי, כאשר החייב הוא חברה ציבורית, ראוי לדרוש מן הנושה-המבקש להציג לבית המשפט מידע מהימן, המבוסס על מסמכים רשמיים שיצאו מתחת ידה של החברה האמורה, או מתחת ידיהם של גופים שלטוניים אשר החברה נתונה לפיקוחם. כך, למשל, המידע שיוצג לבית המשפט עשוי להסתמך על הדו"חות הכספיים של החברה שהיא חייבת לדווח ולגלות לשוק ההון לפי דיני ניירות ערך.⁶⁴ לעומת זאת, כאשר החייב הוא חברה פרטית או חייב בשר ודם, אכן הנושה-המבקש ניצב בפני קושי ממשי להשיג מידע מהימן על אודות מצבו הכספי של החייב. לפיכך, דווקא בנוגע לחייבים אלה ראוי להקל מעט על הנושים ולאפשר להם להסתמך אף על מידע חיצוני שלא יצא מתחת ידו של החייב. מידע שמקורו רק בקטעי ידיעות שפורסמו בעיתונות הוא בעייתי כראיה לקשיים כספיים של החייב, בהיותו עדות שמיעה. עם זה, קיימים כיום שירותים להספקת מידע עסקי שהם מקצועיים ומינימיים ועומדים לרשות כל לקוח עסקי הרוכש מנוי לשירות האמור. שירותי מידע אלה עשויים לערוך למען הנושה-המבקש סקירה מקיפה ומבוססת על אודות מצבו הכספי ומצבו המשפטי של החייב, ולהביא לידיעתו אירועים חריגים שאירעו אצל החייב, בעיות תשלום שהחייב סובל מהן, וכיוצא באלה.⁶⁵ סקירות מקצועיות כאמור ראויות להתקבל על ידי בית המשפט כראיה למצבו הכספי של החייב.⁶⁶

3. הוצאות ופיצוי בנוזיקין בשל בקשות סרק

7.35 קיים חשש, שנדון לעיל, בעניין יכולתו של נושה בודד להגיש בקשה לפתיחת הליך מימושי נגד חייב. זה הוא החשש מפני הגשת בקשות סרק, מוקדמות מדי, אשר עלולות להסב לחייב נזק ניכר בעצם הגשתן והתהודה השלילית הנלווית לכך. אמנם, ציינו כי לא פעם רשאי חייב להקדים תרופה לכך ולהגיש בעצמו בקשה להבראתו. ברם, עדיין תיתכן הגשת בקשה מטעם נושה, שעה שהחייב עצמו עדיין אינו זקוק לכל הליך קיבוצי, לשם הפעלת לחץ על החייב שלא כדין.

7.36 המענה המשפטי לחשש זה הוא כפול: ראשית, יש בסמכותו של בית המשפט, המתרשם כי הגשת הבקשה הוגשה באופן בלתי ראוי ובלתי ענייני מצד הנושה, לפסוק הוצאות משפט נגד המבקש. אם הוצאות המשפט שייפסקו יהיו בסכומים גבוהים יירתעו נושים במקרים אחרים להקל ראש ולהגיש נגד חייביהם בקשות בלתי ראויות ובלתי בשלות.⁶⁷ כך אכן קובע כיום חוק חדלות פירעון.⁶⁸ שנית, בית

63 ע"א 1938/11 מגדל הזוהר לבנין בע"מ נ' גוב גיא בע"מ, פסקה 23 (פורסם בנבו, מיום ה' כסלו התשע"ב, 1.12.2011); החלטת הנשיא אורנשטיין בפר"ק (מחוזי ת"א) 59196-02-16, פש"ר 16-03-29644 בעניין אור סיטי נדל"ן מקבוצת ענבל אור בע"מ, פסקה 16 (פורסם בנבו, מיום כ"ו תמוז התשע"ו, 1.8.2016).

64 תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970.

65 ראו, למשל, את המוצר "דוחות מידע עסקי וחוות דעת מקצועיות" המוצע על ידי חברת דן אנד ברדסטריט, זמין באתר: <http://dundb.co.il/uinfo.asp?show=products.asp>.

66 מובן שעורכי סקירות אלה יהיו חשופים לחקירה נגדית מצד החייב המתנגד לבקשה.

67 ראו את הדיון בעניין בקשת הפירוק שהגישה א.פ. השקעות (70) בע"מ נגד הבנק לפיתוח התעשייה ואת סכום ההוצאות שפסק נגדה בית המשפט המחוזי, להלן פסקה 7.39.

68 סעיף 15 לחוק.

המשפט יוכל לפסוק נגד מגיש בקשה בלתי עניינית ובחוסר תום לב פיצוי בנוזיקין לטובת מי שניזוק מבחינה כלכלית מהגשת הבקשה האמורה. לעניות דעתי, שילוב של שני אמצעים אלה יחדיו יסייע לבתי המשפט לעמוד בפרץ ולהדוף מגמות בלתי ראויות של הגשת בקשות סרק, ככל שאלה יונחו לפתחם.

4. בשלות תביעתו של הנושה כתנאי לזכאותו לבקש פתיחת הליך

7.37 עניין נוסף שיש לענות בו הוא השאלה מי ייחשב בדיוק לנושה הכשר להגיש בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון נגד חייב. ככלל, נושה הוא מי שבידיו תביעה נגד החייב, בין תביעה לתשלום כספי ובין תביעה לאכיפת חיוב עֶשֶׂה אשר הפרתו גוררת, בין השאר, סעד כספי.⁶⁹ לפיכך, מלווה שהחייב לא פרע לו את חובו במועד, ודאי ייחשב לנושה הזכאי להגיש בקשה בהתקיים אחת העילות שהוצעו לעיל. גם בעל דין שזכה בדינו נגד החייב ונפסק סכום כסף לטובתו הוא נושה כשר לעניין זה. אך השאלה המתעוררת היא אם אדם הטוען כי הוא נושה בחייב, אך חוב זה שנוי במחלוקת ביניהם, או אדם שהוא נושה מותנה בחייב,⁷⁰ זכאי להגיש בקשה לפתיחת הליך מימושי נגד החייב. ודוק, השאלה המתעוררת אינה אם אדם כאמור זכאי להגיש תביעת חוב נגד חייב שכבר נמצא בהליך של חדלות פירעון (עקב יוזמה של אחרים).⁷¹ השאלה היא אם, מעיקרא, ראוי לאפשר לאדם כאמור ליזום את המהלך הקיבוצי.

על שאלה זו אין תשובה אחידה בשיטות המשפט השונות. בישראל, גם נושה אשר חובו מותנה זכאי להגיש בקשה לפתיחת הליך נגד חייב ובלבד שהגיע מועד פירעון החוב.⁷² כך, למשל, ערב הוא נושה מותנה של החייב כל עוד לא פרע לנושה את הערבות. הערב יוכל לבקש לפתוח הליך של חדלות פירעון נגד החייב אם הגיע מועד הפירעון של החוב כלפי הנושה הנערב. לעומת זאת, נושה שמועד פירעון חובו טרם הגיע אינו זכאי להגיש בקשה לפתיחת הליך נגד החייב, אלא אם כן יוכיח כי החייב

69 שם, סעיף 4 ("נושה" – מי שחייב חב לו חוב; 'חוב' – חוב ודאי או מותנה, קצוב או שאינו קצוב, בין שהגיע מועד פירעונו ובין שטרם הגיע); כהן, לעיל ה"ש 44, בעמ' 170–172.

70 נושה מותנה הוא נושה-בכוח אשר תביעת החוב שלו תהפוך לתביעה בפועל רק בהתקיים תנאי חיצוני בעתיד. ראו ע"א 4226/91, בש"א 888/93 **Froreip Renggli & Partners נ' בנק דיסקונט** (פורסם כנבו, מיום ט"ז אדר התשנ"ד, 27.2.1994). דוגמה מובהקת לנושה מותנה היא ערב שטרם נדרש לממש את הערבות שנתן. רק בהתקיים התנאי של מימוש הערבות ותשלומה לנערב יהפוך הערב לנושה בפועל בחייב, מכוח זכות החזרה העומדת לו לפי סעיף 9 לחוק הערבות, התשכ"ז-1967. על היות תביעה של ערב שטרם פרע את ערבותו חוב בר תביעה בהליך של חדלות פירעון ראו ע"א 4316/90 **הספקה חברה מרכזית לחקלאים בע"מ (בפירוק) נ' אגרא – אבן יהודה אגודה שיתופית בע"מ**, פ"ד מט(2) 133, 145–148 (התשנ"ה-1995).

71 אכן, בישראל, כבארצות רבות אחרות, כל נושה – לרבות נושה מותנה, נושה שחובו טרם התגבש או נושה שחובו בלתי קצוב – זכאי להגיש תביעת חוב. ראו סעיפים 4 (הגדרות "נושה", "חוב"); 210(א) לחוק חדלות פירעון. קדמו להם סעיף 71 לפקודת פשיטת הרגל וסעיף 352 לפקודת החברות. ראו גם עניין **הספקה**, לעיל ה"ש 70.

72 סעיפים 4 (הגדרות "נושה", "חוב"), 9(א), (ג), 109(א), (ב) לחוק חדלות פירעון. קדם להם סעיף 260(ב) לפקודת החברות. סעיף זה דרש מנושה מותנה, המבקש להגיש בקשה לפירוק החברה, להפקיד ערובה לכיסוי ההוצאות.

פועל במטרה להונות את נושיו, להבריח את נכסיו, או שמועד פירעון החוב כלפיו חל בתוך שישה חודשים ממועד הגשת הבקשה והחייב לא יוכל לפרוע לו חוב זה.⁷³

7.38 כאשר אדם טוען לקיומו של חוב של החברה כלפיו, אולם החייב חולק בכנות ובתום לב על עצם קיומו של חוב זה, זכאותו של אותו אדם לבקש פתיחת הליך אמנם אינה נשללת, אך הוא לא יהיה זכאי להסתמך לשם ביסוס בקשתו על "חזקת חדלות הפירעון" הפועלת לטובת נושה שמועד פירעון חובו חלף, והחייב אינו נענה לדרישת התשלום שלו.⁷⁴ בארצות-הברית, רק נושים שחובם אינו שנוי במחלוקת תמת לב ואשר חובם אינו מותנה זכאים לבקש לפתוח בהליך של חדלות פירעון נגד חייב.⁷⁵

(א) הגישה המצמצמת – נושה ודאי שחובו אינו שנוי במחלוקת

7.39 קיימת גישה המבקשת לצמצם את קשת הזכאים לבקש את פתיחתו של הליך חדלות פירעון נגד החייב. רק אדם אשר תביעתו אינה שנויה במחלוקת ואינה מותנית זכאי, לפי גישה זו, לבקש בקשה כאמור. לעומת זאת, אדם אשר עצם תביעתו שנוי במחלוקת לא יהיה זכאי להגיש בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון. טעמים אחדים מוצעים להבחנה זו. הטעם הראשון הוא שההבחנה משקפת תפישה כי בתביעתו של אדם בנסיבות המתוארות יש מעין "פגם" המערער את ההצדקה לאפשר לו לזוּם את ההליך נגד החייב. ההנחה המשתמעת מסייג כאמור היא כי עד שיבורר עצם זכותו של אדם לגבות מן החייב, אין מקום שאותו אדם יוכל לפנות לבית המשפט ולבקש את פתיחתו של הליך העוצר את ניהול העסקים השוטף של החייב. סוף סוף, ייתכן שאדם זה, הטוען לזכאות כספית מן החייב, אינו זכאי לתשלום כלשהו מן החייב. זאת, בין משום שטענותיו ייהדפו במהלך בירור משפטי, והחייב יתגונן בהצלחה, ובין משום שהתנאי החיצוני לשכלול תביעתו לא יתקיים. כל עוד לא הוכררה זכותו, יהיה אפוא מוקדם מדי להתיר לאדם כאמור לפעול נגד החייב.

73 סעיפים 9(ג), 109(ב) לחוק חדלות פירעון. בשונה מחוק זה, סעיף 260(ב) לפקודת החברות לא הגביל נושה, שמועד פירעון חובו טרם הגיע, מלהגיש בקשה לפירוק החברה לפי הזמן שנותר עד למועד פירעון חובו. כל שדרשה פקודת החברות הוא שנושה כאמור, המבקש להגיש בקשה לפירוק החברה, יפקיד ערובה לכיסוי ההוצאות.

74 סעיפים 10(א), 110(א), 109(א) לחוק חדלות פירעון. לפי הדין הקודם, נושה שחובו שנוי במחלוקת כנה לא היה זכאי להגיש בקשת פירוק. ראו ע"א 312/07 ערבבות פיתוח הנגב והשפלה (1995) בע"מ נ' מנור (פורסם בנבו, מיום ח' שבט התשס"ט, 2.2.2009); ע"א 55/62 שטיינבאום נ' "צבע" תעשייה מזרחית לצבעים, פ"ד טז 574 (התשכ"ב-1962); ע"א 175/68 בנק קרדיט לישראל בע"מ נ' שמאי קטן בע"מ, פ"ד כב(2) 444, 442 (התשכ"ח-1968); ע"א 138/79 תומר מוצרי עור בע"מ נ' לוינסקי, פ"ד לה(1) 409 (התשמ"א-1980); רע"א 769/98 טל, הנחת כבלים בע"מ נ' קטלנה, מימון בע"מ (פורסם בנבו, מיום ה' ניסן התשנ"ח, 1.4.1998); פש"ר (מחוזי ת"א) 1056/05, בש"א 2154/05 שיווק ישיר בשרון בע"מ נ' פרסומי פסגה הוצאה לאור בע"מ (פורסם בנבו, מיום ז' אדר א' התשס"ה, 16.2.2005); פש"ר (מחוזי נצ') 342/05 כרדוש נ' כרדוש ושות' בע"מ (פורסם בנבו, מיום ז' ניסן התשס"ו, 5.4.2006); פש"ר (מחוזי ת"א) 2203/04 איזנברג נ' דיאקום בתקשורת (2000) בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ט טבת התשס"ה, 10.1.2005).
75 Bankruptcy Code §303(b)(1). לבחינה ביקורתית של השאלה מהי מחלוקת בתום לב על עצם קיום החוב, ראו Lawrence Ponoroff, *Involuntary Bankruptcy and the Bona Fides of a Bona Fide Dispute*, 65 IND. L.J. 315 (1990).

הטעם השני הוא שאם יתאפשר לאדם, שעצם זכותו כלפי החייב שנוי במחלוקת, לבקש לפתוח הליך חדלות פירעון נגד החייב, יהיה בכך משום קיצור דרך דיוני בלתי ראוי. למעשה, דיון בבקשה זו ידרוש קיום דיון מקדמי פנימי בעצם התביעה של המבקש. הבקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון תהפוך אפוא לשלב דיוני של בירור תביעה אזרחית. בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון אינה ההליך המתאים לבירור כאמור. בירור כאמור דורש לא-אחת הבאת ראיות ובחינת מהימנותן והוא דורש זמן. בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון, לעומת זאת, צריך שתהא שלב דיוני קצר באופן יחסי. בדיון בה יש לשקול את מצבו הכלכלי של החייב ולהחליט אם ראוי לפתוח הליך קיבוצי בנוגע לו. בירורים מקדמיים על אודות שייכותו של המבקש להליך צריך שיעשו בדיון האזרחי הרגיל – כלומר, בתובענה מסודרת שסופה בקבלת פסק דין.

טעם שלישי לצמצום קשת הזכאים לבקש פתיחת הליך של חדלות פירעון הוא החשש מפני הגשת בקשות סרק. אם יותר לערוך בירור בדבר עצם התביעה כמהלך הדיון בבקשה לפתיחת הליך חדלות פירעון, יוחרף החשש כי גורמים רבים ינצלו לרעה הליך כאמור ויגישו בקשות סרק. בגלל ההשפעות הכלכליות השליליות על חייב של בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון,⁷⁶ עלול כל בעל דברים עם החייב להפוך את הבקשה למכשיר לחץ נגד החייב למען יתפשר עמו וייעתר למבוקשו. החייב יסכים לפשרות בלתי הוגנות מבחינתו ובלבד שבעל הדברים האמור יסיר מעל צווארו את האיום בדבר הליך חדלות הפירעון. דוגמה מובהקת לניסיון להפעיל לחץ כאמור היא הבקשה שהוגשה לפירוק הבנק לפיתוח התעשייה.⁷⁷ בעניין זה הייתה חברת א.פ. השקעות (70) בע"מ לקוחה של הבנק. כלקוחה של הבנק, נטלה החברה אשראי מן הבנק ושעבדה לו נכס מקרקעין כביטחון לפירעון ההלוואה. התברר כי הבנק פנה פעמים אחדות לחברה בדרישה כי תפרע את חובה אך החברה לא פרעה את החוב. משנודע לחברה בשנת 2002 כי הבנק נקלע לקשיים כספיים, מיהרה החברה לבקש את פירוקו בטענה שהיא "נושה" בבנק. הטענה המשפטית של החברה הייתה: כל עוד החברה לא פרעה לבנק את חובה, עלול הבנק לממש את המקרקעין המשועבדים לו. מכיוון שערכם של המקרקעין גבוה משיעור החוב של החברה לבנק, תיווצר חובת השבה של הבנק כלפי החברה של הסכום העודף שיתקבל מן המימוש. באשר לחובת השבה זו, החברה "נושה" אפוא בבנק. ניכר לעין כול כי טענה משפטית פתלתלה זו אינה אלא ניסיון ציני להפוך את היוצרות ולהלביש את החייב האמיתי (א.פ. השקעות) במלבושי הנושה. התברר כי בקשת פירוק זו נועדה להפעיל לחץ על הבנק להתפשר עם החברה ולוותר לה על חלק מחובה כלפי הבנק. טוב עשה אפוא בית המשפט המחוזי עת דחה את הבקשה בחרי-אף, ראה בה ניצול בחוסר תום לב של בקשת הפירוק, וחייב את החברה המבקשת בהוצאות משפט בסכום גבוה.⁷⁸ אכן, פרשה זו תלמדנו מה רב החשש מפני ניצול לרעה של בקשות לפתיחת הליכי חדלות פירעון. אחת הדרכים למתן חשש זה היא באמצעות צמצום קשת הזכאים לבקש את פתיחתו של הליך כאמור וייחוד

76 על ההשפעות השליליות על חייב עקב הגשת בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון נגדו, ראו לעיל פסקה 7.23.

77 פש"ר (מחוזי ת"א) 1828/02 א.פ. השקעות (70) בע"מ נ' הבנק לפיתוח התעשייה בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ו אלול התשס"ב, 3.9.2002).

78 שם.

הבקשה רק לנושה ודאי אשר תביעת החוב שלו כלפי החייב אינה מותנית ואינה שנויה במחלוקת.⁷⁹ דרך נוספת להתמודד עם ניצול לרעה כאמור היא באמצעות הסמכת בית המשפט לפסוק הוצאות של ממש וכן פיצוי נזיקי נגד מגיש בקשה לפתיחת הליך בחוסר תום לב, לטובת הצד שנפגע מהגשת בקשה כאמור.⁸⁰

(ב) הגישה המוצעת – זכאות עניינית לפי העילה

7.40 כנגד הגישה הדוגלת בצמצום זכאותם של בעל חוב שנוי במחלוקת ושל נושה מותנה לבקש פתיחה של הליך חדלות פירעון נגד החייב, אני מבקש להציג גישה שונה מעט. גישה זו אינה מרחיבה ואינה מצמצמת. היא נדרשת לעילות שהצעת העילה לעיל כעילות הראויות לפתיחת הליך של חדלות פירעון על ידי נושה⁸¹ ומתוכן גוזרת את התשובה לשאלה מי הם הראויים להגיש את הבקשה. לפי גישתי, הזכאות להגשת הבקשה צריך שתתרחב או שתתכווץ לפי העילה המסוימת המשמשת בסיס להגשתה. אבהיר דבריי: הצעת העילה כי יהיה אפשר לבקש לפתוח הליך של חדלות פירעון נגד חייב בהתקיים אחת משתי חלופות: (א) כאשר יוצג לבית המשפט כי החייב הוא חדל פירעון מבחינה מאזנית או מבחינה תזרימית, או (ב) כאשר שלושה נושים או יותר שהגיעו מועדי פירעון חובותיהם ולא נפרעו, יגישו בקשה יחד. לעניות דעתי, כל אחת משתי עילות אלה מובילה לידי מסקנות שונות בדבר זהות הנושה הזכאי להפעילה.

(1) חדלות פירעון מאזנית או תזרימית

7.41 עילה זו מתבססת על מידע המתייחס למצבו של החייב. עילה זו מקימה זכות לפתוח בהליך קיבוצי של פירוק אם יוברר לבית המשפט כי החייב נתון במשבר כספי רב-צדדי וזקוק לטיפול משפטי הולם. מכיוון שמצבו הכספי העובדתי של החייב הוא המודגש בעילה זו, דומני כי תיוודע לזהותו של

79 אכן, לפי שיטה זו, "חוב שנוי במחלוקת" אשר ימנע הגשת בקשה לפתיחתו של הליך חדלות פירעון הוא רק חוב השנוי במחלוקת בתום לב. כלומר, קיימת מחלוקת אמיתית וכנה בדבר חבותו של החייב כלפי בעל דינו. כשם שאין לעודד ניצול לרעה של ההליכים על ידי הטוען כי הוא נושה, כך אין לאפשר לחייב לחמוק בתואנות שווא מבקשות שהוגשו נגדו. לפיכך, כאשר מנסה החייב להתכחש לקיום החוב רק כדי לסכל את הבקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון, לא יהיה זה חוב השנוי במחלוקת בתום לב ולכן הבקשה תיחשב לכשרה. להגדרת מחלוקת בתום לב על קיומו של החוב ולפרשנותה, ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 2402/08 בנק דיסקונט לישראל בע"מ נ' מגדל הזוהר לבנין בע"מ (פורסם בנבו, מיום י' טבת התשס"ט, 6.1.2009); Michael D. Fielding, *Preventing Voluntary and Involuntary Bankruptcy Petitions by Limited Liability Companies*, 18 BANK. DEV. J. 51, 77, n. 36 (2001) ("A 'bona fide dispute' has been interpreted by several courts as constituting a factual or legal dispute as to the validity of a debt, and the court only needs to determine if there is actually a dispute (and not its outcome)... The procedure for determining a bona fide dispute is relatively simple. A creditor filing an involuntary bankruptcy must prove a prima facie case of no bona fide dispute... If this is done, the debtor must then prove that there is an actual dispute over the claim. Id. Although the court will not resolve the dispute, it may, out of necessity, conduct a limited analysis of the underlying legal claims and factual disputes").

80 לעיל פסקאות 7.35–7.36.

81 לעיל פסקאות 7.30–7.32.

מבקש הפירוק חשיבות משנית בלבד. אם, מבחינה עובדתית, החייב נתון בקריסה כלכלית, מה לי נושה ודאי ומה לי נושה מותנה או נושה שחובו שנוי במחלוקת? גם אם יתברר, בסופו של דבר, כי המבקש אינו נושה ודאי של החייב, ומה בכך? סוף סוף, אם החייב אכן הגיע לשלב כלכלי שבו ראוי לטפל בו באמצעות הליך משפטי קיבוצי, טוב שהוחל בכך ויפה שעה אחת קודם! לפיכך, בקשה הנשענת על עילת חדלות פירעון או חדלות פירעון תזרימית ראויה להידון אפילו הוגשה על ידי נושה שחובו שנוי במחלוקת, נושה מותנה או נושה עתידי.

7.42 טלו, למשל, את עניין **הבנק לפיתוח התעשייה** שתואר לעיל.⁸² לגופו של עניין, הבנק אמנם נקלע לקשיי נזילות חמורים והתקשה לפרוע את חובותיו כלפי נושים שונים. קשיים אלה נודעו ברבים.⁸³ בנסיבות אלה, דומה כי הכנסת הבנק להליך משפטי קיבוצי היא הפעולה הנדרשת והיעילה. השאלה מיהו זה ואיזה הוא אשר יכניס את הבנק להליך של חדלות הפירעון היא טפלה בחשיבותה. לפיכך, לכאורה, ניתן לטעון כי אף שחברת א.פ. השקעות אינה נושה אמיתי של הבנק, אף לא נושה מותנה, בקשתה לפרק את הבנק הייתה מוצדקת ולא היה ראוי לדחותה על הסף מחמת מעמדה המפוקפק של המבקשת.⁸⁴ לשון אחר, הטיעון הוא כי לא זהותו של המבקש היא החשובה כי אם מצבו הכלכלי של החייב בלבד.

7.43 יתרה מזו, לפי טיעון כאמור, ניתן למעשה להוסיף כל אדם בעולם לרשימת המבקשים הזכאים לפתוח הליך של חדלות הפירעון נגד החייב. אם אמנם מהות העילה היא החשובה, ולא זהותו של מבקש הבקשה, כי אז ניתן לסבור שכל אדם מן היישוב המזהה את קשייו הכספיים של חייב והמסוגל להציג נתונים כאמור לבית המשפט יוכל לבקש לפתוח נגד החייב הליך של חדלות פירעון. בנסיבות כאמור, ידמה המבקש מבחינה רעיונית לעותר הציבורי לבג"ץ. ואמנם גם בעתירות לבג"ץ, הוויתור על זכות העמידה המסורתית וההכרה בעותר הציבורי נובעים מביכור עילת ההתערבות השיפוטית על פני זהותו האישית של מבקש הסעד השיפוטי.⁸⁵ לכאורה, גם באשר לחייבים חדלי פירעון ניתן לסבור שמחמת החשיבות שבשימור ערכו הכלכלי של חייב הנתון בקשיים, ומניעת דרדורו הנוסף, ראוי לדין לאפשר לכל אדם מן היישוב המסוגל להוכיח את קשיי החייב להכניסו להליך קיבוצי המשמר ערך כאמור. ברם, לטעמי האיש, גישתי המוצעת לעיל אינה מביאה לכלל מסקנה כאמור בדבר ויתור מוחלט של שאלת זהותו של מבקש הבקשה. לעניות דעתי, לא "מבקש מן היישוב" ולא חברת א.פ. השקעות בעניין **הבנק לפיתוח התעשייה** זכאים לבקש פתיחה של הליך חדלות פירעון. בכל הכבוד להשוואה בין דיני חדלות הפירעון למשפט הציבורי, אין לשכוח כי דיני חדלות הפירעון עודם ניצבים בעיקרם בתחומי המשפט המסחרי ובמגזר הפרטי. בסופו של דבר, מדובר בדינים העוסקים בזכויות

82 פסקה 7.39.

83 **בנק ישראל** – נתונים עיקריים על הבנקים, נכון ליום 30.6.2002, כפי שפורסמו באתר: http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/pikuah/nat_bank/20020630/7001.htm

84 אכן, לנוכח חדלות הפירעון של הבנק לפיתוח התעשייה, הדבר היחיד שמנע בסופו של דבר את כניסת הבנק להליך פירוק היה תמיכה כספית שהבנק קיבל ממדינת ישראל. ראו החלטת הממשלה ה-30, בראשות אריאל שרון, מס' 741 (מיום כ"ג אב התשס"ג, 21.8.2003), כפי שהתפרסמה באתר: www.gca.gov.il/GCA/Privitizations/BankBalal/BankHomePage.htm

85 זאב סגל **זכות העמידה בבית המשפט הגבוה לצדק** 159–181 (התשמ"ו).

כלכליות, בין כספיות ובין אחרות, של קבוצות ענייני הקשורות לעסק הפועל במשפט הפרטי. הנושאים הנדונים בדיני חדלות פירעון הם רבי חשיבות לקבוצות הענייני האמורות ומשפיעים בהחלט על מעמדו הכלכלי של החייב. אך, בכל הכבוד, נושאים אלה אינם ענייני ציבורי כללי, משל היו נושאים הנוגעים לשלטון החוק ותקינותו. לא כל אדם מן היישוב, בעל מצפון ותודעה אזרחיים, חיוביים ככל שיהיו, חייב להתערב ולריב את ריבן של קבוצות הענייני השונות הקשורות לחייב. די לה למערכת המשפט שקבוצות ענייני אלה יריבו את ריבן (ופעמים רבות, אף יריבו בינן לבין עצמן). אין צורך בהכרה במעין "אפוטרופוס" מן היישוב בעבורן. לפיכך, לטעמי, אף בהקשר של בקשות לפתיחת הליך של חדלות פירעון, לא יהיה זה נכון לוותר על הדרישה בדבר זכות העמידה המסורתית של המשפט הפרטי. כלומר, רק אישיות אשר יש לה דין ודברים (lis, בלע"ז) אישי עם החייב הנדרן תהיה זכאית לבקש לפתוח נגדו הליך בהתקיים העילה של חדלות הפירעון המאזנית או התזרימית. אמנם, בעיניי, מהות העילה מרחיבה את קשת המבקשים האפשריים, באופן שתכלול אף את הנושה שחובו שנוי במחלוקת או נושה מותנה. כל אחד מאלה חושש, ובצדק, שבהתחשב בקשיים הכספיים שאליהם נקלע החייב, אין לו עוד זמן לבירור טיב זכויותיו כלפיו. עד שזכויותיו יתבררו, עלול החייב להיוותר בחוסר כול ולא יהיה לנושה ממה לגבות. לפיכך, דין הוא כי נושה לכאורה כאמור יוכל להכניס את החייב להליך הקיבוצי בשל מצבו הכספי המוערער ולהמשיך לברר את זכויותיו כלפי החייב כאשר זכויות יתר הנושים כפופות למהלך הקיבוצי, בלי שאחד מהם יוכל למהר ולגבות לפני אותו נושה לכאורה.⁸⁶

לעומת זאת, ניסיונה של חברת א.פ. השקעות להכניס את הבנק לפיתוח התעשייה להליך של פירוק שונה מבקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון המוגשת על ידי אחד מן הנושים לכאורה האמורים. אמנם, גם בעניין **הבנק לפיתוח התעשייה** הורו הנסיבות כי התקיימה עילה לפירוק, אולם קיומה של העילה אינו ראוי לשמש פתח להתחמקות של החייב מתשלום חובותיו לבנק הנתון בקשיים. סוף סוף, כפי שהובהר לעיל,⁸⁷ א.פ. השקעות הגישה בקשת פירוק לא משום שסברה כי נחוץ, בשל מצבו, להכניס את הבנק להליך קיבוצי, כי אם כדי ללחוץ עליו להתפשר עמה ולהפחית את סכום חובה כלפיו. זהו בעליל שימוש חסר תום לב בבקשת פירוק, ויש לשלול ניסיונות כאלה מכול וכול. **הרחבת הזכאות להגיש בקשה לפתיחת הליך בגין עילה של חדלות פירעון מאזנית או בגין חדלות פירעון תזרימית אינה מייתרת את הדרישה הבסיסית להגיש את הבקשה בתום לב.** לשיטתי, תום לב בהקשר זה משמעו כי הבקשה הוגשה מטעם ענייני – כלומר, מתוך כוונה כנה של המבקש להכניס את החייב להליך קיבוצי, ולא כמנוף טקטי לחילוץ הטבות פרטיות מן החייב הנתון בקשיים.⁸⁸

86 עם זה, מכיוון שתביעת החוב טרם הוכחה כאמור, רשאי הדין לסייג את זכותו של נושה, שחובו שנוי במחלוקת או שהוא נושה מותנה, ולדרוש ממנו הפקדת ערובה בבית המשפט כתנאי להגשת בקשה על ידיו. אכן, זו הייתה הוראתו של סעיף 260(ב) לפקודת החברות.

87 פסקה 7.39.

88 עם זה, כאשר מתגלה לבית המשפט כי קיימת עילת לפתיחת הליך של חדלות פירעון, אלא שהחייב המתגונן מבקש להדוף את הבקשה בטענות דיוניות שמטרתן לקעקע את טענת המבקש שהוא נושה שלו, בהיותו נושה בחייב אחר אשר הוא נושה של החייב המתגונן, עשוי בית המשפט לעתים לאשר מכל מקום את הבקשה ולא לאפשר לחייב לחמוק מן הצו הראוי לו. ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 1145/04 **שגב נ' זאבי**

(2) שלושה נושים או יותר המבקשים יחד

7.44 עילה מוצעת זו נסמכת על ההסתברות הגדלה והולכת לקיומה של בעיית תשלומים קיבוצית אצל החייב ככל שנושים רבים יותר, שלא נפרעו מן החייב, מגישים יחד בקשה נגדו לפתיחת הליך של חדלות פירעון. עילה זו לא תדרוש הוכחת נסיבות כלכליות פרטניות של החייב מלבד העובדה שהבקשה הוגשה בידי נושים אחדים יחדיו. מכיוון שהעילה נשענת על זכויות של נושים אחדים לפירעון שלא התממשו, יש לצמצם את השימוש בעילה זו רק לנושים שזכותם לפירעון מן החייב אינה מוטלת בספק. נושה שתבע מן החייב תשלום המגיע לו ולא נפרע, יוכל להצטרף לשני נושים נוספים כאמור ולהגיש בקשת פירוק. ברם, נושה שחבות התשלום כלפיו מוטלת לפי שעה בספק, בין מחמת שהוא נושה מותנה ובין מחמת שתביעתו שנויה במחלוקת בתום לב, אינו נושה שאי התשלום כלפיו משמש רכיב הסתברותי מצטרף להוכחת מצבו הכספי הרעוע של החייב. אי התשלום כלפיו נובע כנראה מן הטעם שחובו המותנה טרם הבשיל לכדי חוב ודאי, או מחמת שהחייב מכחיש, בתום לב, את עצם חבותו כלפיו. משום כך, לא יהיה נכון למנות את תביעת התשלום של נושה כאמור עם שלוש התביעות הנחוצות של נושים שלא נפרעו. נושה כאמור לא יהא זכאי להצטרף לשני נושים נוספים ולזמן את החייב להליך של חדלות פירעון מחמת אי התשלום לשלושתם. לשם הגשת בקשה על סמך העילה המוצעת, יהיה אפוא אפשר לצרף רק תביעות תשלום של נושים ודאיים שתביעתם כבר בשלה אך לא נענתה על ידי החייב.

(ג) סיכום

7.45 אשוב עתה ואדרש להוראות חוק חדלות פירעון בעניין. החוק אינו שולל את יכולתו של נושה, גם אם חובו שנוי במחלוקת בתום לב, להגיש בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון.⁸⁹ אם החייב הוא חדל פירעון מבחינה כלכלית והנושה שחובו שנוי במחלוקת מסוגל להוכיח את חדלות הפירעון של החייב, הוא יהיה רשאי להגיש בקשה לפתיחת הליך. ברם, אם טענתו של הנושה האמור נסמכת רק על החוב כלפיו, שלא נפרע למרות דרישותיו, הוא לא יישמע בבקשה לפתיחת הליך. חוב שנוי במחלוקת, כשלעצמו, לא יבסס עילה לפתיחת הליך. הבחנה זו בין העילות השונות, אשר עליהן יהיה נושה שחובו שנוי במחלוקת רשאי להסתמך ולבקש פתיחת הליך או שלא יורשה לכך, היא אימוץ אפוא של שיטתי ושל טענותיי הנזכרות לעיל.

7.46 עם זה, החוק מגביל את זכותו של נושה, שחובו אינו שנוי במחלוקת אולם מועד פירעון חובו טרם הגיע, להגיש בקשה לפתיחת הליך. נושה זה לא יהיה זכאי להגיש בקשה לפתיחת הליכים אלא אם כן יוכיח כי החייב פועל במטרה להונות את נושיו, להבריח נכסים מנושיו, או שהחוב כלפי הנושה המבקש אמור להיפרע בתוך שישה חודשים מיום הגשת הבקשה והחייב לא יוכל לפרועו.⁹⁰ לו היה

נאמנות ומימון (1959) בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ג תשרי התשס"ה, 28.9.2004). השוו עוד תקנה 10(א) לתקנות הפירוק (בעניין סמכות בית המשפט לצוות על חילופי מבקש הפירוק ועל המשך דיון בבקשה).
89 ואולם, מחלוקת בתום לב על קיום החוב תמנע מן הנושה המבקש ליהנות מהחזקה בדבר "חדלות פירעון" הקבועה בסעיפים 10(א), 110(א) לחוק.
90 שם, סעיפים 9(ג), 109(ב).

החוק מגביל גם את זכותו של נושה זה מלהסתמך על דרישת תשלום שלא נענתה כעילה להגשת בקשה לפתיחת הליכים, ניחא. יש לכך הצדקה, שכן טרם הגיע מועד התשלום כלפיו. ואולם, אין הצדקה להגביל את זכותו של נושה כאמור מלהגיש בקשה לפתיחת הליך אם יש בידו להוכיח את חדלות הפירעון הכלכלית של החייב. משהוכחה מציאות כלכלית כאמור, יש לאפשר גם לנושה כאמור ליזום בבית המשפט נקיטת הליך קיבוצי אשר נדרש לשם התמודדות עם חדלות הפירעון של החייב. כך, למשל, אם החייב הוא חדל פירעון מבחינה מאזנית, אך טרם הגיע מועד הפירעון לנושה מסוים, מדוע יימנע מנושה זה – אשר ער לכך כי השמיכה קצרה מדי ואין עוד באמתחתו של החייב די שווי רכושי לפרוע את כל חובות נושיו – לבקש לפתוח בהליך קיבוצי בעניינו של החייב, לטובת כל נושיו ללא יוצא מן הכלל?⁹¹

ה. יוזמת נושה לפתיחתו של הליך הבראה

1. הבסיס החקיקתי

(א) טרם החוק

7.47 באופן מסורתי, הליך הבראה של חייב היה מוכר כהליך שניזום, נפתח ומובל על ידי החייב. יוזמה לשיקום של חייב תגיע מן הסתם מצידו של החייב. הוא המעוניין בכך. את הנושה מעניין בעיקר פירעון חובו, ושרידותו הכלכלית של החייב מעניינת אותו פחות. בקשת הבראה היא בקשה המוגשת אפוא כמעשה שבשגרה על ידי החייב, בין חייב בשר ודם ובין חייב שהוא תאגיד. כך אכן מקובל, מבחינה מעשית, בישראל וברחבי העולם. אשר על כן, הגשת בקשה לפתיחתו של הליך הבראה על ידי נושה נתפשת כמהלך בלתי שגרתי, אם לא למעלה מכך. תמיהה כאמור ביטא בית המשפט המחוזי בעניין **אנגל משאבים**.⁹² בית המשפט דחה בקשה לפתיחת הליך הבראה שהוגשה על ידי נושים של החברה, בהביעו תמיהה על הגשת בקשה כאמור, שכן בקשות להבראה מוגשות על ידי החברה עצמה ולא על ידי נושיה.

7.48 אכן, מנהג העולם ככל הנראה לא ישתנה בעניין זה. מבחינה מעשית, בקשות הבראה הן עניין לחייבים לענות בו וליזום אותו.⁹³ ברם, מבחינה משפטית צרופה, האפשרות של נושה להגיש בקשה להבראת חברה, גם אם אין היא בקשתו השגרתית של נושה, הייתה קיימת. סעיף 350 לחוק החברות לא פירש מעולם מיהו זה אשר מוסמך לבקש לפתוח הליך מכוחו. הדברים פורשו באופן משתמע בלבד. כל שקבע הסעיף הוא כי משהוגשה לבית המשפט בקשה לאשר הסדר בין חברה לנושיה, או בין חברה לבעלי מניותיה, רשאי בית המשפט להורות על כינוס אסיפות של הנושים או של בעלי המניות לדיון

91 עניין **אור סיטי נדל"ן מקבוצת ענבל אור בע"מ**, לעיל ה"ש 63, פסקה 17 (בעניין חשיבותם של הגמישות ושל שיקול הדעת של בית המשפט לתת מענה לנסיבות הכלכליות המגוונות של חייבים שעניינם עשוי להיות מובא לפניו).

92 פר"ק (מחוזי ת"א) 3478-04-10 **פסגות קופות גמל נ' אנגל משאבים ופיתוח בע"מ** (פורסם בנבו, מיום ד' אייר התש"ע, 18.4.2010).

93 עניין זה יידון בהרחבה בפרק שמיני.

בהצעת ההסדר. ברם, מיהי האישיות אשר זכאית להגיש בקשה כאמור לבית המשפט – סתם המחוקק ולא פירש.⁹⁴ ההנחה המקובלת לאורך השנים הייתה כי החברה החייבת היא המגישה את הבקשה לפתיחת ההליך להבראתה.⁹⁵ ואולם, המתבונן היטב בתקנות ההבראה ילמד כי תקנה 10 מתייחסת לבקשה לפתיחתו של הליך הבראה שהוגשה לבית המשפט שלא על ידי החברה. תקנה זו מלמדת כי המחוקק איפשר גם לגורם אחר להגיש בקשה לפתיחת הליך הבראה של החברה. אין הכוונה כי כל אדם יהיה רשאי להגיש בקשה כאמור. עדיין נדרשות יריבות ונגיעה משפטית לשם הגשת הבקשה בעניינה של החברה.⁹⁶ גורם נוסף, לבד מן החברה, אשר יהיה רשאי להגיש בקשה לפתיחת הליך בעניינה, מכוח תקנה 10 האמורה, הוא נושה של החברה.⁹⁷

7.49 עניין זה אינו אחיד בשיטות המשפט השונות בעולם. באנגליה, קיימת זכות גם לנושה לבקש לפתיחת הליך administration.⁹⁸ לעומת זאת, בארצות-הברית, רק החייב זכאי להגיש בקשה לפתיחת הליך לפי Chapter 11 (חייב שהוא תאגיד) או Chapter 13 (חייב כשר ודם). גם בקנדה נושה אינו רשאי להגיש בקשה לפתיחת הליך הבראה לפי ה-BIA, אם כי בהליך ההבראה לפי ה-CCAA יש גם לנושה זכות להגיש בקשה הגם שהשימוש בזכות זו הוא נדיר.⁹⁹

(ב) חוק חדלות פירעון

7.50 החוק מקצין את אפשרותו של הנושה להגיש בקשה באשר לחייב באופן שרציתו והגיונו מוטלים בספק רב. החוק אינו מבחין כלל ועיקר בין בקשה לפתיחת הליך הבראה לבין בקשה לפתיחת הליך מימושי. חייב או נושה רשאים לפנות לבית המשפט בבקשה למתן צו לפתיחת הליך של חדלות פירעון בעניינו של החייב.¹⁰⁰ דא עקא, בבקשה זו אין המבקש רשאי לבקש מבית המשפט לנתב בהכרח את החייב לכיוון הבראה או לכיוון מימוש.¹⁰¹ את ניתוב ההליך מותר המחוקק באופן בלעדי

- 94 אמנם, סעיף 350(ב) לחוק (טרם תיקון מס' 19) וסעיף 350 לחוק (בעקבות תיקון מס' 19) הורו כי משהוגשה בקשה לאישור הסדר, רשאי בית המשפט, לבקשת החברה, לצוות גם על הקפאת הליכים לקידום הליך ההבראה ואישור תכנית ההבראה. ואולם, גם סעיף זה עדיין יוצא מנקודת ההנחה כי בקשה לאישורה של תכנית הבראה כבר הוגשה קודם לכן על ידי גורם כלשהו שאינו מפורש בסעיף.
- 95 עניין אנגל משאבים, לעיל ה"ש 92; יחיאל בהט הבראת חברות 329–330 (התשע"ג).
- 96 על דרישת היריבות ראו גם לעיל בפסקה 7.43.
- 97 פר"ק (מחוזי ת"א) 36681-04-13 בעניין אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ (פורסם בנבו, מיום א' תמוז התשע"ג, 9.6.2013). ראו גם פר"ק (מחוזי ת"א) 4089-12-12 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' קמור (פורסם בנבו, מיום כ"ג כסלו התשע"ג, 7.12.2012); פר"ק (מחוזי י-ם) 26836-07-14 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' חברת דואר ישראל בע"מ (פורסם בנבו, מיום ט' אלול התשע"ד, 4.9.2014).
- 98 .Insolvency Act, 1986, Schedule B1 ¶ 1
- 99 .BIA §50(1); CCAA §§ 4, 5
- 100 סעיף 6 לחוק חדלות פירעון.
- 101 ואולם, אם המבקש הוא החייב התאגידי, הוא רשאי לכלול בבקשתו בקשה שבית המשפט יורה על הפעלת החברה עד לגיבושה של תכנית הבראה בעניינה.

לבית המשפט.¹⁰² הבקשה כשלעצמה היא אחידה ואינה מפרידה בין מתווה מימוש למתווה הבראה. עניין זה מעורר שאלות וקשיים. ראשית, הגשת בקשה לצו לפתיחת הליך של חדלות פירעון בעניינו של החייב, בלי לציין מהו המתווה המבוקש על ידי המבקש, יוצרת תמריץ שלילי למבקש. נושה שמבקש לקדם הליך מימושי אכן עשוי להגיש בקשה למתן צו בעניינו של החייב ולקוות כי בית המשפט יורה על מתווה מימושי. ברם, עניינו בדיון זה הוא דווקא בנושה שמבקש לפתוח הליך קיבוצי בעניינו של החייב אך אינו מעוניין במתווה מימושי, כי אם בקידומו של מהלך הבראה שישיא את ערך החברה גם לנושה. נושה כאמור ניצב כעת לפני אפשרות להגיש בקשה שתוצאתה השיפוטית רחוקה מלהיות ודאית. למעשה, בקשתו היחידה לפי החוק היא להכניס את החייב להליך קיבוצי, אך אין לו כל צל של ידיעה מה יהיה אופיו של אותו הליך קיבוצי. מבחינת המבקש-בכוח, קיים סיכון של ממש שבית המשפט ייעתר לבקשה ויורה על פתיחת הליך, אך דווקא במתווה המימושי. לא זהו מבוקשו של הנושה. חשש כאמור עלול דווקא להרתיעו מלהגיש בקשה, גם אם בשלה השעה לכך. הנושה אינו מעוניין בדרדור החברה למתווה מימושי באופן שתאבד ערך כלכלי ניכר כתוצאה מהפסקת פעילותה השוטפת של החברה ותאבד את עתידה. לפיכך, דווקא החוק, אשר לכאורה מבסס ומרחיב את זכות הנושה להגיש בקשה לפתיחת הליך בעניינו של החייב, בא אולי לברך אך יצא מקלל בהשפעתו על התמריצים לייזום הליך הבראה.¹⁰³

7.51 שנית, כפי שכבר הערתי בפרק רביעי, אין מוכר לנו דגם דומה של פתיחת הליכים בשיטות המשפט המובילות בעולם האנגלו-אמריקני שאליו משתייך המשפט הישראלי. דגם כאמור קיים בחוק הגרמני,¹⁰⁴ ובמידת-מה גם במשפט הצרפתי.¹⁰⁵ ואולם, שאלה היא אם ראוי להעתיק דגם זה מן המשפט הקונטיננטלי האירופי. מערכת השפיטה שם אינה דומה למערכת השפיטה שלנו ושיקול הדעת השיפוטי שם הוא שונה. אכן, ההחלטה בגרמניה אם לנתב את ההליך למתווה מימושי או למתווה של הבראה היא החלטה ששמורה על פי חוק לנושים, וכלל לא לבית המשפט.¹⁰⁶ כלומר, יש שם הטיה מובנית של קביעת מתווה ההליכים לפי עמדת הנושים. נמצאנו למדים כי אפילו הדגם הבסיסי, ששימש כהשראה לחוק, הוא שונה. יתרה מכך, אין בידינו ממצאים ומחקרים עובדתיים המלמדים עד כמה מצליח החוק הגרמני לתעל את הצדדים ולהמריצם לקדם הליכי הבראה באופן מוצלח, בהשוואה למתווה המימושי. ההסתמכות בעניין זה על החוק היבש לבדו, ללא הכרה מקרוב של ההתנהלות

102 סעיפים 23(א), 24 לחוק חדלות פירעון. דברים אלה יפים באשר למתן צו לפתיחת הליכים בעניינו של חייב שהוא תאגיד. תוכנו של צו לפתיחת הליכים בעניינו של חייב בשר ודם הוא אחיד. שם, סעיפים 105, 116.

103 דברים אלה נכונים ביתר שאת באשר לתמריצים השליליים שחוק חדלות פירעון יוצר לחייבים לייזום הליך הבראה בענינם. נושא זה יידון בהרחבה בפרק שמיני.

104 InsO §13

105 Robert F. Weber, *Can the Sauvegarde Reform Save French Bankruptcy Law? A Comparative Look at Chapter 11 and French Bankruptcy Law from an Agency Cost Perspective*, 27 MICH. J. INT'L L. 257, 284, n. 117 (2005).

106 InsO §157

בשטח והשפעת החוק על המציאות, היא הסתמכות שאינה מספקת. כאמור, המשפט הגרמני שונה מן המסורת המשפטית שלנו ואין זה טבעי שדווקא בו נאחזו מנסחי החוק בעניין מהותי וחשוב זה. ספק אם התמריצים השליליים שדגם זה יוצר בעניין הגשת בקשות, שווים את ההתנסות החדשה הזו.

2. דיון עיוני

7.52 זכותו של נושה להגיש בקשה לפתיחתו של הליך הבראה של חברה אינה עניין מוסכם על הכול. כפי שראינו, זכות זו קיימת באחדות משיטות המשפט אך היא נעדרת באחרות. יש לבחון את ההצדקה העיונית לקיומה של זכות זו. סוף סוף, כפי שכבר הודגש, הגשת בקשה לפתיחת הליך הבראה על ידי נושה היא החריג. על פי רוב, חייבים הם המגישים בקשה יזומה להבראתם. מנגד, נושה המבקש להיפרע מן החייב והמזוהה כי הגיעה עת הטיפול הקיבוצי בחייב, יבקש על פי רוב פתיחת הליך מימושי בעניינו של החייב. להלן נבחן אפוא מהם השיקולים להגשת בקשה של נושה לפתיחת הליך הבראה של חייב ואם שיקולים אלה מצדיקים מתן זכות כאמור לנושה, אם לאו.¹⁰⁷

(א) רקע – אי. די. בי פיתוח כמקרה בוחן

7.53 יוזמת נושה לפתוח הליך הבראה לחברה חייבת בלטה בישראל יותר מכול בעניין אי. די. בי פיתוח. פרשה זו הדגישה את היצרים הרוויים שאפפו את החברה ואת נושיה השונים והציגה לעין כול את השיקולים המנוגדים שמתעוררים בעניין זה. יתר על כן: הפרשה אף הוכיחה את חשיבותה הרבה של הסוגיה בדבר פתיחת הליכים של חדלות פירעון והשפעתה הניכרת על עתידה של החברה, על יכולת הישרדותה בשוק ההון ועל זכויות הפירעון של נושיה.

7.54 אי. די. בי פיתוח הייתה חברת החזקות פרטית. בעלת המניות היחידה בה הייתה חברת אי. די. בי החזקות. חברה זו נשלטה, בשרשור החזקות, בידי מר נוחי דנקנר. אי. די. בי פיתוח החזיקה במניותיה של חברת דיסקונט השקעות, אשר בעצמה החזיקה במניותיהן של חברות בולטות, כגון כור, סלקום, שופרסל, נכסים ובנין, מכתשים-אגן, כלל ביטוח, ועוד.¹⁰⁸ נכון לשנת 2013, חבה אי. די. בי פיתוח לנושיה חובות בגובה של כשישה מיליארד ש"ח, מהם כשני מיליארד ש"ח לבנקים וכארבעה מיליארד ש"ח למחזיקי אגרות חוב שהחברה הנפיקה. אגרות החוב האמורות נסחרו בשוק המשני בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. בשלהי שנת 2012 ובראשית שנת 2013 נקלעה החברה-האם, אי. די. בי החזקות, לחדלות פירעון מוכחת. היא חדלה מלשלם חובות שהגיע מועד פירעונם לנושיה.¹⁰⁹ מחזיקי אגרות החוב שלה מינו לה בבית המשפט מומחה לבחינת הסדר חוב שהחברה ביקשה לקדם

107 הדיון כאן ייערך בהנחה שהבקשה המוגשת היא בקשה לפתיחת הליך הבראה, כפי שהיה מקובל לפי חוק החברות, ולא בקשה למתן צו לפתיחת הליך במתכונת של חוק חדלות פירעון. לביקורת על המתכונת של חוק חדלות פירעון ראו לעיל פסקאות 7.50–7.51.

108 אי. די. בי "דו"ח תקופתי ושנתי לשנת 2012" (2013), זמין באתר: <http://maya.tase.co.il/reports/details/805339>.

109 חובות אי. די. בי החזקות הסתכמו בכשני מיליארד ש"ח, ורובם ככולם היו למחזיקי אגרות חוב שלה. רון שטיין "הסדר החוב באידיבי: דנקנר מציע תספורת של 500 מיליון נח" גלובס (23.1.2013), זמין באתר: <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000816365>.

מולם.¹¹⁰ כחברת החזקות, ניזונה אי. די. בי פיתוח באופן בלעדי מתזרים המזומנים של החברה-הבת שלה ושל בנותיה, אשר היו מחלקות באופן תקופתי דיבידנד לבעלת המניות – אי. די. בי פיתוח. במחצית הראשונה של 2013 גילו נושי החברה סימנים של חוסר שקט וחששו ליציבותה ההונית והתזרימית של אי. די. בי פיתוח, לאורך זמן. הם ביקשו לבחון עם בעל השליטה באשכול כולו, מר דנקנר, את האפשרות שהוא יזרים כספים ו"יעבה" את ההון בקופתה של אי. די. בי פיתוח. מגעים אלה לא הניחו את הדעת של חלק מן הנושים. ביום י"ח באייר התשע"ג, 28.4.2013, הגישו הנאמנים לסדרות ז', ט' ו-ו' של אגרות חוב של אי. די. בי פיתוח בקשה לבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו לפתוח בהליך הבראה לחברה, לפי סעיף 350 לחוק החברות, ולהתיר להם להעלות לפני אסיפות נושים של החברה תכנית הבראה (המכונה: הצעת הסדר) המעצבת באופן מעודכן את זכויות הנושים בחברה.¹¹¹

7.55 החברה נזעקה נגד הגשת בקשה זו וביקשה לדחותה על הסף. טענתה המשפטית העיקרית הייתה כי היא עודנה בעלת יכולת פירעון וכי, בדומה לפירוק, כל עוד לא הוכיחו הנושים המבקשים את חדלות פירעונה, אין הם זכאים להגיש בקשה נגדה.¹¹² בקופת החברה היו יתרות מזומנים שהספיקו לה לשלם התחייבויות עד שנה אחת קדימה, אך עננה העיבה על יכולת הפירעון מעבר לכך, אם לא יתרחשו שינויים במבנה ההוני של החברה או אם לא ימומשו נכסים שלה (קרי: החזקות שלה במניות של חברות-בנות). החברה טענה כי היחפזותם של הנושים המבקשים להציג תכנית הבראה לחברה, בלי שהדבר תואם כלל ועיקר עם החברה עצמה, הייתה בבחינת ניסיון למחטף ולהפיכת חצר בחברה. ואכן, הצעתם של הנושים כללה רכיב של הקצאת כלל מניות החברה, בעקבות אישור תכניתם המוצעת, למחזיקי אגרות החוב, באופן שצפוי היה להדיר את בעל השליטה הקיים מאי. די. בי פיתוח. גם נושים אחרים של החברה, ובתוכם הבנקים, לא ששו באותה העת בשל הגשת הבקשה. לדידם, היה מקום להמשיך במשא ומתן שהתקיים בין החברה ובעל השליטה בה לבין הנושים, בלי לערב לפי שעה את בית המשפט ובלי להיכנס להליכים רשמיים וטעונים.

7.56 הכונס הרשמי ורשות ניירות ערך הגישו לבית המשפט עמדה משותפת שלפיה יש לבחון את זכויותיהם של נושי חברה, שעננה מתקדרת מעל לראשה, באופן שקול.¹¹³ לדידם, אם מוכח כבר כי החברה היא אכן חדלת פירעון, כי אז עומדת לנושיה זכות להגיש בקשה לפתיחת הליך הבראה בעניינה, כשם שהנושה רשאי באותן נסיבות להגיש בקשה לפירוקה. ברם, גם מקום שטרם הוכחה חדלות פירעון של החברה באופן מובהק, אך מצבה הכספי לאורך זמן הולך ומורע, יש מקום להידרש לזכויות הנושים. את זאת ניתן להגשים בדרך שבה נושה יהיה רשאי להגיש בקשה לפתיחת הליך הבראה, לא מימוש, בבית המשפט אולם תוך הגבלת הסעדים שבית המשפט יפסוק נכון לאותה שעה. בית המשפט יהיה רשאי להפעיל את שיקול דעתו ולפסוק סעדים דוגמת מינוי בעל תפקיד שישגיח על

110 לדיון על מומחה לבחינת הסדר חוב ראו להלן פסקאות 7.71–7.76.

111 עניין אי. די. בי, לעיל ה"ש 9, בקשת הנאמנים לאגרות חוב (מיום ט"ו אייר התשע"ג, 25.4.2013).

112 שם, תגובת החברה לבקשת "הסדר כפוי" ולבקשה למתן סעדים זמניים שהוגשה בה (מיום ט"ו אייר התשע"ג, 25.4.2013).

113 לביקורת על מעורבותה של רשות ניירות הערך האמריקנית בהליכי חדלות פירעון שם ראו Kelli Alces
Williams, *Limiting the SEC's Role in Bankruptcy*, 18 AM. BANKR. INST. L. REV. 631 (2010).

שמירת זכויות הנושים לאורך התנהלותה של החברה. ברם, הנושה המבקש לא יהיה רשאי, נכון לאותה שעה וכל עוד לא הוכחה חדלות פירעון של החברה, להציע תכנית הבראה מטעמו שאינה על דעת החברה.¹¹⁴

7.57 בית המשפט המחוזי קיבל את העמדה המקצועית של הכונס הרשמי ושל רשות ניירות ערך. בהחלטה מנומקת פרס בית המשפט את מצוקתה הכספית הנמשכת של אי. די. בי פיתוח ואת הסיכונים שדבר זה מעורר לנושי החברה. בית המשפט אף עמד על הקשיים שעוררה ההתנהלות הריכוזית בחברה, שהעידו על ניהול לטובת בעל השליטה יותר מאשר על התנהלות לטובת החברה ונושיה. בית המשפט הורה אפוא, באופן תקדימי, על מינוי משקיף מטעם הנושים שילווה את דירקטוריון החברה ויפקח עין על שמירתן של זכויות הנושים בהחלטות המתקבלות בחברה. עם זה, לא אישר בית המשפט לנושים להגיש הצעה לתכנית הבראה מטעמם, שלא בתיאום עם החברה, כל עוד לא הוכחה בפועל חדלות פירעון של החברה.¹¹⁵ בית המשפט אף אישר את מינויו של מעריך-שווי חסר פניות להערכת שווייה של אי. די. בי פיתוח. מעריך השווי, פרופ' אמיר ברנע, העריך את שווייה המאזני של אי. די. בי פיתוח בשווי חיובי, קרי: ששווי נכסיה גבוה מסך התחייבויותיה. עם זה, הוא העריך עוד כי ללא מימוש נכס מהותי של אי. די. בי פיתוח או עיצוב הוני מחודש שלה, תתקשה החברה לעמוד בתשלום התחייבויותיה החל מן המחצית השנייה של שנת 2014.¹¹⁶ מכאן ואילך המשיך להתנהל הליך בעניינה של אי. די. בי פיתוח שהשתלב, בסופו של דבר, עם ההליך שהתנהל גם בהקשר לחברה-האם, אי. די. בי החזקות. ההליך בעניין אי. די. בי החזקות הסתיים באישור הצעה להזרמת הון מצד קבוצת משקיעים שהובילה לחילופי השליטה בתשלובת אי. די. בי.¹¹⁷ ואולם, דומה כי הדי המחלוקת בין הצדדים והטיעונים שעמדו ביסודם, לא שכחו.

(ב) יכולת הנושים לפתוח הליך כזרז לטיפול בנושים

7.58 שיקול חשוב לאפשר לנושה לפתוח בהליך הבראה הוא עד כמה מגינה זכאות כאמור על זכויות הנושים שעה שמצבה הכספי של החברה מתדרדר. אין זה נכון להותיר למבקש, המבקש לעמוד על זכויותיו, רק את החלופה של הגשת בקשה לפירוק נגד חברה. לא פעם, נושים שונים מבינים היטב כי, מבחינה כלכלית, חלופת הפירוק מבשרת רעות גם מבחינתם. באין נכסים של ממש למימוש וכאשר הפעלת העסק עשויה להניב תזרים מזומנים גבוה ולייחד ערך כלכלי שממנו עשויים ליהנות גם הנושים

114 עניין אי. די. בי, לעיל ה"ש 9, עמדה משותפת מטעם כונס הנכסים הרשמי ורשות ניירות ערך (בקשה מס' 1, מיום כ"ד סיון התשע"ג, 1.6.2013).

115 שם (מיום כ' אייר התשע"ג, 30.4.2013; מיום א' תמוז התשע"ג, 9.6.2013). בקשה לרשות ערעור שהוגשה לבית המשפט העליון – נדחתה. ראו רע"א 4468/13 אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ נ' הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ה תמוז התשע"ג, 3.7.2013). להצעה לשילוב נציגים של מחזיקי האג"ח בדירקטוריון חברה באופן שוטף, עוד בטרם שנקלעה להליכי חדלות פירעון, ראו Steven L. Schwarcz, *Rethinking Corporate Governance for a Bondholder Financed, Systemically Risky World*, 58 WILLIAM & MARY L. REV. 1345 (2017).

116 אמיר ברנע "הערכת יכולת פירעון – אי די בי חברה לפיתוח בע"מ" (מיום כ"ו סיון התשע"ג, 4.6.2013), זמין באתר: <http://maya.tase.co.il/reports/details/821189/2/0>.

117 פר"ק (מחוזי ת"א) 11478-06-13 בעניין אי. די. בי חברה לאחזקות בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ד טבת התשע"ד, 17.12.2013).

הממתינים לפירעון, עשויה חלופת ההבראה להיטיב עימם. לפיכך, הגבלת הנושה להגשת בקשה לפירוק בלבד נגד חברה, בלי לאפשר לו כחלופה להגיש גם בקשה להבראה, נראית כהגבלת יתר אשר עלולה לפגוע בהגנה על עניינם של הנושים.

7.59 לא זאת אף זאת: מתן האפשרות לנושה להגיש בקשה להבראת חברה אמנם לא יוביל לריבוי בקשות כאמור, הלכה למעשה. עם זה, הזכות של נושה להגיש בקשה וליזום מהלך תחת עינו הפקוחה של בית המשפט עשויה לשמש זרז אמיתי לחברה ולנושאי המשרה בה לבחון – מבעוד מועד ובדרך ראויה – את השפעות החלטותיהם העסקיות בחברה על הסתברות הפירעון לנושים ועל הגנת זכויותיהם. זוהי השפעה ראויה. החברה, נושאי המשרה ובעלי השליטה בה מבינים היטב כי נושים יהססו לא פעם לבקש את פירוקה פן יבולע אף להם מכך. אלמלא החלופה להגיש בקשה לפתיחתו של הליך הבראה היו הנושים נותרים ללא כל יוזמה מעשית שעלולה לאיים על החברה ועל ממסדה. נושאי המשרה ובעלי השליטה לא היו חוששים מצילם של הנושים, בשל ההססנות להגיש בקשות לפירוק. אשר על כן, יכולתו של נושה לנתב חברה אל הליך הבראה היא האופן שבו נושים יכולים לנתב את החברה ואת ממסדה לדאוג לעניינם באופן ראוי בטרם ייפגע ערכה הכלכלי בשל החלטות מסוכנות.

7.60 אכן, ככל שחברה מתדרדרת מבחינה כספית, כך מקוטבים עד למאוד ניגודי העניינים בין החברה ובעלי השליטה בה לבין הנושים. כל החלטה עסקית של החברה הנושאת סיכונים עשויה לקרוץ לבעלי השליטה בחברה. אם המהלך יצלח, הם ייהנו מעליית הערך הכלכלי של החברה, יצילו את השקעתם ואף ישביחוה. ואולם, אם ההחלטה תיכשל, יישאו בתוצאה הנפסדת נושי החברה שיאבדו ערך כלכלי נוסף לזה שהיה עומד לפירעון חובותיהם ערב המהלך שעליו הימרה החברה. יכולתם של הנושים לפנות לבית המשפט בבקשה לקידום הליך הבראה, או, למצער, להטלת פיקוח מטעמם על התנהלותה של החברה, תשמש בקר יעיל שעשוי לרסן חברות מלנקוט פעולות נמהרות ומסוכנות יתר על המידה לחברה ולנושיה.¹¹⁸ הבקשה של נושה לפתיחת הליך הבראה לחברה היא בקשה לריענון הממשל התאגידי של החברה, כך שיישקל באופן ראוי גם עניינם של נושיה.¹¹⁹

(ג) נבואה שלילית המגשימה את עצמה

7.61 טענה שנשמעת תדירות נגד האפשרות שנושה יגיש לבית המשפט בקשה לפתיחת הליך הבראה בעניינה של חברה היא שהגשת בקשה כאמור לבית המשפט תהפוך לנבואה המגשימה את עצמה. רוצה לומר: הגשת הבקשה, היא עצמה, תעיד באופן רשמי כי החברה היא חדלת פירעון, אפילו אין היא כזו באותה שעה, וכל הקשורים עם החברה בקשרים עסקיים יירתעו מלקיים עימה עסקים. החברה

118 לעיל ה"ש 115.

119 להבעת ספק בדבר יכולתם של בתי המשפט לקבוע את אופן ההתערבות הראוי של נושים בממשל התאגידי של החייב ואת עיתויו הראוי, ולדעה כי עניינים אלה ראוי שיוסדרו באמצעות מכשירי השקעה חדשניים בשוק ההון, ראו Mark J. Roe & Federico C. Venzze, *A Capital Market, Corporate Law Approach to Creditor Conduct*, 112 MICH. L. REV. 59 (2013).

”המצורעת” תורד גם בדירוג האשראי שלה עקב הגשת הבקשה.¹²⁰ במהרה, החברה שעדיין לא הייתה חדלת פירעון תהפוך לכזו עקב ההתנהלות השלילית שהיא תחווה כתוצאה מהגשת אותה בקשה נמהרת לבית המשפט.

7.62 אכן, אין לזלזל בתוצאות העלולות להתלוות להגשת בקשה מצד נושה לפתיחת הליך הבראה של חברה. לא פעם, קיימת בשוק רתיעה פסיכולוגית מפני פתיחתו בבית המשפט של הליך הבראה רשמי לחברה.¹²¹ צדדים רבים מעדיפים לנסות לקדם הבראות בהולכם סחור-סחור, בלי לפרש בבית המשפט את מלוא מבוקשם, ”פן יבולע לחברה” עקב אמירה מפורשת כאמור.¹²² ואולם, לא פעם, רתיעה זו היא רתיעה שאינה במקומה. להבדיל מהליך מימושי, הליך הבראה אינו מכוון לפגוע בחברה. ההיפך הוא הנכון. הליך הבראה נועד לשמש מסגרת שתאפשר לכל הצדדים להידבר על מנת לקדם הסכמות שיצילו את עסקי החברה ויצייגו תכנית הבראה מושכלת, לטובת כולם.¹²³ הליך ההבראה אינו הודאה בכישלון החברה. כישלונה הכספי קיים גם בלאו הכי, גם אם נעשים ניסיונות לטייחו מן התודעה הכללית. ההליך המשפטי הוא רק המסגרת שמתקיימת כדי לנסות לפתור את הכישלון שכבר קיים ממילא.¹²⁴

7.63 נוסף לכך, כל טענה בדבר הנבואה המגשימה את עצמה מתייחסת בעיקר לעיתוי הגשת הבקשה מצד הנושה, אך לא לעצם זכותו להגישה. רוצה לומר: הטענה יוצאת נגד זכותו להגיש בקשה לפתיחת הליך הבראה של חברה בטרם שהוכיח באופן מובהק את חדלות פירעונה. ברם, אם הנושה יוכיח את חדלות הפירעון של החברה, אין חולק כי הוא יהיה זכאי באותה שעה להגיש בקשה להבראתה – כשם שהוא רשאי להגיש בקשה לפירוקה.

(ד) החשש מפני השתלטות עוינת

7.64 טענה נוספת נגד מתן זכות לנושה להגיש בקשת הבראה בעניינה של חברה, ולמצער נגד מתן זכות לנושה להגיש בקשה כאמור טרם הוכחת חדלות פירעונה של החברה, היא שנושים עלולים לנצל זכות זו לרעה על מנת להשתלט על החברה השתלטות עוינת. כך, למשל, טענה חברת אי. די. בי פיתוח כי מאחורי הבקשה שהוגשה בעניינה על ידי נאמני אגרות חוב שהנפיקה עומדת קרן יורק שרכשה את

120 S&P מעלות, ”אי. די. בי. חברה לפיתוח בע”מ: עדכון דירוג – הורדת כל הדירוגים ל-D (default) בשל הוראת בית המשפט לעצור תשלומים לנושי החברה” (מיום ט’ תמוז התשע”ג, 17.6.2013), זמין באתר: http://www.maalot.co.il/Publications/47/FRIDB20130617172_716.pdf

121 David Hahn, *The Financial Crisis of 2009 – Have Reorganization Proceedings in Emerging Markets Gone Bankrupt: Israel as a Case Study*, 12 U. PA. J. BUS. L. 731 (2010); David A. Skeel, *Bankruptcy Phobia*, 82 TEMPLE L. REV. 333 (2010).

122 ראו, למשל, פר”ק (מחוזי מרכז) 61098-06-15 בעניין אלון רבוע כחול ישראל בע”מ.
123 פר”ק (מחוזי ת”א) 10344-11-09 אפריקה ישראל להשקעות בע”מ נ’ הרמטיק נאמנות (פורסם בנבו, מיום ד’ טבת התש”ע, 21.12.2009).

124 לעומת זאת, כאשר חוק חדלות פירעון מציב שני הליכים מקבילים לקידום הבראת חברות, כאשר כל הליך נושא תגית רשמית שונה – האחת, תגית רשמית של חדלות פירעון, והשנייה לא – אכן נוצרות הטיות תודעתיות לביכור השימוש במסלול ”הקל” על פני המסלול ”הכבד”. לדיון על כך ראו להלן פסקאות 8.18–8.15.

אגרות החוב של החברה במחיר נמוך בשוק המשני. לטענת החברה, קרן יורק ביקשה – באמצעות הבקשה והצעת תכנית ההכרזה שתמיר את אגרות החוב למניות החברה – להשתלט על החברה השתלטות עוינת.¹²⁵ טענה דומה נשמעה גם בעניין חברת אלביט הדמיה.¹²⁶

7.65 לעניות דעתי, טענה זו לאו טענה היא. אכן, אגרות חוב שהנפיקה חברה עשויות להיות מומרות למניות שלה כחלק מארגון מחדש של ההון העצמי, ובפרט בנסיבות של הכרזת החברה. דברים אלה יפים שבעתיים בחברת החזקות שכל רכושה הוא מניות של חברות-בנות. מלכתחילה עיקר הזכויות של נושי החברה מושגות על החזקתה במניות של החברות-הבנות ותזרים המזומנים שמניות אלה יניבו במעלה החברות. אגרות החוב של החברה במעלה התרשים אינן אלא זכויות הוניות נדחות ביחס לנושיהן של חברות-הבנות. כאשר אגרות החוב נסחרות בבורסה, בהחלט ייתכן כי משקיעים מתוחכמים ירכשו אותן בזול בהתאם לתנאי השוק. אך בכך אין כל דופי כשלעצמו. הפעלת לחץ על החברה לכבד את זכויות הנושים והבאתה למשא ומתן שבסיומו ייתכן כי יוקצו מניות לנושים, הן חלק מכללי המשחק הכלכלי שבין חברה למשקיעיה. אין בכך פסול. חברה המנפיקה אגרות חוב לציבור חייבת להיות ערה גם לאפשרות זו ולכלכלה מראש.

7.66 גם כאן, העניין היחיד שאכן ראוי לשוקלו הוא עניין העיתוי שבו נושים יהיו זכאים לתבוע, שלא על דעת החברה, המרה של חובותיהם למניות החברה. דבר זה יידון להלן.

3. סיכום והמלצות

7.67 סיכום הבחינה העיונית מלמד כי קשה לחלוק על עצם זכאותו של נושה להגיש בקשה לפתיחת הליך הכרזה בעניינה של חברה חייבת, מלבד זכאותו להגיש בקשה לפתיחת הליך מימושי בעניינה. עיקר ההתחבטות טמון כאמור לא בשאלה העקרונית אם נושה ראוי לזכאות לפתיחת הליך הכרזה, אלא בשאלה אימתי ובאלו תנאים ראוי לאפשר לו לנקוט מהלך כאמור. אכן, מתן אפשרות לנושים ליזום את ההליך הוא אמצעי איזון ראוי לנוכח החשש מפני דחייה יתר על המידה של הידרשות לזכויות הנושים מצד החברה, נושאי המשרה ובעלי השליטה בה. עם זה, אין מדובר באמצעי האיזון היחיד בעניין זה. קיימים תמריצים אפשריים נוספים לעידוד החברה וקברניטיה לפעול למען שמירת זכויותיהם של הנושים בעת היעודה לכך.¹²⁷ לפיכך, גם אין להפריז בחשיבותה של האפשרות לנקוט את ההליכים בידי הנושים ואין לראות בה חזות הכול.

125 EDWARD I. ALTMAN & EDITH HOTCHKISS, CORPORATE FINANCIAL DISTRESS AND BANKRUPTCY: PREDICT AND AVOID BANKRUPTCY, ANALYZE AND INVEST IN DISTRESSED DEBT 183–202 (3rd ed., 2006). השתלטות עוינת כאמור נוסתה גם בארצות-הברית על ידי מחזיקי אגרות החוב של חברת Marvel Entertainment, וכתגובה לכך הכניסה החברה את עצמה ל-Chapter 11 בשלהי דצמבר 1996. ראו *In re Marvel Entertainment Group, Inc., Voluntary Petition* (Bankr. D. Del., Dec. 27, 1996); “*Marvel Falls into Clutches of Chapter 11*”, L.A. TIMES (Dec. 28, 1996).

126 פר"ק (מחוזי ת"א) 42576-02-13 בעניין אלביט הדמיה בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ג אלול התשע"ג, 19.8.2013).

127 ראו על כך בהרחבה דיון להלן פסקאות 8.28–8.50.

7.68 שאלת העיתוי הנכון שבו יהיה רשאי נושה להגיש בקשה לבית המשפט לפתיחת הליך הבראה בעניינה של חברה המתדרדרת מבחינה כספית, או, למצער, לקבלת סעד מכוח ממשל תאגידי מעודכן, היא שאלה קשה ביותר מבחינה מעשית. אכן, כפי שכבר הבהרתי לעיל, היכולת לזהות בזמן אמת את חדלות הפירעון של חייב או כל מציאות כלכלית המתקרבת לכך, או הנושקת לכך, היא משימה כמעט בלתי אפשרית. אלה דברים אשר, מטבעם, מתבהרים יותר ככל שחולף הזמן, ועל פי רוב – נגלים לעיני המתבונן רק בראייה לאחור. אשר על כן, אני הראשון להודות כי דומה שקשה לקבוע בעניין זה סימנים והוראות ברורים באופן מובנה. לטעמי, ניסיונות לקבוע בסוגיה זו הוראות המקדמות "ודאות" לא יצלחו.

7.69 ואמנם, אין זה מפליא בעיניי כלל ועיקר כי ועדת אנדורן, אשר ביקשה לקדם ודאות בעבור הנושים ולאפשר להם להידרש לענייניה של חברה מבעוד מועד בדרך של מינוי נציג מטעמם בדירקטוריון החברה, נכשלה בדיוק בנקודה זו. בהמלצתה זו של הוועדה, עיקר חסר מן הספר. הוועדה לא השכילה לקבוע את אמות המידה ואת הנסיבות שבהן יהיה נושה רשאי לנקוט אמצעי זה. באופן מאכזב (לשיטת הוועדה), את האירועים המכוננים הללו הותירה הוועדה להתניה פרטנית בין כל חברה לבין נושיה. לטעמי, כאמור, אין לצפות – מבחינה מעשית – ליכולת להגדיר מראש אירועים כאמור. ההתדרדרות הכספית של חברות היא התדרדרות הדרגתית. יש בה תהפוכות ומהמורות שונות שקשה לחזותן מראש ולזהותן בזמן אמת.

7.70 לפיכך, המלצתי היא להותיר את שאלת העיתוי הראוי לבקשת סעד מצד הנושה מבית המשפט לשיקול דעתו של בית המשפט. עם זה, כאשר הצדדים לא הסדירו ביניהם בתניות חוזיות את זכויות ההתערבות של הנושים, ראוי כי בית המשפט יגלה ריסון. את שיקול הדעת למתן סעד לנושים ראוי כי בית המשפט יפעיל רק במקרים חריגים, לאחר שהשתכנע כי קיימת סכנה מוחשית להיקלעות החברה לחדלות פירעון בעתיד הנראה לעין. את החשש מפני הגשת בקשות מוקדמות מדי או בקשות סרק, אשר עלולות לפגוע שלא לצורך בחברה ובעסקיה, יש לשכך באופנים המצטברים הבאים:

- (א) פסיקת הוצאות גבוהות ומרתיעות על ידי בתי המשפט בשל הגשת בקשות בלתי ראויות;
- (ב) פסיקת פיצוי בנוזיקין נגד המגיש בקשה בלתי ראויה;
- (ג) בחברה מדווחת – קביעת שיעור החזקות מזערי מכלל חובות החברה המדווחים אשר מזכה להגיש בקשה מטעם הנושים לפתיחת הליך הבראה או לקבלת סעד של ממשל תאגידי. ניתן להציע בעניין זה סף מזערי בגובה של 25% או יותר מכלל החובות המדווחים על ידי החברה, לשם הגשת בקשה כאמור.

4. חובת ייזום הליך על ידי נושים

(א) נאמני אג"ח – מינוי מומחה לבחינת הסדר חוב

7.71 בקיץ התשע"ב-2012, בד בבד עם חקיקתו של תיקון מס' 19 לחוק החברות, שהרחיב את סעיף 350 לפרק שלם העוסק בהבראת חברות, נחקק גם תיקון מס' 18 לחוק זה. תיקון מס' 18 גובש בחיפזון יחסי, ודאי בהשוואה למהלך הורתו ולידתו של תיקון מס' 19 המקיף. עניינו של תיקון מס' 18 היה הוספת סימן לחוק הקובע כי בדרך לגיבוש תכנית הבראה (או בלשון החוק: הסדר חוב) עם חברה,

שבין נושיה מצויים גם מחזיקים באגרות חוב שהוצעו לציבור, שומה על בית המשפט למנות "מומחה" שיבחן את התכנית (ההסדר) המוצעת בעבור מחזיקי אגרות החוב.¹²⁸ המומחה יחווה את דעתו המקצועית בעניינה של התכנית בטרם שהמחזיקים באגרות החוב יצביעו על התכנית המוצעת.¹²⁹

7.72 חוק זה נחקק בעיצומו של גל ההבראות (המכונות בשוק: הסדרי חוב) של חברות ציבוריות מן הגדולות במשק, אשר היה ביטוי מקומי למשבר הפיננסי העולמי.¹³⁰ השוני המהותי היחיד בגל הבראות זה, להבדיל מהליכים שקדמו לו, הוא שלציבור הנושים נוספו גם מחזיקי אגרות חוב.¹³¹ החברות שבקשיים נשאו ונתנו עימם, וגם עם יתר הנושים, על תכניות הבראה אפשריות שעיקרן עיצוב מחדש של הון החברה, ולא מתווה מכירה של החברות.¹³² בד בבד קמה בציבור זעקה, ללא ביסוס אמפירי, על כך שהפגיעה בזכויות הפירעון של מחזיקי אגרות החוב היא פגיעה חמורה בעמיתים החוסכים את חסכוניות הגמלאות שלהם אצל גופי השקעה (המכונים: משקיעים מוסדיים), המשקיעים כספים אלה באופן ניכר באגרות החוב של החברות העסקיות. לפיכך, תכניות הבראה שפורעות למחזיקי אגרות החוב רק חלק מחובם פוגעות בחסכוניות לגמלאות של הציבור הרחב. על רקע זעקה ציבורית זו, הזדעקו חברי כנסת שונים ומיהרו להציע הצעות חוק חפזות נגד קידומן של תכניות הבראה כאמור. הצעת החוק הממשלתית שהגיבה אף היא בחיפזון לזעקה זו הייתה תיקון מס' 18 לחוק החברות. החוק מתייחס באופן פטרנליסטי אל מחזיקי אגרות החוב, משל היו משקיעים שאינם יודעים לשאול או לשאת ולתת, וזקוקים לכתף תומכת של גורם מקצועי מטעמם, לבד מנאמני האג"ח¹³³ או נציגויות שמונו על ידיהם¹³⁴ כדי לשאת ולתת עם החברה על תכנית הבראה מוצעת. בראיה מפוכחת יותר לאחור, ספק אם המציאות אכן הצדיקה התייחסות כאמור אל מחזיקי אגרות החוב.

7.73 ניתן להידרש לפרטיו של תיקון חקיקה זה וללבנם. כך, למשל, יש מקום לשאול מה טיבו של ה"מומחה" ואלו כשיריות וניסיון ראוי שיהיו לו לאדם בטרם יכתירוהו המחוקק ובתי המשפט בתואר החשוב והמחייב "מומחה".¹³⁵ קושי נוסף המתעורר באשר לחקיקה זו הוא מדוע מייחד המחוקק מינוי

128 סעיף 350 לחוק החברות. הוראה זו קבועה כיום בסעיף 329 לחוק חדלות פירעון.
 129 סעיפים 330(2), 331 לחוק חדלות פירעון. קדמו להם סעיפים 350ט(2), 350כ לחוק החברות.
 130 על המשבר הפיננסי העולמי ראו לעיל פרק שישי.
 131 עד לראשית שנות האלפיים, כמעט שלא הונפקו אגרות חוב של חברות עסקיות בשוק ההון הישראלי. ההנפקות של שנות האלפיים הולידו מחזיקים באגרות חוב שחוו לראשונה קשיים כספיים של החברות המנפיקות. ראו לעיל פרקים חמישי ושישי.
 132 על המתווים השונים לתכניות הבראה ראו להלן פרק עשרים-ושניים.
 133 פרק ה1, ובייחוד סעיף 35 לחוק ניירות ערך.
 134 רשות ניירות ערך, החלטה בתחום תאגידים מס' 1-2009(א), יצירת תשתית לגיבוש הסדרי חוב למחזיקי אג"ח בתאגידים מדווחים (מיום כ"ז חשון התשס"ט, 25.11.2008).
 135 פר"ק (מחוזי ת"א) 38673-11-12 בעניין ב.ס.ר אירופה בע"מ (פורסם בנבו, מיום י' טבת התשע"ג, 23.12.2012); פר"ק (מחוזי ת"א) 23675-12-12 בעניין מעין ונצ'ורס בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ח טבת התשע"ג, 31.12.2012). כמו כן, ראוי לשאול אם "מומחה" שאמור לחוות דעה בלתי תלויה בעבור מחזיקי אגרות החוב ראוי שישמש בהמשך כבעל תפקיד בחברה אם היא נכנסת להליכי הבראה או פירוק מלאים ולייצג שם את כל הנושים. למינויו של מומחה כבעל תפקיד באותו התיק ראו עניין אי. די. בי פיתוח, לעיל ה"ש 9.

כאמור באופן בלעדי לטובתה של קבוצת נושים מסוימת, קרי: מחזיקי אג"ח, ואינו נדרש באופן מקביל למינוי בעלי תפקיד לבחינת עניינם של יתור הנושים. יש בכך טעם לפגם המלמד על העדפה מדעת מצד המחוקק של קבוצת נושים מסוימת, הנושים הפיננסיים מקרב הציבור, על פני נושים אחרים של חברה. זוהי העדפה שאינה ראויה. דווקא בעידן הנוכחי, לאחר כניסתו לתוקף של חוק הריכוזיות,¹³⁶ צפוי מימון חברות באשראי לשוב ולהתבצע במידה רבה בקרב חברות תפעוליות, ופחות על ידי חברות החזקות שנושיהן הבלעדיים היו נושים פיננסיים. מה ראה אפוא המחוקק לייחד הטבה לטובת הנושים הפיננסיים ולבכרם על פני נושים אחרים של החברה התפעולית? הדבר אינו מובן.

7.74 בענייננו, ראוי להתמקד בהיבט מהותי של תיקון מס' 18, וכיום של חוק חדלות פירעון – **חובת המינוי של בעל תפקיד כאמור**. סעיף 350 לחוק החברות, וכיום סעיף 329 לחוק, מחייבים את נאמני אגרות החוב לפנות לבית המשפט ולבקש את מינויו של "מומחה" לבחינתה של תכנית ההבראה (הסדר החוב) המתקמת מול החברה.

7.75 לטעמי, יש טעם לפגם בקביעת חובה נוקשה המוטלת על הנושים, באמצעות נאמני האג"ח, לפנות לבית המשפט עם קיומו של המשא ומתן לשם בקשת סעד של מינוי "מומחה". מספר טעמים לכך: **ראשית**, כאמור, הצורך בתמיכה מקצועית במחזיקי אגרות החוב, משל היו הילד הנחשל של הליכי ההבראה, טרם בוסס מבחינה אמפירית. לפיכך, ההנחה הגלומה בהטלת חובה כאמור, שלפיה קיים כשל שוק הטעון תיקון חקיקתי, עורונה טעונה הוכחה. **שנית**, מינוי בעל תפקיד כאמור באמצעות בית משפט נותן פומבי לקיום המשא ומתן. פומביות כאמור עלולה להזיק לקידום משאים ומתנים שקטים וחשאיים לגיבוש תכניות הבראה הסכמיות.¹³⁷ לפיכך, הטלת חובה כאמור, גם אם קיימת לצידה – כחריג – הקלה בדמות דחיית הפנייה לבית המשפט, עלולה לפגוע בקידום משא ומתן רצוני והסכמי. הפגיעה עלולה להתרחש מעיקרא (*ex ante*) ובפרט עם נושים בינלאומיים. הללו עלולים להירתע מראש מקיום משא ומתן שקט ומועיל בשל הסיכון שתידרש, מכוח מצוות החוק, פנייה לבית המשפט למינוי "מומחה".¹³⁸

136 חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013. על חוק הריכוזיות ראו לעיל פסקה 6.15.
137 משא ומתן חשאי כאמור התנהל בין חברת צים לנושיה במשך כשנה עד שסוכם, ורק אז פורסם והובא לאישורו של בית המשפט. ראו פר"ק (מחוזי חי') 42082-05-14 בעניין צים שירותי ספנות משולבים בע"מ. עם זה, יצוין כי אגרות החוב של צים לא נסחרו בבורסה וצים הייתה חברה פרטית בשליטת החברה לישראל. לפיכך, לא חלה על החברה חובת דיווח לפי דיני ניירות ערך. כתוצאה מכך, גם לא חלה עליה החובה בדבר מינוי "מומחה". ראו סעיף 350(ב) לחוק החברות.

138 אכן, במהלך חודש חשון התשע"ו, נובמבר 2015, התעורר חשש גדול ליכולתה של רשת הקמעונאות מגה, שכבר פעלה מול ספקיה במסגרת תכנית הבראה שגובשה ושאושרה בבית המשפט כשלושה חודשים קודם לכן, לשמור את אמון הספקים ברשת ולהמשיך לפעול כעסק פעיל. החשש נבע מכך שהחברה-האם, אלון ריבוע כחול, אשר ניהלה אף היא משא ומתן עם מחזיקי האג"ח שלה, תיאלץ למנות "מומחה" מכוח מצוות החוק. מינוי כאמור משדר קיומם של הליכים משפטיים רשמיים והוא העצים את חששות הספקים

7.76 אשר על כן, הצורך במוסד "המומחה" הגיונו מוטל בספק כשלעצמו. מכל מקום, כל עוד הותירו המחוקק, עדיף היה לו הפנייה לבית המשפט למינוי כאמור הייתה נותרת בבחינת זכות המסורה לשיקול דעתם של הנושים האמורים, ולא תוגדר כחובה שבחוק.

(ב) ועדת אנדורן

(1) נקיטת הליך והחלפת השליטה בשל אי פירעון חוב

7.77 ועדת אנדורן המליצה כי נושים פיננסיים של חברה יחויבו לפנות לבית המשפט בבקשה לפתיחת הליך בעניינה ומינוי בעל תפקיד, אם החברה לא שילמה חוב לנושה פיננסי שלה במשך 45 ימים ממועד פירעונו המיועד.¹³⁹ לשיטתה של הוועדה, הוראת חוק כאמור נועדה לשמש הרתעה בפני החברה ובעלי השליטה בה מפני אי הסדרת חובותיה כלפי נושיה מבעוד מועד. בתפישתה של הוועדה, מקל מאיים זה ידרבן את קברניטי החברה להידבר עם נושי החברה ולגבש תכנית הבראה מוסכמת ביניהם בשעה היעודה, בטרם יגיע מועד פירעונו של חוב מסוים.¹⁴⁰

יודגש כי המלצותיה של ועדת אנדורן ותפישתה העקרונית אומצו באופן מהותי גם בחוק חדלות פירעון, בפרק ששמו "ניהול משא ומתן מוגן בידי תאגיד".¹⁴¹

(2) ביקורת עיונית

7.78 גישתה של ועדת אנדורן בעניין זה מוטלת בספק ולוקה בליקויים לא-מעטים. כפי שיובהר להלן, היא גם אינה מתיישבת עם תפישות היסוד וההקשר הכללי של דיני הבראת חברות. ליקוי ראשון בתפישת הוועדה חובר לליקוי הגלום בחקיקה המחייבת מינוי "מומחה" לבחינתה של תכנית הבראה המתייחסת, בין השאר, לחובות החברה כלפי המחזיקים באגרות חוב. כמו בעניין ההוא, גם המלצתה של ועדת אנדורן האמורה מפלה באופן בלתי צודק בין הכללים המשפטיים שיחולו על נושים פיננסיים לבין נושים אחרים של חברה. הוראות החקיקה המומלצות על ידי הוועדה מתייחסות דווקא לנושים הפיננסיים ואינן מקנות זכויות מקבילות לנושים אחרים של חברה. כפי שהערתי לעיל, אין כל הצדקה, עיונית או אמפירית, לחקיקה מפלה בין נושים של חברה.¹⁴²

של החברה-הבת, מנה, בדבר יכולתה של החברה להתנהל מולם באופן עסקי שוטף. ראו אילנית חיות "קוקה קולה ישראל: לא נספק מחר סחורה לרשת מנה" גלובס (2.11.2015).

139 המלצה א' בפרק ההמלצות של דו"ח הוועדה. יש לציין כי, לפי ההמלצות, במקרה שבו רוב מבין כל קבוצת נושים, אשר מחזיקים לפחות 75% מערך החוב, מתנגדים לפנייה לבית המשפט, לא תוטל עליהם חובה לעשות זאת. המלצה זו קבועה היום בהוראת סעיף 35(ד2) לחוק ניירות ערך, כפי שהוסף על ידי סעיף 366(6) לחוק חדלות פירעון.

140 שם.

141 חלק י', פרק ד', סעיפים 337-345 לחוק. לניתוח פרק זה בחוק וביקורתו העיונית, ראו להלן פסקאות 8.62-8.65, 9.56-9.64, 12.53-12.57.

142 לעיל פסקה 7.73.

7.79 **ליקוי שני** הוא אמונתה של הוועדה כי החשש מפני אובדן שליטתו בחברה ימריץ את בעל השליטה למהר ולשאת-ולתת על ארגון מחדש של המבנה ההוני של החברה, אשר יסדיר את תשלום חובותיה מבעוד מועד. בכל הכבוד, דומה כי **בעל שליטה החושש מאובדן שליטתו בחברה והרואה באופק מועד לפירעון חוב שהחברה עלולה להתקשות לפורעו, יבכר דווקא לממש ככל האפשר נכסים של החברה על מנת לייצר מזומנים מיידיים, לעבור בשלום את מועד הפירעון ולהמשיך הלאה בשליטתו בחברה.**¹⁴³ מכירות בלחץ כאמור של נכסי החברה (fire sales, בלע"ז) עלולות דווקא לפגוע בחברה בטווח הארוך, ולא להשיא את ערכה המצרפי.

7.80 **ליקוי שלישי של מסקנת ועדת אנדרון** הוא שבעוד שהוראתה מתיימרת לעודד משא ומתן בשלב מוקדם (וכאמור, יומרה זו מוטלת בספק) היא פוגמת ביכולת לקיים משא ומתן כאמור לאורך זמן בדרך עניינית. משא ומתן לארגון מחדש של חובות החברה ומבנה הונה עלול לארוך זמן רב. לא פעם מדובר במשא ומתן מורכב. לא ניתן לנהלו "על רגל אחת". בין לבין, בעוד המשא ומתן מתנהל, עלול לפקוד את החברה מועד פירעון תקופתי, כגון: ריבית תקופתית על אחד מחובותיה. לתפישת הוועדה, תשלום זה יעמוד לחברה ולנושיה לרועץ בקידום המשא ומתן ביניהם. אם החברה תשלמנו, היא עלולה לחשוף את עצמה לטענה בדבר העדפת נושים בלתי ראוייה ולאבד את אמונם של יתר הנושים.¹⁴⁴ ברם, אם לא תשלמו, הרי שהנושים יידרשו לפנות לבית המשפט ולשנות את הממשל התאגידי בחברה באמצע המשא ומתן המתקיים ביניהם. אף הנושים אינם חפצים בהכרח בכניסתו של בעל תפקיד באמצע המשא ומתן. כניסה כאמור משנה לחלוטין את ההתנהלות בין הצדדים ומעיבה על יכולתם להגיע לתוצאות מוסכמות.

7.81 **ליקוי רביעי** הוא בכך שחתירתה המובהקת של ועדת אנדרון להחלפת ממסד החברה ולמינוי בעל תפקיד במקומה, בשל כל אירוע של אי פירעון חוב, מתעמתת באופן חזיתי עם האפשרות להותיר את הנהלת החברה בתפקידה בגדריו של הליך הבראה רשמי (debtor-in-possession, בלע"ז). בפרק הבא יורחב ויובהר כי המגמה המודעת של השוק בישראל, הן מצד החברות והן מצד נושיהן, היא לשאוף למשא ומתן ענייני באשר להבראת החברה וארגון מחדש של הונה וחובותיה, ללא מינויו של בעל תפקיד חיצוני.¹⁴⁵ זוהי מגמה של שחקנים מקצועיים הערים לזכויותיהם. גישת הוועדה כאמור מייחסת לנושים נחשלות ויוצאת נגד המגמה האמורה של השוק.

¹⁴³ עדות לכך היא יוזמתו של בעל השליטה הקודם בתשלובת אי. די. בי, מר נוחי דנקנר, אשר בשל יוזמת הנושים לפתוח הליך לעומתי באי. די. בי פיתוח, ביקש להעמיד למכירה את החברה-הבת, כלל ביטוח, מכירה שתניב מזומנים לפירעון חובותיהם. ראו מיכאל רוכוורגר ושלי אפלברג "דנקנר על סף מכירת השליטה בכלל ביטוח לחברה תאילנדית" TheMarker (30.7.2013), זמין באתר: <https://www.themarker.com/markets/1.2084905>.

¹⁴⁴ ראו שלי אפלברג ומיכאל רוכוורגר "אידיבי תשלם למחזיקי אגרות החוב שלה 35 מיליון שקל" TheMarker (5.10.2012), זמין באתר: <http://www.themarker.com/markets/1.1836625>.

¹⁴⁵ להלן פסקאות 8.15–8.18.

7.82 **ליקוי חמישי** הטמון בגישתה של ועדת אנדרון הוא בהפרת האיזון בין כל הצדדים למשא ומתן. הוועדה מטה את הכף, באופן מודע ומוצהר, לחיזוק כוחם של הנושים. דא עקא, הרעיון של הבראת חברות, העומד ביסוד Chapter 11 האמריקני, הוא בקיום כוח מיקוח יחסי לכל אחד מן הצדדים, לשם הבאתם להסכמות.¹⁴⁶ הטיית הכף אל עבר הנושים, אשר יוכלו להחזיק בשוט חזק וחמור מול החברה, עלולה לאפשר לנושים לסחוט את החברה יתר על המידה. לא בהכרח ינהלו הנושים משא ומתן ענייני, אלא הם עלולים לדחוק את החברה ולהמתין למועד הממשמש ובא לפירעון חוב. משהחברה תתקשה בתשלומה, הם יוכלו להשתלט על החברה ללא קושי וללא משא ומתן.

7.83 לבסוף, **ליקוי שישי** של ועדת אנדרון הוא בכך שבהופכה כל אי פירעון חוב לאירוע מכוון ומשנה סדרי עולם בחברה, היא הופכת את הסעד המשפטי של עיכוב הליכים מכלי מגן ראוי לחברה לאמצעי מאיים על החברה ועל קברניטיה. כל פנייה של החברה לבית המשפט לקבלת הגנה על ידי עיכוב הליכים תפורש כמונעת תשלום חוב ותוביל כמעט בהכרח למהפך בממשל התאגידי בחברה.¹⁴⁷ סעד של עיכוב ההליכים, אשר נועד לסייע לחברה לקדם הליכי הבראה ולמנוע מירוץ הרסני של הנושים לאכיפת זכויות, יהפוך מעתה לאמצעי לחיסול עצמי של הנהלת החברה. חברות יימנעו אפוא, יותר מאי פעם בעבר, מלהשתמש באמצעי זה.¹⁴⁸ בכך חותרת הוועדה תחת השימוש באמצעי המעשי החשוב ביותר לקידום הליכי הבראת חברות, הנוהג כמעט בכל שיטות המשפט אשר עיגנו את הבראת החברות כמסלול עיקרי בדיני חדלות הפירעון שלהן.¹⁴⁹

7.84 **לסיכום** אפוא, דומה בעיניי כי ועדת אנדרון, ובעקבותיה חוק חדלות פירעון וחוק ניירות ערך, הרחיקו לכת בהופכם את אי הפירעון לאירוע המחייב נושים לפנות לבית המשפט לפתוח הליך ולמנות בעל תפקיד.¹⁵⁰ כפי שכבר ציינתי לעיל, התמריצים לניתוב קברניטי החברה לפתוח הליך הבראה מבעוד מועד הם מגוונים. השוט של אובדן השליטה הוא אחד מהם, אך אינו התמריץ הבלעדי.¹⁵¹ נכון וראוי לצייד את הנושים באמצעים שייצרו יכולת מיקוח ותמריצים לקברניטי החברה לשקול את עניינם

146 Elizabeth Warren, *Bankruptcy Policy*, 54 U. CHI. L. REV 775 (1987).

147 כדי לנסות להתמודד עם קושי עיוני זה ולעוקפו אימץ החוק משטר של "משא ומתן מוגן" לניהול משא ומתן לגיבוש תכנית הבראה. על פיו, יינתן לחברה עיכוב הליכים מכוח חוק, אולם בלי שהמחוקק ינקוב בשם הסעד המפורש "עיכוב הליכים", שכן בתפישה החקיקתית סעד מפורש כאמור משתלב עם מהפך בממשל התאגידי. לטעמי, זהו מהלך שראוי היה לפשטו על ידי הכרה רשמית בכך שעיכוב הליכים אינו דורש בהכרח מהפך בממשל התאגידי בחברה. ראו להלן פרק תשיעי.

148 ראו עוד להלן פסקאות 11.18–11.20.

149 גישתה של ועדת אנדרון מסיגה לאחור את דיני חדלות הפירעון הישראליים לימי טרום שנת התשנ"ה-1995. אם, לשיטת הוועדה, המשא ומתן בין החברה לנושיה אמור להתקיים מחוץ לבית המשפט וב"צל" אובדן שליטתם של בעלי המניות, כי אז אין כל צורך בפרק בחקיקה של הבראת חברות, עם הסעדים ועם האמצעים המשפטיים שהוא מציע. ניתן לקבוע, למעשה, רק הוראות חוק בדבר פירוק של חברה, כפי שהיה לפני השנה האמורה, וחברות ונושיהן יוכלו לנהל משא ומתן ב"צל" הפירוק ואובדן שליטת בעלי המניות הגלום בו. ראו גם להלן פסקה 11.19, ה"ש 27.

150 לעיל ה"ש 139 והכתב הסמוך לה.

151 על התמריצים לנקיטת הליכי הבראה בעיתוי ראוי ראו בהרחבה להלן פרקים שמיני ותשיעי.

של הנושים ואת זכויותיהם באופן ראוי ובעיתוי הראוי. ברם, ספק בעיניי אם לשם כך היה נחוץ לדחוק את הנושים באופן דווקני, ולחייבם, כמעט, לפנות לבית המשפט בנסיבות של אי פירעון. סוף סוף, אי פירעון חוב היה מאז ומעולם עילה לפתיחת הליך מצד נושה. זוהי עילה לפתיחת הליך פירוק או הליך הבראה. דומני כי גם כאן נכון היה להותיר לנושים את שיקול הדעת בשאלה אם לנקוט את האמצעי האמור העומד לזכותם, אם לאו. בשונה מהשקפת הוועדה והמחוקק, ציבור הנושים אינו כה נחשל. הוא מכיר את זכויותיו טוב יותר משנדמה היה למעצבי המדיניות בראשית גל ההבראות של החברות הגדולות. עקמת הלמידה הושלמה. הפטרנליסטיות והנחרצות של הוועדה והמחוקק אינן דרושות.¹⁵²

152 ההוכחה הטובה ביותר לפעלתנות של הנושים, לרבות מחזיקי אגרות החוב, אשר יזמו את פתיחת ההליך בחברה ועמדו על זכויותיהם עד להחלפת השליטה בחברה, היא באופן פרדוקסלי דווקא המקרה שהוליד את הקמתה של ועדת אנדרון, עניין אי. די. בי.

פרק שמיני

ייזום הליכים על ידי החייב

א. כללי

8.1 הליכי חדלות פירעון נפתחים, על פי רוב, שלא ביוזמת נושים. בדרך כלל, החייב נוקט יוזמה עצמית ופונה לבית המשפט בבקשה לפתוח הליך כאמור. פניית חייב בשר ודם עשויה לחלצו מידי נושיו ולפתוח לו פתח של תקווה לסילוק סופי של חובותיו כלפיהם, בין בדרך של מימוש נכסיו ובין בדרך של הסדר תשלומים שיסוכם עמם.¹ גם כשבחייב תאגידי עסקינן, פניית החברה לבית המשפט עשויה להתגלות כיעילה עבור כלל בעלי העניין בחברה. פתיחת הליך של חדלות פירעון בעיתו עשויה לשמר את ערכו הכלכלי של רכוש החייב שעוד נותר ולהצילו מפני כלייון. הליך כאמור, המנוהל מתוך ראייה קיבוצית ובפיקוח צמוד של רשות שיפוטית נטולת פניות והטיות, נושא יתרונות לעומת הותרת החייב הנתון בקשיים כספיים חשוף לגבייה מכל נושה לבדו. לפיכך, נודעת חשיבות רבה לכוחו של החייב לפנות וליזום הליך של חדלות פירעון. כוחו זה נועד לקדם את דיני חדלות הפירעון ולהופכם לכלי שרת יעיל, הלכה למעשה.

8.2 ואמנם חברות רבות הנתונות בקשיים פונות כיום לבתי המשפט בבקשה לפתוח הליך הבראה עבורן. אף בארצות אחרות הפך הליך ההבראה להליך נפוץ ומבוקש על ידי חברות בקשיים,² כמו גם על ידי חייבים בשר ודם. ייזום של הליך חדלות פירעון בידי חייב הוא דרך המלך לנקיטת הליכי חדלות

1 ואמנם, בשנת 2015 כ-98% מתיקי פשיטות הרגל של חייבים בשר ודם נפתחו עקב בקשה של החייב. ראו הכונס הרשמי סיכום פעילות לשנת 2015 21 (2015).

2 תופעה זו מובהקת במיוחד בקרב חברות ציבוריות. כך, למשל, נפתחו בארצות-הברית בשנת 2014 תיקי חדלות פירעון ל-54 חברות ציבוריות, בהשוואה ל-176 תיקים כאמור בשנת 2000. ראו <https://bankruptcydata.com/public/assets/uploads/pdf/2014%20Corporate%20Bankruptcy%20Annual%20Report.pdf>. כל התיקים הללו, בלא יוצא מן הכלל, נפתחו כתיקי הבראת חברות לפי Chapter 11. ראו Chapter 11 STUART C. GILSON, CREATING VALUE THROUGH CORPORATE RESTRUCTURING: CASE STUDIES IN BANKRUPTCY, BUYOUTS, AND BREAKUPS 23, Exhibit I1.1 (2001). ראו עוד Ethan S. Bernstein, *All's Fair in Love, War & Bankruptcy? Corporate Governance Implications of CEO Turnover in Financial Distress*, 11 STAN. J. L. BUS. & FIN. 298, 299, n.3 (2006); Kenneth Ayotte & Edward R. Morrison, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, Table 3 (January 8, 2008) – COLUMBIA UNIVERSITY CENTER FOR LAW AND ECONOMICS STUDIES, RESEARCH PAPER SERIES NO. 321 available at: <http://ssrn.com/abstract=1081661>.

פירעון בארצות-הברית. תיקי חדלות הפירעון שם נפתחים, רובם ככולם, ביוזמת החייב.³ תופעה זו אינה מקרית. היא מעידה על תפישה ועל מבנה מערכתיים המוטלים לעבר ייזום הליכים בידי החייב והמעוררים זאת. מן הסתם, נתפש ייזום הליכים זה כעדיף מייזום הליכים בידי נושים.⁴ בדומה, בצרפת, חייב הנתון בקשיים כספיים נדרש לבקש מבית המשפט את שיקומו. בית המשפט יבחן אם נסיבותיו הכלכליות של החייב מתאימות להליך של הבראה או שמא להליך של מימוש נכסים.⁵

8.3 לאור השיקולים שכבר נדונו בפרק הקודם, נקל להצביע על היתרון המובהק של פתיחת הליך בידי חייב לעומת פתיחת הליך בידי נושה. חייב בשר ודם יבקש לפתוח הליך של חדלות פירעון לשם שחרורו מחובותיו הבלתי פרושים בתום ההליך.⁶ חייב תאגידי נהנה מהיתרון הטמון בזמינות המידע על אודות מצבו הכספי, בניתוח המידע האמור ובהיכרות המקצועית באשר לאפשרויותיו הכלכליות המעשיות.⁷ כמי שהמידע נתון בידיו, הופך החייב למועמד הטבעי לפתוח בהליכים בעיתוי הנכון. החייב מודע לקשייו הכספיים ועשוי להגיב עליהם עוד לפני שמרבית הנושים זיהו אצלו קשיי פירעון קיבוציים. עם זה, הדיון שיובא להלן יעמוד על קשיים העלולים לערער את ההנחה שפתיחת הליך בידי החייב התאגידי נאמנה על המשפט כפעולה היעילה והראויה משהורע מצבו הכספי. קשיים אלה נובעים הן מקיומם של תמריצים לדחיית פתיחתו של ההליך יתר על המידה והן מקיומם של תמריצים אפשריים להקדמת פתיחתו לשלב שבו ההליך מזיק יותר משהוא מועיל. טרם שיידונו התמריצים המשפיעים על פתיחת הליך בידי החייב, ייסקר הדין הנוהג בעניין זה בישראל. לאחר מכן ייערך דיון עיוני בתמריצים המשפיעים על עיתוי ייזום הליך של חדלות פירעון כשהוא מתבצע על ידי החייב. מסקנות ערכיות על אודות הדין הנוהג בישראל ומידת רציותו יוסקו בתום דיון זה.

- 3 CHARLES J. TABB, THE LAW OF BANKRUPTCY 92 (1997) (המחבר טוען כי כ-99% מתיקי חדלות הפירעון בארצות-הברית נפתחים ביוזמת החייב). ראו גם Susan Block-Lieb, *Why Creditors File So Few Involuntary Petitions and Why the Number is Not Too Small*, 57 BROOKLYN L. REV. 803 (1991). תיקי הבראת חברות נפתחים ברובם ביוזמת החייב, וביתר דיוק: ביוזמת דירקטוריון החברה החייבת. כך, למשל, באוסטרליה, כ-90% מתיקי הבראת חברות נפתחים ביוזמת הדירקטוריון של החייב. ראו Brian M. Hunt & Rish Handa, *A Critical Comparison between Australian and Canadian Creditor Protection Regimes: Voluntary Administration and CCAA*, p. 9, n. 41 (June 2005), available at: <http://ssrn.com/abstract=888411>
- 4 עם זה, בשל חשש מניצול לרעה של ההליכים, בשנת 2005 סייג המחוקק האמריקני במידת-מה את הקלות שבה חייב בשר ודם רשאי ליזום הליך של חדלות פירעון בעניינו. ראו The Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005, PL-109-8, 119 Stat. 23
- 5 Robert F. Weber, *Can the Sauvegarde Reform Save French Bankruptcy Law? A Comparative Look at Chapter 11 and French Bankruptcy Law from an Agency Cost Perspective*, 27 MICH. J. INT'L L. 257, 284, n. 117 (2005)
- 6 להרחבה על שחרור חייב בשר ודם מחובותיו ראו להלן שער המישי.
- 7 רע"א 9983/06 כלל חברה לביטוח בע"מ נ' הנאמן להסדר נושים של פויכטונגר השקעות (1984) בע"מ, פסקה 6 (פורסם בנבו, מיום י"ח אב התשס"ח, 19.8.2008).

ב. תנאי הפתיחה להליך הבראה – הבסיס החקיקתי

1. טרם תיקון מס' 19 לחוק החברות

8.4 כפי שכבר הערתי, מבחינה מעשית ייפתח הליך הבראה ביוזמתו של החייב, המגיש לשם כך בקשה לבית המשפט. כאשר חייב בשר ודם הגיש בקשה לפתיחת הליך בעניינו הבהירה פקודת פשיטת הרגל כי עליו להראות שהוא חדל פירעון.⁸ שונה היה הדבר באשר לחברה חייבת. מעניין לגלות כי, מבחינה רשמית, לאורך שנים רבות לא נקב החוק בישראל בזהותו של הזכאי לבקש את הבראתה של חברה. טרם חקיקתו של תיקון מס' 19 לחוק החברות, הסעיף היחיד שעסק בהבראת חברות היה סעיף 350 לחוק. סעיף 350 לחוק החברות לא היה נדיב בפירוט התנאים להגשת בקשת הבראה. כל שקבע סעיף 350 בעניין הוא כהאי לישנא:

“(א) הוצעו פשרה או הסדר בין החברה לבין נושיה או בעלי מניותיה, או בינה לבין סוג פלוני שבהם, רשאי בית המשפט, על פי בקשה של החברה, של נושה או של בעל מניה, או של מפרק אם החברה היא בפירוק, להורות על כינוס אסיפה של אותם נושים או בעלי מניות, לפי הענין, בדרך שיוורה בית המשפט.

(ב) בית המשפט שהוגשה לו בקשה לפשרה או להסדר כאמור בסעיף קטן (א) (בפרק זה – התכנית), רשאי, אם שוכנע כי יהיה בכך כדי לסייע לגיבושה או לאישורה של תכנית שמטרתה להבריא את החברה, לתת צו ולפיו, במשך תקופה שלא תעלה על תשעה חודשים, לא ניתן יהיה להמשיך או לפתוח בשום הליך נגד החברה, אלא ברשות בית המשפט ובתנאים שיקבע (בפרק זה – צו הקפאת-הליכים).”

מיהו זה ואיזה הוא אשר יורשה להציע פשרה או הסדר לבית המשפט? סתם המחוקק ולא פירש. אמנם המחוקק מציין כי משהוצעו פשרה או הסדר, רשאים החברה, נושה או בעל מניה בה לבקש מבית המשפט להורות לכנס אסיפות לפי העניין. ברם, השאלה מי מורשה לנקוט את הצעד הראשון ולהציע פשרה או הסדר נותרה בלא מענה בחוק.⁹ לא זאת אף זאת, גם בתקנות הבראה, המשלימות את סעיף 350 לחוק ומעבות אותו בהוראותיהן הדיוניות, נפקדו זכרו וזהותו של מציע הפשרה או ההסדר.¹⁰ נראה כי בניסוחו של סעיף 350(א) לחוק גלומה היתה הנחה של המחוקק כי החברה, נושה בה, בעל

8 סעיף 17(ב) לפקודת פשיטת הרגל.

9 ע"א 6010/99 המנהל המיוחד של תבור, תעשיות שיש בע"מ (בפירוק) נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד נו(1) 385, 395–396 (התשס"ב-2001).

10 תקנה 1 לתקנות הבראה מגדירה בעניין זה את המונח "המבקש" כ"מי שהגיש בקשה לפשרה או להסדר לפי תקנה 7". ברם, תקנה 7 עצמה אינה נוקבת את זהות המבקש ופותחת מיד בהוראה מעשית באשר לפרטים שיש לכלול במסמך הבקשה לבית המשפט. תקנה זו מגדירה כ"צד מעוניין" את "החברה, בעלי מניות בחברה, נושה של החברה, ערב לחובות החברה ונאמן לתעודות התחייבות".

מניית בה או מפרקה זכאים לבקש גם את הבקשה הראשונית מבית המשפט לפתוח בהליך לפי הסעיף האמור.¹¹

8.5 לשם פתיחת הליך הבראה דרש סעיף 350 לחוק החברות כי הבקשה תוגש מש"הוצעו פשרה או הסדר". לשון זו פורשה בפסיקה לא פעם כמחייבת הצגת תכנית הבראה בשלב הגשת הבקשה לפתיחת הליך.¹² גם חקיקת המשנה הבהירה כי שומה על המבקש פתיחת הליך הבראה לצרף לבקשתו, בין השאר, תכנית הבראה לחברה.¹³ מכל מקום, מלבד דרישה זו החוק לא דרש מילוי תנאי סף נוסף.

8.6 בהידרשנו להוראת סעיף 350 לחוק, נמצאנו למדים כי המחוקק שתק ולא פירש באיזה שלב בחייה של חברה ובאיזה מצב כספי ניתן היה לבקש את הבראתה. שתיקה זו בולטת לנוכח היותה של עילת חדלות הפירעון תנאי לפתיחת הליך של פירוק. בהשוואה לחלופת הפירוק, בפתיחת הליך הבראה נמנע המחוקק באותן שנים מלהציב את המצב הכספי האמור של החייב כתנאי סף לפתיחת ההליך. האמנם אין חפץ למחוקק בחדלות פירעון מאזנית או תזרימית של החברה כתנאי בלעדיו אֵין להגשת בקשה להבראת החברה? שאלה זו מתחדדת לנוכח הכללת תנאי סף כזה בטיוטת תזכיר הצעת חוק שגיבש משרד המשפטים כבר בשנת התשנ"ה בעניין שיקום חברות דווקא, שם הוצע כי רק חברה, שהיא כבר חדלת פירעון, תוכל להיכנס להליך הבראה.¹⁴ הוראה דומה נכללת כיום גם בחוק חדלות פירעון.¹⁵ שאלה זו תידון בניתוח העיוני שיובא להלן.

- 11 מכל מקום, מתקנות ההבראה ברי כי החברה, כחייב, ודאי מוסמכת לבקש את הבראתה וכי היא זו שתזוּם, על פי רוב, מהלך כזה. ראו תקנות 10, 44 לתקנות ההבראה (המתייחסות למקרים, שהם בבחינת החריג, שבהם הבקשות לפשרה או הסדר ולצו הקפאת הליכים מוגשות שלא בידי החברה).
- 12 ראו, למשל, פש"ר (מחוזי ת"א) 2118/02 בעניין רובננקו שמואל אחזקות בע"מ, פסקה 3 (פורסם בנבו, מיום כ"א כסלו התשס"ג, 26.11.2002); פש"ר (מחוזי ת"א) 2083/07 בעניין טרפיק השכרות רכב בע"מ, פסקה 5 (פורסם בנבו, מיום ט"ז באלול התשס"ז, 30.8.2007) ("לא הוגשה לבית המשפט תוכנית הבראה, ואף לא ראשיתה של תוכנית כזו, וזאת בניגוד מוחלט לדרישות הדין. אכן, ייתכנו מצבים בהם לא יעמוד בית המשפט על קוצו של יוד' בעניין הגשה מיידית של תוכנית הבראה מפורטת, אולם זאת, בעיקר כאשר עסקינו בעסקים סבוכים, אשר קיים אינטרס כלכלי וציבורי מהותי בשימורם כ'עסק חי'. לא כזה הוא המקרה דנן"). השוו גם פש"ר (מחוזי ב"ש) 6289/01 מגה באי בניה מתקדמת ומבנים ניידים בע"מ נ' א.ד.פ.א. בע"מ, פסקה 3 (פורסם בנבו, מיום א' חשוון התשס"ב, 18.10.2001).
- 13 תקנה 38(3) לתקנות ההבראה. כחריג לכך, הסמיכה תקנה 42(א) את בית המשפט לדחות את המועד להגשת תכנית הבראה ב-30 ימים בכל פעם, ובלבד שהתכנית תוגש לא יאוחר מ-120 ימים לפני תום המועד המרבי שנקבע בחוק לצו הקפאת הליכים. המועד המרבי האמור הוא תשעה חודשים. ראו סעיף 350(ב) לחוק החברות. לפי תקנה 42(ב) לתקנות ההבראה, כאשר מוגשת בקשה לצו הקפאת הליכים באישור בית המשפט, בלא תכנית הבראה מצורפת, נדרש המבקש לתאר בבקשה את הצעדים שנקטו ושיינקטו לגיבוש תכנית הבראה. לנכונותם של בתי המשפט להפעיל שיקול דעת ולדחות את הגשתה של תכנית הבראה לשלב מתקדם יותר בהליך, ראו, למשל, פש"ר (מחוזי ת"א) 1896/02, בש"א 17225/02 בעניין נגה אלקטרוטכניקה בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ז באייר התשס"ג, 19.5.2003).
- 14 משרד המשפטים, תזכיר חוק לתיקון פקודת החברות (שיקום חברות), התשנ"ה-1995, סעיף 243ב. עם זה, ראוי לציין כי סעיף 243א לתזכיר האמור ביקש להרחיב את פרשנות המונח "חדלות פירעון" לצורכו, ולהגדירו כ"חברה שמתקיים לגביה האמור בסעיף 258(3), או חברה אשר בשים לב לנסיבות, לנכסיה

8.7 לצד הדרישה המהותית שלפיה בקשה לפתיחת הליך הבראה תוגש רק משהוצעו פשרה או הסדר, הוסיף מחוקק המשנה דרישה דיונית כתנאי לפתיחת ההליך. דרישה זו היא הדרישה בדבר גילוי מפורט. תקנות הבראה מורות כי המבקש מבית המשפט לנקוט מהלך של הבראת חברה, יפרט בכתב שורה ארוכה של פרטים על אודות החברה.¹⁶ הפרטים הנדרשים הם:

- תיאור עסקיה של החברה, לרבות תחומי פעילותה, התפלגות ספקיה ולקוחותיה וגורמי הסיכון הייחודיים לכל ענף שבו היא פועלת.
- תיאור השולט בחברה, שיעור החזקותיו ותחומי פעילותו בחברה ומחוצה לה.
- תיאור נושיה המהותיים של החברה¹⁷ ונושים שהם גם בעלי מניות בה.
- פירוט תזרים המזומנים הצפוי לחברה בתקופת הליך ההבראה.
- תוכן תכנית הבראה המוצעת ופרטים נלווים כגון תיאור ביטחונות וערובות שניתנו לגיבוי תכנית הבראה, הערכת עלויות וסכומי תשלום בעד שירותים הכרוכים בגיבוי תכנית הבראה ובביצועה, הנתונים וההערכות שעליהם מתבססת תכנית הבראה (לרבות הדגם הכלכלי ששימש להערכת סיכויי התכנית).
- פירוט כל המוצע לנושים השונים בתכנית הבראה והשפעת המוצע על זכויותיהם המקוריות, לרבות ציון הסכומים שהנושים לסוגיהם היו מקבלים לו החברה הייתה נקלעת לפירוק.
- עמדת הנושים המהותיים כלפי הבקשה האמורה.
- כל מידע מהותי נוסף באשר לתכנית הבראה.

והתחייבויותיה, לרבות המותנות והעתידיות, קיים חשש ממשי שתוך זמן קצר מיום הגשת הבקשה לצו שיקום, לא יהא ביכולתה לפרוע את חובותיה".

להלן פסקאות 8.12–8.14.

16 פרטי הגילוי הנדרש מפורטים בתקנות 7(א), 38 ו-41(ב) לתקנות הבראה.

17 תקנה 1 לתקנות הבראה מגדירה "נושה מהותי" כ"נושה מובטח וכן נושה מהותי כהגדרתו בתקנות החברות (מיזוג), התש"ס-2000; בבקשה לפשרה או להסדר שמטרתה הבראת החברה – נושה מובטח, נאמן על תעודות התחייבות וכן נושה מהותי כהגדרתו בתקנות החברות (כללים בדבר מינוי כונסי נכסים ומפרקים ושכרם), התשמ"א-1981". תקנה 1 לתקנות החברות (מיזוג), התש"ס-2000, מגדירה "נושה מהותי" כ"מי שהחברה חבה לו חוב אשר במועד ההודעה עולה על סכום של 100,000 שקלים חדשים, או סכום של 15% מן ההון העצמי של החברה, לפי הגבוה מביניהם; (2) הנאמן לתעודות התחייבות כמשמעותן בסעיף 35 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, ובלבד שהסכום הכולל באותה סדרת התחייבויות לא נמוך מהסכומים המפורטים בפסקה (1); הסכום האמור יהיה צמוד למדד המחירים לצרכן שמפרסמת הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, והוא ישתנה אם השתנה המדד שפורסם לאחרונה לפני המועד שבו נחתמה הצעת המיזוג, לעומת המדד שפורסם לאחרונה לפני תחילתן של תקנות אלה, בשיעור השינוי במדד". תקנה 1 לתקנות החברות (כללים בדבר מינוי כונסי נכסים ומפרקים ושכרם), התשמ"א-1981, מגדירה "נושה מהותי" כ"מי שהחברה חבה לו חוב אשר במועד הבקשה עולה על סכום של 100,000 שקלים חדשים או סכום של 10% מסך החובות של החברה שאינם חובות מובטחים, לפי הגבוה מביניהם".

הפירוט הנרחב הנדרש על פי התקנות נועד לבסס את הבקשה לפתיחת הליך הבראה ולהעביר לבית המשפט מידע הנחוץ לשם הערכת הבקשה וטיבה. בלא מידע מצד המבקש על אודות החברה יתקשה בית המשפט לשקול בדעתו אם יש ליוזמת ההבראה סיכוי מציאותי להתגשם, ולפיכך – אם ראוי להיעתר לבקשה אם לאו.

2. תיקון מס' 19 לחוק החברות

8.8 עם חקיקת תיקון מס' 19 לחוק החברות בקיץ התשע"ב-2012 הורחב הבסיס החקיקתי להבראת חברות מסעיף 350 לברו לפרק שלם (הפרק השלישי לחלק התשיעי של חוק החברות), בעל שני סימנים מלאים המשתרעים מסעיף 350 ועד סעיף 350טז לחוק.¹⁸ הסימן הראשון היה סעיף 350 המקורי עם תיקונים מסוימים. כותרתו הייתה "פשרה או הסדר – הוראות כלליות". הוראתו העיקרית נותרה סעיף 350(א) במתכונתו המקורית, קרי: סמכותו של בית המשפט לכנס אסיפות של בעלי מניות או של נושים לשם הצבעה על פשרה – או הסדר – שהוצעה בין החברה לבין בעלי מניותיה או נושיה.¹⁹ היות שהוראת הסעיף בעניין זה לא השתנתה, מובן כי גם לא השתנה דבר באשר לתנאי הסף להגשת בקשה לבית המשפט לשם כינוס אסיפות לדיון בהצעת פשרה או הסדר. כמו לפני תיקון מס' 19 לחוק, גם עתה לא נקב החוק בעניין זה בזהות מבקש הבקשה ולא דרש דרישה מהותית של חדלות פירעון כתנאי להגשת בקשה לבית המשפט.

8.9 כותרתו של הסימן השני הייתה "פשרה או הסדר שמטרתם הבראת החברה". סימן זה, שכלל את סעיפים 350א–350טז לחוק, קבע את האמצעים המשפטיים שייטעו לחברה ולבית המשפט לקדם את הבראתה באופן מעשי. אמצעי ראשוני ועיקרי בהקשר זה הוא בקשת החברה מבית המשפט לצוות על הקפאת הליכים להגנתה הזמנית מפני נושיה.²⁰ טרם חקיקתו של תיקון מס' 19 לחוק החברות, הסמכות של בית המשפט להיעתר לבקשה כאמור הייתה קבועה בסעיף 350(ב) לחוק. תיקון מס' 19 נייד הוראה חקיקתית זו אל סעיף 350ב. סעיף 350ב(1) קבע לאמור:

"הוגשה בקשת הבראה,²¹ רשאי בית המשפט, אם שוכנע כי יהיה בכך כדי לסייע להבראת החברה, לתת צו ולפיו, במשך תקופה שלא תעלה על תשעה חודשים, לא ניתן יהיה להמשיך או לפתוח בשום הליך נגד החברה, אלא ברשות בית המשפט ובתנאים שיקבע".

18 סימן ג' לפרק זה הוסף בתיקון מס' 18 לחוק החברות. על תיקון זה ראו לעיל פסקאות 7.71–7.76.
19 לפירוט הוראותיו של סעיף זה ראו לעיל פסקאות 8.5–8.6.
20 על צו זה, תפקידו וחשיבותו להליכי הבראה ראו להלן פרק שנים-עשר.
21 "בקשת הבראה" הוגדרה בסעיף 350א לחוק כך: "בקשה לפי סעיף 350 לפשרה או להסדר שמטרתה הבראת החברה".

8.10 חרף השינוי בחלוקת הסעיפים, בעניין הגשת הבקשות לפתיחת הליך הבראה ולמתן סעד הביניים של צו הקפאת הליכים, המשיך תיקון מס' 19 את המצב החקיקתי שקדם לו. בין לצורך פתיחת הליך ההבראה לפי סעיף 350 כשלעצמו ובין לצורך בקשה למתן צו הקפאת הליכים לפי סעיף 350ב, לא דרש החוק כל הוכחה של חדלות פירעון כתנאי סף להגשת הבקשה.

3. חוק חדלות פירעון

(א) חייב בשר ודם

8.11 חוק חדלות פירעון דורש, כפקודת פשיטת הרגל בעבר, כי חייב בשר ודם המגיש בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון בעניינו יוכיח כי הוא חדל פירעון או שההליך יסייע למנוע את חדלות פירעונו. זהו תנאי סף להגשת הבקשה.²² חייב המבקש להיכנס להליך, שבסופו יישמט חלק מחובותיו הבלתי פרועים באופן משפטי מוחלט, נדרש להתייצב ולטעון באופן רשמי כי הוא אכן חדל פירעון, קרי: אין ביכולתו לשלם את כלל חובותיו – למצער, בהגיע מועד פירעונו.

(ב) מסלול מלא להבראת חברות

8.12 חוק חדלות פירעון מאפשר לחייב שהוא תאגיד להגיש בקשה לפתיחת הליך בעניינו, בין שההליך יימשך כהליך מימושי ובין כהליך הבראה. בשונה מן הדין שקדם לו, החוק מחולל כאן שינוי. הוא דורש כתנאי סף להגשת בקשה כאמור להראות לבית המשפט כי החייב הוא חדל פירעון או כי צו פתיחת ההליך יסייע למנוע את חדלות פירעונו.²³ רוצה לומר, על החייב להראות אחת משתיים: או שהוא חדל פירעון כבר בשעת הגשת הבקשה; או שהוא קרוב לחדלות פירעון באופן שהמשך התנהלות שוטפת מצידו, ללא פתיחת הליך קיבוצי בעניינו, יביאנו לידי חדלות פירעון. תנאי סף כאמור, למצער לצורך פתיחת הליך הבראה, הוא חידוש של החוק.

(ג) מסלול קל להבראת חברות

8.13 חוק חדלות פירעון מוסיף מסלול הבראה חלופי למסלול ההבראה הקבוע בראשית. בחלק י' לחוק מוסדר הליך המכונה "הסדר חוב שלא במסגרת צו לפתיחת הליכים".²⁴ הליך זה הוא יורשו של סעיף 350 לחוק החברות שלאחר תיקון מס' 19 לחוק. כלומר, הוא מאפשר לפתוח הליך הבראה (המכונה בלשון החקיקה, משום-מה: הסדר חוב) "קל", שכל עניינו הוא פנייה לבית המשפט, הצגת תכנית הבראה ומיד הצבעה עליה לשם אישורה בהכרעה רובנית ובאישור עוקב של בית המשפט.

22 סעיף 104(א)(1) לחוק.

23 שם, סעיף 7(א)(1).

24 סעיפים 318–345 לחוק.

- 8.14 מסלול הבראה זה נבדל מן המסלול המלא בעניינים אלה:
- (א) אין כל תנאי סף לפתיחת מסלול זה. אין נדרש להציג לבית המשפט באופן רשמי כי החברה היא חדלת פירעון או קרובה לכך. שמו הרשמי של המסלול אף מעיד על כך.
- (ב) במסלול זה אין קיימים הסעדים שניתן לקבל מבית המשפט לשם קידום הליך הבראה במסלול המלא. סעדים אלה כוללים: עיכוב הליכים,²⁵ מתן הוראות בדבר שימוש בנכסים משועבדים,²⁶ קבלת אשראי חדש לחברה בתנאים משופרים²⁷ ואימוץ חוזים נמשכים.²⁸

נמצאנו למדים כי מסלול זה הוא זמין יותר ונגיש יותר לחברות בהשוואה למסלול הבראת החברות המלא. ניתן לפנות למסלול הקל ולהסתייע בו ללא כל צורך להוכיח תחילה שהחברה היא חדלת פירעון. כלומר: המסלול יאפשר לחברות להסתייע בו גם בטרם היותן חדלות פירעון או על סִפּה של חדלות פירעון. זאת ועוד: כפי שציינתי לעיל בהרחבה,²⁹ זיהוי מצבה הכספית של חברה כחדלת פירעון, או כקרובה לחדלות פירעון, הוא קשה עד למאוד בזמן אמת. המסלול הקל מייתר כל צורך של חברה להלאות את עצמה בשאלות אלה מעיקרא.³⁰ זהו יתרון שימושי של ממש.

ג. מגמות השוק: זליגה אל עבר מסלולי הבראה "ידידותיים" לחייב

8.15 החקיקה בישראל מעולם לא חייבה באופן מוחלט למנות בעל תפקיד בהליך הבראה של חברה. זו הייתה אפשרות קיימת, אולם לא האפשרות היחידה. אפשרות חלופית הייתה להותיר את נושאי המשרה בחברה לניהול החברה ולקידום הבראתה גם במסגרת ההליך, בלי למנות בעל תפקיד חיצוני.³¹ שתי האפשרויות היו קיימות הן לפני תיקון מס' 19 לחוק החברות והן לאחריו.³² עם זה, אפשרויות חקיקה לחוד ומציאות שיפוטית לחוד. למעשה, נוצר בבתי המשפט קשר הדוק בין מתן צו הקפאת הליכים להגנת החברה לבין מינוי בעל תפקיד לחברה.³³ פסיקתם של בתי המשפט מלמדת כי מבחינת

25 להלן פרק שנים-עשר.

26 שם.

27 שם.

28 להלן פרק ארבעה-עשר.

29 לעיל פסקאות 4.3–4.10.

30 עם זה, על פי החוק, החברה עדיין תיאלץ להעסיק את עצמה בשאלות כאמור אם יהיה ברצונה להיזקק למסגרת של "משא ומתן מוגן". ראו סעיפים 337–345 לחוק.

31 ראו דיון נרחב בעניין זה להלן פרק תשיעי.

32 שם, פסקאות 9.4–9.7. חוק חדלות פירעון פגם באפשרות להותיר את נושאי המשרה בתפקידם בכך שהוא מחייב במקרה כאמור מינוי של בעל תפקיד לציידם. ראו סעיף 36(ב) לחוק.

33 דוגמה מאלפת לכך היא המקרה שנדון בפר"ק (מחוזי מרכז) 12-01-34468 בעניין אייס אוטו דיפו בע"מ. בעניין זה ביקשה החברה, בתמיכה של הכונס הרשמי, לפתוח הליך הבראה עם צו הקפאת הליכים, אולם תוך הותרת ההנהלה בתפקידה מבלי למנות לה בעל תפקיד. בית המשפט לא נעתר לכך ומינה לה בעלי תפקיד לאלתר. לדיון בשאלת מינוי של בעל תפקיד או אי מינויו ראו להלן פרק תשיעי.

השופטים שני עניינים אלה, צו הקפאת הליכים ומינוי בעל תפקיד לחברה, כרוכים יחדיו – משל היו מקשה אחת.³⁴

8.16 בשנים האחרונות ניכרת מגמה מעניינת בשוק. חברות החלו לבקש מבתי המשפט לכנס אסיפות נושים לפי סעיף 350 לחוק החברות לשם אישור תכנית הבראה (בלשון השוק: הסדר) מוצעת. בקשה כאמור היא בקשה לפתיחת הליך הבראה לכל דבר ועניין. היא באה להשיג את היעד הסופי של הליך כאמור: אישור תכנית הבראה שתשנה מכאן ואילך את המבנה ההוני של החברה, את זכויות נושיה ולעתים גם את פעילותה העסקית. עם זה, נמנעו החברות מלבקש מבתי המשפט, במשולב עם הבקשה האמורה, גם צו הקפאת הליכים להגנת החברה מפני נושיה. מגמה זו החלה בעניין **אפריקה ישראל** והמשיכה אחר-כך גם בעניין **דלק נדל"ן**, **אלביט הדמיה**, **אי. די. בי החזקות**, **אי. די. בי פיתוח**, **מגה**, ועוד.³⁵ זהותן של חברות אלה יש בה כדי ללמד כי מדובר במגמה הרווחת אצל חברות גדולות ומדווחות, בין שהן בגדר חברה ציבורית ובין שהן בגדר חברת אג"ח. אך מדובר לא רק בקרב חברות כאמור ולא בקרב חברות החזקות גרידא. **מגה** היא חברה מסחרית תפעולית פרטית, בעלת נושים שונים הכוללים את עובדיה, ספקים, ועוד. אף היא ביקשה להידרש למהלך כאמור בבית המשפט.³⁶

כאמור, זוהי תופעה חדשה יחסית. בשנים עברו הייתה זו כמעט מצוות אנשים מלומדה שבבקשה לפתיחת הליך לפי סעיף 350 לחוק שולבה מניה וביה גם בקשה לצו הקפאת הליכים על מנת שהחברה תקבל פסק זמן לשעה מגבייה אפשרית או כל פעולה משפטית אחרת מצד נושיה. המגמה החלה כאמור בשנת התשס"ט-2009, עוד בטרם נחקק תיקון מס' 19 לחוק החברות. המגמה נמשכה ואפילו התבססה עוד יותר לאחר חקיקתו של תיקון מס' 19. תיקון זה חילק באופן רשמי את הליכי הבראה לשני סימנים נפרדים בחוק: עצם כינוס האסיפות לפי סעיף 350 הועמד בפני עצמו בסימן א' לפרק, בעוד שאמצעי העזר החינויים להליך הבראה – צו הקפאת הליכים, המשך קיומם של חוזים נמשכים ואשראי

34 כריכת שני אלה יחד אינה מחויבת המציאות. מדובר בשני עניינים הנבדלים מבחינה עיונית ומבחינה תפקודית זה מזה. לדיון מורחב בסוגיה של כריכת עיכוב ההליכים ומינוי בעלי תפקיד ראו להלן פסקאות 9.15–9.20.

35 פר"ק (מחוזי ת"א) 10344-11-09 בעניין **אפריקה ישראל להשקעות בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"ב חשון התשע"ז, 9.11.2009); פר"ק (מחוזי ת"א) 12230-04-12 בעניין **דלק נדל"ן בע"מ**, **בקשת החברה להסדר נושים** (מיום ז' שבט התשע"ב, 31.1.2012); פר"ק (מחוזי ת"א) 42576-02-13 בעניין **אלביט הרמיה בע"מ**, **"בקשה מטעם נאמנים של מחזיקי אגרות החוב של החברה למינוי מומחה לבחינת הסדר חוב ... בהסכמת החברה"** (מיום י' תמוז התשע"ג, 18.6.2013); פר"ק (מחוזי ת"א) 11478-06-13 בעניין **אי. די. בי חברה לאחזקות בע"מ**; פר"ק (מחוזי ת"א) 36681-04-13 בעניין **אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ' אייר התשע"ג, 30.4.2013); פר"ק (מחוזי ת"א) 61098-06-15 בעניין **מגה קמעונאות בע"מ** (פורסם בנבו, מיום י"ד תמוז התשע"ה, 1.7.2015) מכלל המקרים האמורים יש לציין את **אי. די. בי פיתוח** כמקרה שבו הנושים יזמו את פתיחת ההליך ואפילו הם נמנעו מלבקש מינוי בעל תפקיד, אלא הציעו תכנית הבראה מטעמם וביקשו להצביע עליה. היה זה בית המשפט שמינה שם משקיף לדירקטוריון החברה ומומחה לבחינת הסדר החוב המתקם, שכן מינוי האחרון פורש בבית המשפט כחובה שחייבו המחוקק.

36 היה זה הסדר ראשון של חברת מגה עם נושיה, אשר כעבור חודשים אחדים קרס ואילץ את מגה לשאת ולתת עימם שנית בחסות צו הקפאת הליכים.

חדש לחברה שבהבראה – הושמו בפני עצמם בסימן ב' לפרק.³⁷ בכך, כמו שידר המחוקק לשוק שאף הוא מבחין בין "הליך הסדר גרידא" לבין הליך "שמטרתו הבראת חברה", כשמו של סימן ב' לפרק. לדעת, רצייתה של הבחנה זו בין הסימנים מוטלת בספק.

8.17 ההתנהלות החדשה בשוק אומרת "דרשני". לאחר בחינה מדוקדקת והתבוננות מעמיקה תימצא למד כי פשרה הוא זה: חברות ונושיהן מבקשים לקדם משא ומתן ביניהם ולנהל מהלך שיניב תכנית הבראה בת אישור. ברי להם שהם יזקקו למעורבותו של בית המשפט, ולו לשם מנגנון הכרעה רובני. ברם, החברות והנושים מבקשים לנהל את המהלך האמור בקשר עסקי-משפטי ענייני וישיר ביניהם, ללא מתווכים וללא כניסה של גורמים חדשים שישנו את ההתנהלות השוטפת בתקופה זו, וללא סיקור תקשורתי חודרני השכם והערב. לשון אחר: הם מבקשים להימנע ממינויו של בעל תפקיד על ידי בית המשפט אשר ישתלט על העניינים ויתחיל לנווט בעצמו מהלכים, כפי שייראו לו לנכון, להצלת החברה או למכירתה. השוק הבין היטב כי צו הקפאת הליכים שניתן בבית המשפט גורר גם את מינויו של בעל תפקיד לחברה. מכך חפצו חברות ונושיהן להימנע. לפיכך, על מנת להימנע מן הסיכון (לשיטתם) של מינוי בעל תפקיד לחברה, נמנעו החברות מלבקש צו הקפאת הליכים,³⁸ אפילו כשצו כאמור נדרש להן באופן מיידי כלפי נושה לוחץ.³⁹

8.18 החברה היא הגורם המתאים ביותר ליזום הליכי הבראה. לא פעם יוזמה זו נעשית לאחר מגעים עם נושיה, או, לפחות, עם אחדים מן הנושים הגדולים והמכבידים. חברות גדולות ונכבדות בשוק הישראלי מזהות בשלב מסוים כי קיים צורך לטפל בעצמן בדרך של גיבוש תכנית הבראה. הן חותרות לקידום מהלך כזה בניסיון מצידן לצמצם את התהודה השלילית הנלווית למהלך כאמור ובניסיון למזער כל שינוי בתנאי התנהלותן בעסקים ובמגעיהן מול הנושים בתקופת גיבוש ההסכמה עימם. החברות והנושים חותרים כל העת למציאת דרכים יצירתיות לעקוף את מה שנחשב בעיניהן כמהמורות משפטיות. התופעה של בקשה לקידום תכניות הבראה בלא מתן צו להקפאת הליכים היא דרך שבה השוק "מצביע ברגליים" בעד הליכי הבראה ידידותיים יותר ומאיימים פחות בעיני החברות ונושיהן.

ד. תנאי הסף הנדרשים לפתיחת הליך הבראה – דיון עיוני

8.19 ככל שניתן לדייק יותר ולפתוח הליך הבראה לחברה בסמוך להתהוות קשייה הכספיים, כך תגדל יעילותו של ההליך המשפטי. הטיפול המשפטי יגיב על הבעיה הקיבוצית של החברה בלא שיהוי

37 ראו על כך לעיל פסקאות 8.8–8.10.

38 החיבור השיפוטי בין צו הקפאת הליכים לבין מינוי בעל תפקיד לחברה אף מיתג בעיני השוק את צו הקפאת הליכים כמותג שלילי ופוגעני לחברות, הגם שלאמיתו של דבר זהו צו שכל כולו עזר וסיוע לחברה להגנה מפני נושיה בעת צרתה.

39 אלביט הדמיה ביקשה מבית המשפט בהליך בעניינה צו מניעה נגד נושה מובטח שלה שביקש ללוחצה בגבייה, אך נמנעה מלכנותו "צו הקפאת הליכים" רק בשל החשש שהדבר יגרור כאמור את תוצרי הלוואי השיפוטיים והתודעתיים של צו הקפאת הליכים. ראו ת"א (מחוזי ת"א) 23408-06-13 אלביט הדמיה בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ב תמוז התשע"ג, 20.6.2013).

ובכך יחסוך מן החברה ומנושיה בזכו משאבים מיותר. המטרה של מעצב המדיניות היא אפוא לצייד את הצדדים בכלים אשר יעודדו ניתוב של חברות בקשיים כספיים לנקוט הליך קיבוצי בסמוך להתהוות הבעיה הרב-צדדית. דא עקא, שיקולי חברה באשר לשאלה אימתי לפנות לבית המשפט ולבקש ממנו לפתוח הליך קיבוצי בעניינה, עלולים להתגלות כשיקולים אנוכיים אשר אינם עולים בהכרח בקנה אחד עם טובתה הכללית, עם טובתם של נושיה ושל שאר בעלי העניין הקשורים בה. שני חששות מנוגדים עלולים להתעורר בעניין זה:

(א) החשש מפני פתיחה מוקדמת מדי של הליך קיבוצי.

(ב) החשש מפני דחיית ההליך ופתיחתו בשלב מאוחר יחסית.

להלן יידון בנפרד כל אחד משני חששות אלה. הדין יבליט כלים משפטיים ואחרים העשויים למתן את החששות האמורים. ברם, אקדים ואומר כי בהיות שני החששות מנוגדים, כלים העשויים למתן את אחד החששות עלולים להחרף את החשש האחר. עיצוב הדין בעניין זה הוא אפוא משימה מורכבת. למשימה זו אגש בשלהי הדיון האמור.

1. החשש מפני פתיחה מוקדמת מדי של הליך קיבוצי

(א) תיאור החשש

8.20 החשש הראשון הוא מפני הגשתה בטרם עת של בקשת החייב. הניחו כי חברה נתקלת בנושה אחד או יותר הנוקטים קו נוקשה כלפיה. נושים כאמור פועלים במרץ לגבות ממנה מהר וביעילות את חובה, בלי לשעות לבקשותיהם של קברניטי החברה להתחשב בה ולהקל עליה לפי שעה.⁴⁰ כדי להתגונן מפני נושה נוקשה כאמור, או אפילו משיקולי נוחות אנוכיים לחלוטין, עלולה החברה להחליט כי ברצונה לבקש מבית המשפט להיכנס להליך קיבוצי ולארגן מחדש את מערך חובותיה והונה. ההליך הקיבוצי מקל על החברה מיד ובמידה ניכרת. הוא מסיר מעליה, לפי שעה, את הלחץ שלוחצים אותה נושיה. בהליך הבראה כפוף כל אחד מן הנושים להקפאת הליכים,⁴¹ כלומר זכותו לגבות מן החברה מושעת לפי שעה והוא אינו זכאי להמשיך לנקוט כל פעולה נגדה או נגד נכסיה.⁴² לפיכך, קיים חשש שמא יבקשו קברניטי החברה לנווטה אל נמל המבטחים של הקפאת הליכים ויהפכו את ההליך לעיר מקלט מפני נושים, הלכה למעשה. החשש הוא כי החברה תיזום צעד כאמור אף אם מצבה הכספי אינו דורש לפי שעה הליך קיבוצי. אם אמנם כך יקרה, עלול הליך ההבראה לשמש כלי שרת בידי חייבים לסיכול זכויות גבייה של נושים אשר נרכשו כדת וכדין. מהלך מחושב כאמור יפגע ביציבותן של זכויות משפטיות תקפות ויערער את הסתמכות הנושים עליהן. בהתאמה, נושים יקשיחו את תנאי האשראי כלפי חייבים, והסביבה העסקית כולה תצא נפסדת, בסופו של דבר.

40 דוגמה לאחד האיזומים היעילים יחסית כלפי חברה שאינה פורעת את חובותיה היא האיום באישום פלילי כלפי מנהלי חברה שאינה מעבירה לרשויות המס ניכויים שניתכה כמס במקור. ראו סעיפים 117, 164, 166, 219, 224 לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש].

41 סעיפים 25 ו-29–31 לחוק חדלות פירעון. קדם להם סעיף 350 לחוק החברות.

42 לדין מפורט בתוקף עיכוב ההליכים כלפי נושים מובטחים ובהיקפו ראו להלן פסקאות 12.4–12.15.

(ב) אמצעים אפשריים להרגעת החשש

- 8.21 היוזמה האנוכית של החייב לנצל את ההליך הקיבוצי לרעה ולחסות בצלו שלא לצורך ניתנת לוויסות ולבקרה בכמה אופנים. כלי הבקרה המשפטיים האפשריים הם אלה:
- (א) הצבת חדלות פירעון כתנאי סף להגשתה של בקשת הבראה.
- (ב) דרישת תום לב בהגשתה של בקשת הבראה.
- (ג) הטלתה של אחריות אישית על נושאי המשרה של החברה בגין בקשות סרק.
- (ד) אמצעים חוזיים-תאגידיים המאפשרים לנושה לשלוט בפתיחתו של הליך חדלות הפירעון.
- כלי בקרה אלה ייבחנו להלן כסדרם.

(1) חדלות פירעון כתנאי סף לבקשת הבראה

8.22 אחת הדרכים האפשריות לצמצם את תופעת הניצול לרעה של הליך ההבראה בידי חברות, שאינן נתונות בקשיים כספיים, היא לשלב בחוק תנאי סף מפורש שידרוש ממבקש ההבראה לשכנע את בית המשפט כי "אין ביכולת החברה לפרוע את חובותיה בהגיע מועד קיומם". מנגד, לשם עידוד נקיטתם של הליכי הבראה לפני הדקה ה-90, ניתן להרחיב מעט את העילה האמורה ולקבוע כי חברה תיחשב לעניין זה לחדלת פירעון אם המשך ניהול עסקיה צפוי להביאה לידי מצב כספי כאמור בטווח זמן של שבועות אחדים,⁴³ או שפתיחת ההליך תסייע למניעה של חדלות פירעונה.⁴⁴ הצבת תנאי סף כאמור תשווה את התנאים לבקשת ההבראה לתנאיה של בקשת הפירוק. פועלו יהיה מניעת הסתננותן של חברות יציבות ובריאות מבחינה כספית לתחום שנועד לטפל מבחינה משפטית דווקא בחברות הסובלות מקשיים כספיים. תנאי סף כאמור הוא אפוא אמצעי בקרה אפשרי להגנת עניינם של נושי החברה.

(2) תום לב בהגשתה של בקשת הבראה

8.23 אפילו לא ייקבע בחוק כי חדלות פירעון היא תנאי סף לכניסה להליך הבראה, עדיין יש בכוחם של בתי המשפט לעמוד על המשמר מפני ניצול הליכי המשפט לרעה, באמצעות עקרון תום הלב. כבכל הפעלת זכות או נקיטת פעולה משפטית, הפועל כפוף לחובה הכללית לנהוג בתום לב ובדרך מקובלת. לפיכך, גם חברה המבקשת להקפיא הליכים נגדה, ומתימרת להיכנס להליך הבראה, חייבת להתייבב לפני בית המשפט כשידיה נקיות. בקשת הבראה שתוגש בעוד החברה מסוגלת להתמודד עם נושיה השונים תיחשב לפעולה המונעת ממניעים זרים למשפט.⁴⁵ פעולה זו חותרת תחת עקרון היסוד בדבר

43 השוו תזכיר שיקום חברות, לעיל ה"ש 14.

44 סעיף 7(א)(1) לחוק חדלות פירעון.

45 ראו גם Lawrence Ponoroff & F. Stephen Knippenberg, *The Implied Good Faith Filing Requirement: Sentinel of an Evolving Bankruptcy Policy*, 85 Nw. U. L. Rev. 919 (1991).

“פריעת בעל-חוב מצווה”⁴⁶ לפיכך, בקשת הבראה שתוגש בנסיבות מוקדמות כאמור תיחשב לשימוש בהליכי משפט שלא בתום לב, ובית המשפט לא ייעתר לה.

(3) הטלת אחריות אישית על נושאי המשרה בחברה

8.24 הגשתה של בקשת סרק למהלך הבראה עלולה להיחשב לפעולה בחוסר תום לב. מלבד דחיית בקשת החברה, היא בית המשפט רשאי לפסוק גם פיצוי לניזוקים מן ההתנהגות חסרת תום הלב. ברם, גם אם יפסוק בית המשפט פיצוי כספי בגין הפרתה של חובת תום הלב בנסיבות אלה, או יקנוס את החברה המבקשת בהוצאות משפט לדוגמה, ייוותר קושי מעשי: מי יהיה זכאי לפירות הפיצוי או הקנס האמורים? לכאורה, כל נושה של החברה שנפגע מבקשת הסרק יהיה זכאי לפיצוי. ברם, הוראה כאמור נראית בלתי מעשית. יהיה קשה ביותר לקבוע מי מקרב נושי החברה נפגע מבקשת הבראה המיותרת, ועד כמה נפגע מכך. לפיכך, פתרון מעשי יהיה לפצות את קופת החברה בגין הנזק לכלל נושיה. ברם, אם על החברה, אשר הגישה את בקשת הסרק, לפצות את עצמה, מה הועילו חכמים בתקנתם? אין זאת אלא בבחינת “יכה יוסי את יוסי”. לפיכך, חלופה כספית ראויה יותר עשויה להיות הטלת אחריות אישית על דירקטוריון החברה בגין הגשתה של בקשת סרק לנקיטת הליך קיבוצי. הטלת אחריות כאמור תשרת את העיקרון בדבר פיצוי הנושים הניזוקים (אף כי, בעקיפין, באמצעות התשלום לקופת החברה). אולם, חשוב מכך, הטלת אחריות אישית על הדירקטורים תרתיעם מלנקוט הליכי סרק בלתי רצויים כאמור. ואמנם, נושאי משרה חייבים לפעול בכל עת “לטובת החברה”⁴⁷. זהו עיקר חובות ההתנהגות של נושאי משרה. מחלוקת משפטית נסבה על השאלה הפרשנית “טובת החברה – מהי”⁴⁸. לפי שיטת הגורסים כי טובה זו היא טובתה של החברה במונחה הכולל, ולא דווקא טובתם של בעלי המניות, הרי שטובת החברה עשויה לחייב את נושאי המשרה שלא להכניס חברה להליך קיבוצי בטרם עת. נקיטת פעולה כאמור תהפוך את מקבלי ההחלטה, היינו הדירקטורים, לכאלה שהפרו את חובת הזהירות או את חובת האמונים כלפי החברה, ועל כן – לנושאים באחריות אישית כלפיה.⁴⁹ לעומת אלה, יש הגורסים כי כל עוד החברה היא בת פירעון (ובכך עסקינן בפסקה זו), הרי ש“טובת החברה” משמעה טובתם של בעלי המניות. לפי שיטה זו, כל עוד הגשתה של בקשת הסרק אינה כרוכה בפגיעה צפויה ברווחיות החברה ובערך מניותיה, יהיה קשה לראות במהלך של הדירקטוריון משום הפרתה של חובת הזהירות או של חובת האמונים שלו כלפי החברה. לפיכך, לפי שיטה זו, כל המעוניין בהפעלת אמצעי

46 ערכין, כב, ע”א; כתובות, פו, ע”א.

47 סעיפים 252–254 לחוק החברות.

48 לעיל פסקה 3.55 והאסמכתאות המובאות שם.

49 מבחינה דיונית, לשם אכיפת האחריות האישית כלפי הדירקטורים, יידרש שימוש בהליך התביעה הנגזרת. העניין לתבוע בשם החברה את הדירקטורים בגין אחריות כאמור הוא עניין של הנושים. לפיכך, כל הסבור כי הטלת אחריות אישית דרושה למיתון החשש מפני פתיחה מוקדמת של הליך קיבוצי, חייב לדאוג כי חוק החברות יתוקן ויאפשר לנושה להגיש תביעה נגזרת בגין עילה זו. כיום, נושה זכאי להגיש תביעה נגזרת בשם חברה רק בגין חלוקה אסורה, כלומר בגין חלוקת דיבידנדים או רכישה עצמית של מניות. ראו סעיף 204 לחוק החברות.

הבקרה של אחריות אישית של הדירקטורים ייאלץ לדאוג לחקיקה מפורשת שתטיל אחריות אישית על הדירקטורים בגין הגשתן של בקשות סרק כאמור.⁵⁰

(4) אמצעים חוזיים-תאגידיים לשליטת הנושה בפתחת הליך חדלות הפירעון

8.25 ברבות השנים פיתח השוק העסקי שילוב של כלים חוזיים ותאגידיים שונים, אשר תכליתם העיקרית היא להעניק למלווה של חברה שליטה יחסית באפשרות שהחברה הלווה תיכנס להליך של חדלות פירעון.⁵¹ כלים אלה מכונים בארצות-הברית bankruptcy remote entities. אלה הן אישיות משפטיות, שיש סבירות נמוכה יחסית שייקלעו להליך של חדלות פירעון שלא על דעת המלווה. כאשר חברה פונה ומבקשת אשראי ממוסד פיננסי, אחד החששות הגדולים המטרידים את המלווה-בכוח הוא כי בשלב מסוים תיקלע החברה להליך של חדלות פירעון שלא על דעתו. במקרה כזה, ייאלץ המלווה לכתת את רגליו לצד יתר הנושים ולהמתין לפירעון חובות קיבוצי. מלווים רבים מבקשים להימנע מכך ולהבטיח כי הליך חדלות הפירעון ייפתח רק לפי העדפותיהם הפרטיות. לשם כך עליהם להתגבר על שני גורמים העלולים לשבש את תכניותיהם: עליהם למנוע בעד נושים אחרים מלהתערב ולפתוח הליך של חדלות פירעון נגד החייב, ועליהם למנוע בעד החייב עצמו מלפתוח הליך כאמור. ה- bankruptcy remote entity נועד לספק מענה הולם על העדפות מלווה-בכוח כאמור. כיצד? ראשית, עובר להלוואה, דורש המלווה-בכוח מן החברה להקים תאגיד חדש שיימצא בשליטת החברה. תאגיד זה מכונה לא אחת special purpose vehicle (SPV). או אז, יעמיד המלווה אשראי ל-SPV. ה-SPV יעביר אחר כך לרשות החברה את הכספים שהתקבלו מן המלווה.⁵² באמצעות תיעול האשראי לתאגיד החדש ולא הישר לחברה, מצליח המלווה לבודד את עצמו מיתר נושי החברה. כלומר, יתר נושי החברה לא יוכלו לזווג פתיחת הליך חדלות פירעון של ה-SPV, פשוט משום שאין הם נושיו. המלווה לבדו הוא הנושה

50 חקיקה פרטנית המטילה אחריות אישית על נושאי משרה בגין פעולות מסוימות של חברה אשר המחוקק מבקש למנוען היא אמצעי מוכר להשגת מטרת החקיקה. ראו, למשל, סעיף 52א(ב) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968; סעיף 48 לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988; ע"פ 3027/90 **מודיעים בינוי ופיתוח בע"מ נ' מדינת ישראל**, פ"ד מה(4) 364, 378-380 (התשנ"א-1991).

51 על מגוון האמצעים שנועדו להרתיע חייב מליזום פתיחת הליך של חדלות פירעון בעניינו, ראו Michael D. Fielding, *Preventing Voluntary and Involuntary Bankruptcy Petitions by Limited Liability Companies*, 18 BANK. DEV. J. 51 (2001).

52 פעמים רבות העברת הכספים לחברה תיעשה כנגד נכסים שהחברה תעביר לידי ה-SPV. נכסים אלה ישועבדו על ידי ה-SPV להבטחת פירעון האשראי למלווה. מהלך זה אופייני לעסקאות מימון המכונות איגוח (מלשון אג"ח, כלומר אגרות חוב), ובלע"ז securitization. ראו Edward M. Iacobucci & Ralph A. Winter, *Asset Securitization and Asymmetric Information*, 34 J. LEGAL STUD. 161 (2005); Leon T. Kendall, *Securitization: A New Era in American Finance*, in A PRIMER ON SECURITIZATION 1 (Leon T. Kendall & Michael J. Fishman eds., 1996); Lois R. Lupica, *Revised Article 9: Securitization Transactions and the Bankruptcy Dynamic*, 9 AM. BANKR. INST. L. REV. 287 (2001); Steven L. Schwartz, *The Alchemy of Asset Securitization*, 1 STAN. J. L. BUS & FIN. 133 (1994); Steven L. Schwarcz, *Structured Finance: The New Way to Securitise Assets*, 11 CARDOZO L. REV. 607 (1990); The Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of The Association of the Bar of the City of New York, *Structured Financing Techniques*, 50 BUS. LAW. 527 (1995).

בתאגיד החדש.⁵³ בכך בא על פתרונו החשש הראשון של המלווה. ההתמודדות עם החשש השני, היינו החשש כי החייב יפתח ביוזמתו הליך של חדלות פירעון, תהיה באמצעות התניות חוזיות. בהסכם ההלוואה המלווה עשוי להתנות את ההלוואה בהתחייבות החברה שלא לפתוח בהליך של חדלות פירעון בלא הסכמה מראש של המלווה. הפרת תניה זו תגרור האצת כל התשלומים שהחברה חייבת לפי הסכם ההלוואה. ברם, אפילו עתה יחשוש המלווה שמא החברה, בראותה כי אין לה עוד מה להפסיד וכי היא כבר נתונה במצוקה כספית, תפר תניה זו ותיזום הליך של חדלות פירעון בעניינה. ספק רב הוא אם בנסיבות שבהן הבקשה לחדלות פירעון כאמור כבר הוגשה, ובה טענה של החברה כי היא זקוקה להגנה מסוימת מפני ניסיונות מימוש חפוזים מדי מצד המלווה, ידחה בית המשפט את בקשתה אך בשל טענת המלווה כי בקשת החברה היא הפרה של החוזה ביניהם.⁵⁴ לפיכך, אמצעי יעיל יותר להגשמת מבוקשו של המלווה הוא התניה חוזית כי עד למועד פירעון ההלוואה ימונה דירקטור מטעמו לדירקטוריון החברה וכי כל החלטה בחברה לפנות לבית המשפט ולבקש פתיחת הליך של חדלות פירעון, תאושר פה אחד בדירקטוריון. המלווה יוודא כמובן כי תניה זו תמולא על ידי החברה, עובר להלוואה. החברה תידרש לתקן את תקנונה בהתאם.⁵⁵ שימוש ב-SPVs הוא אפוא פתרון חוזי להתמודדות עם החשש מפני פתיחה מוקדמת מדי של הליך חדלות פירעון בידי החייב. עם זה, הוא עלול לעורר קושי מנוגד. ה-SPVs עצמם עלולים להיות מנועים מלהיכנס להליך של חדלות פירעון בשעה שהם עצמם כבר חדלי פירעון, כל עוד המלווה אינו מעוניין בכך בשל העדפותיו הפרטיות.⁵⁶

- 53 זוהי מעלתו של הפיצול התאגידי האמור לעומת החלופה של שעבוד גרידא של נכסים על ידי החברה להבטחת עדיפותו של המלווה על פני יתר הנושים. בשעבוד הנכסים, אמנם זוכה המלווה לעדיפות, אולם הוא עדיין כפוף לסיכון כי נושים אחרים יכניסו את החברה להליך של חדלות פירעון שלא על פי העדפתו הפרטית של המלווה. בפיצול התאגידי, כאמור, סיכון זה נמנע. ראו Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 YALE L.J. 387 (2000); Lynn LoPucki, *The Death of Liability*, 106 YALE L.J. 1, 20–30 (1996).
 התאגיד כביטוי ייחודי לאשראי מובטח, ראו David W. Leebron, *Limited Liability, Tort Victims, and Creditors*, 91 COLUM. L. REV. 1565, 1592–1593 (1991).
- 54 ראו, למשל: Edward In re Kingston Square Assocs., 214 B.R. 713 (Bankr. S.D.N.Y. 1997).
 S. Adams & James L. Baillie, *A Privatization Solution to the Legitimacy of Prepetition Waivers of the Automatic Stay*, 38 ARIZ. L. REV. 1, 9–23 (1996); Bruce H. White, *The Enforceability of Prepetition Waivers of the Automatic Stay*, 15–10 AM. BANKR. INST. J. 26 (Dec. 1996-Jan. 1997); Marshall E. Tracht, *Contractual Bankruptcy Waivers: Reconciling Theory, Practice, and Law*, 82 CORNELL L. REV. 301 (1997).
 לדיון עיוני בשאלה אם ראוי לאפשר חופש התניה חוזי על הזכות לבקש חדלות פירעון ראו להלן פרק אחד-עשר.
- 55 עם זה, יש לזכור כי גם הדירקטור שמונה על ידי המלווה לדירקטוריון החברה חייב לפעול, בכשירותו כדירקטור, לטובת החברה ולא לטובת מי שמינהו. לפיכך, הגם שבאמצעות חלופה זו עשוי המלווה להפחית את סיכון הליך חדלות הפירעון המוקדם עבורו, הוא לא יוכל למונעו לחלוטין. דירקטור שיתעלם מטובת החברה ויבכר את טובת הנושה-הממנה מסתכן בהפרתן של חובות האמונים הרובצות עליו כלפי החברה. ראו גם: Fielding, לעיל ה"ש 51, בעמ' 66–69.
- 56 דיון נוסף בהשפעות ה-SPVs ורציות שליטתו של נושה יחיד בפתיחת הליך של חדלות פירעון של החייב יתקיים להלן בפסקאות 11.21–11.23.

(ג) שיכון מערכת של החשש

8.26 עד שהמשפט יבוא וישקול אמצעי בקרה שונים להתמודדות עם החשש מפני הגשתן של בקשות סרק לפתיחת הליך קיבוצי, ניתן להצביע על שיקול נוסף המצמצם, לעניות דעתי, את החשש האמור מעיקרא. שיקול זה קשור לכללי הפעולה המשפטיים החלים על חברה שנכנסה להליך הבראה. בישראל, כבשיטות משפט רבות, אחת התוצאות המיידיות של מתן צו לפתיחת הליך הבראה, כבכל הליך קיבוצי אחר, היא חילופי בעלי תפקידים בחברה. לפני ההליך הקיבוצי שולטים נושאי המשרה בחברה, מנהלים אותה ומקבלים את ההחלטות המחייבות בה, אך משנפתח ההליך הקיבוצי, בית המשפט ממנה לחברה בעל תפקיד.⁵⁷ בעל התפקיד הופך באחת למחליט הבלעדי בחברה ולמי שמנהל את ענייניה, הלכה למעשה. בעל התפקיד מייתר את כהונתם של נושאי המשרה.⁵⁸ בסביבה משפטית כאמור, החשש מפני כניסה מוקדמת מדי וחסרת תכלית להליך קיבוצי אינו חשש רציני שעל מעצבי הדין לחוש לפותרו. נקיטה מחושבת של הליך קיבוצי כדי לחסות מפניהם של נושים לשעה היא מהלך שיוזם או מאשר דירקטוריון החברה. ברם, הדירקטוריון יודע כי בפנותו לבית המשפט בטרם עת ובבקשתו לפתוח הליך קיבוצי הריהו חותם לעצמו, הלכה למעשה, על מכתב הפיטורים. מכיוון שאדם קרוב אצל עצמו, אין סבירה ההנחה כי דירקטורים יחליטו החלטה מפוכחת להקריב את כהונתם האישית על מזבח מהלך טקטי מיותר, שכל תכליתו להשהות מעט הליכי אכיפה של נושה. אדרבה, מן הסתם, ישתדלו הדירקטורים להשהות ככל האפשר את הפנייה לבית המשפט בשם החברה.⁵⁹ אכן, אין לך הרתעה עצמית גדולה מן הידיעה כי ביוזמה זו כורת אדם את הענף שהוא יושב עליו. לפיכך, בשיטות משפט שבהן דירקטוריון החברה מוחלף בפתיחת הליך הבראה, אין לחוש לפתרון בעיה של פתיחה מוקדמת יתר על המידה של הליך קיבוצי ולהשפעותיה השליליות. המבנה המערכתי של הליך הבראה הוא שמשכך את החשש האמור. על כן, לעניות דעתי, אין צורך במענה משפטי מקרב אחת החלופות שנמנו לעיל כדי למתן את החשש מפני פתיחה מוקדמת מדי של הליך הבראה.⁶⁰

8.27 לעומת זאת, קיימת השקפה משפטית חלופית ולפיה הליך הבראה יתנהל בשליטתה של הנהלת החברה.⁶¹ השקפה כאמור היא יסוד מרכזי ב-Chapter 11 לחוק חדלות הפירעון האמריקני. התוצאה המעשית של השקפה זו היא כי כאשר ההנהלה והדירקטוריון שוקלים אם לפנות לבית המשפט בבקשה לפתוח הליך קיבוצי אשר יעכב את נושי החברה, השיקול האישי של כהונתם אינו עומד על הפרק. נושאי המשרה ערים לכך כי הם ימשיכו בתפקידיהם. יתרה מזו, נושאי המשרה שואפים לסביבת עבודה

57 סעיף 33(א) לחוק חדלות פירעון. קדמו לו סעיף 350ד(א) לחוק החברות, תקנה 14 לתקנות הבראה.
 58 ורדה אלשיך וגדעון אורבך **הקפאת הליכים – הלכה למעשה** 24–25 (מהדורה שנייה, התשע"א).
 59 אכן, עיקר הבעיה במשטר משפטי המחליף את נושאי המשרה בהפתח הליך קיבוצי הוא החשש מפני דחיות מיותרות של פתיחת הליכים. לדיון בחשש זה ראו להלן פסקאות 8.28–8.34.
 60 ואכן באנגליה, שבה נושאי המשרה של חברה מוחלפים בבעל תפקיד מקצועי משנפתח הליך הבראה לחברה (administration), החוק אינו דורש להצביע על חדלות פירעון של החברה כתנאי סף לפתיחת הליך הבראה. ראו 35(2)(a), 16, 35(2)(a) Insolvency Act, Sch. B1.
 61 לדיון עיוני בשולט הראוי בחברה הנתונה בהליך הבראה ראו להלן פרק תשיעי.

שבה ישלטו בעסקי החברה כאשר יש מסביב שקט משפטי, ונושי החברה אינם מסוגלים להטרידם. את זאת יוכלו להשיג אם תצליח החברה להיכנס להליך קיבוצי. לפיכך, בשיטת משפט שבה הליך של הבראת חברה אינו כרוך בראשיתו בחילופים של בעלי תפקידים, יש תמריץ מבני לנושאי המשרה לגרור את החברה להליך הבראה מוקדם ככל האפשר. בנסיבות אלה, החשש מפני נקיטת הליך הבראה מיותר ובזבזני אמנם קיים. על כן, מקום שבו ההשקפה המשפטית המבכרת שליטה של הנהלת החברה בהליך ההבראה היא שנוהגת, יש לאמץ מענה משפטי כאמור לעיל לצמצום חשש זה. ואמנם, ההתפתחות הראשונית של ה-SPVs, בניסיון למנוע הליכי חדלות פירעון הנפתחים ביוזמת החברה-הלווה, הייתה בארצות-הברית.⁶² עם זה, ראוי לציין כי בשנים האחרונות ניכרת מגמת שינוי בארצות-הברית. מוקד הכוח והשליטה בהליכי חדלות פירעון לפי Chapter 11 עובר מהנהלת החברה לנושים המובטחים.⁶³ שינוי זה משפיע גם על ההטיות הכרוכות בהגשת בקשה מצד החייב לנקוט הליך הבראה בעניינו. בדומה למשטר הנוהג בישראל, שבו ההנהלה מוסרת את השליטה לבעל תפקיד, אף בארצות-הברית המגמה המודרנית משככת במידה ניכרת את החשש מפני פתיחה מוקדמת מדי של Chapter 11, אולם מחריפה את הבעיה הנגדית: דחייה מוגזמת של פתיחת ההליך. בעיה זו תידון בפסקאות הבאות.

2. החשש מפני דחייה ממושכת מדי של ההליך הקיבוצי

(א) תיאור החשש

8.28 החשש המנוגד לחשש שתואר קודם לכן הוא שהחייב ישתדל לדחות את הקץ, ישתהה ולא יבקש לפתוח בהליך הבראה במועד הנחוץ. אכן, לא פעם, כאשר עסקיה של חברה נקלעים לקשיים כספיים, מנסים קברניטי החברה "ליישר את ההדורים" באמצעים שונים, ובכללם: ניהול משא ומתן שקט עם נושה מסוים לשם קבלת ארכה לפירעון החוב כלפיו, ניסיון להזמין מלאי עסקי מספק חדש, ניסיון להשיג מימון נוסף מבעל השליטה בחברה, בין באמצעות הלוואה ובין כהשקעה הונית כנגד מניות, ועוד.⁶⁴ בזמן כל מהלכי ההצלה הללו נותרת החברה חשופה לגבייה יחידנית מצד נושים נוספים. פעולות גבייה כאלה, ובהן הטלת עיקולים או מינוי כונס נכסים, עלולות לשבש את ההתנהלות העסקית של החברה ולסחורה לקראת התרסקות כלכלית סופית. לא זאת אף זאת, במהלך ניסיון ההצלה והרצון לשמור על הקיים, יפעלו קברניטי החברה בעיקר בדל"ת אמותיהם של עסקי החברה הקיימים והפעילים. ברם, ייתכן שהישועה לחברה יכול שתבוא דווקא מאימוץ קו עסקי חלופי ורווחי יותר. אולם, בתנאי המצוקה הכספית שהחברה שרויה בהם, אין לקברניטיה השקט הדרוש לשם קבלת החלטות עסקיות שקולות ומדודות. על כל אלה נוסף החשש כי ההנהלה "תהמר על כל הקופה" ותקבל החלטות עסקיות מסוכנות בניסיון לחלץ את החברה מן המשבר שאליו נקלעה, היינו טיטול סיכונים

62 על השימוש ב-SPVs, כאמצעי לוויסות פתיחה מוקדמת של הליכי חדלות פירעון, ראו לעיל פסקה 8.25.
63 להלן פסקאות 11.37–11.41.
64 הנהלות של חברות אף נוטות לדחות ככל האפשר את פרסומן של חדשות שליליות על אודות החברות. ראו S.P.Kothari, Susan Shu & Peter D. Wysocki, *Do Managers Withhold Bad News*, 47 J. ACCOUNT. RES. 241 (2009).

קיצוניים ככל שתידחה פתיחת ההליך הרשמי. הסיכון הגלום בהחלטות כאמור עלול להמיט על החברה אסון כלכלי חמור מזה שהיא כבר נתונה בו. כך, למשל, ההנהלה עלולה להשית על החברה התחייבויות כספיות נוספות, או להמיר את נכסי החברה הקיימים בנכסים חלופיים ששוויים תנודתי ומסוכן.⁶⁵ דחיית הליך ההבראה והותרת החברה במשטר גבייה יחידני מביאות אפוא לעתים לידי תוצאות כלכליות הרסניות אשר יכרסמו עוד יותר בערכה הכלכלי של החברה (המדולדל בלאו הכי). עקב כך, עלולה החברה להיכנס להליך ההבראה מאוחר מדי, שעה שמהלך כאמור כבר יתגלה כחסר תוחלת ובמצב שלא יהיה אפשר אלא לחסל את החברה. מן הפגיעה הכלכלית האמורה ייצאו ניזוקים כל בעלי העניין הקשורים לחברה. עובדי החברה יאבדו את מקום עבודתם. נושי החברה ייפרעו בשיעור נמוך יותר. ספקים ולקוחות יפסידו את הקשר העסקי עם החברה. כאשר מדובר בחברה בעלת חלק נכבד בתחומה, אף המשק בכללותו יאבד גורם עסקי חשוב. לעומת זאת, פתיחת הליך הבראה בעתו עשויה לחסוך את ההפסדים הישירים הנגרמים מן הדחייה האמורה.

8.29 החשש מפני ניסיונות לדחיית הקץ ופתיחה מאוחרת מדי של הליך חדלות הפירעון אינו מבוסס על השערה גרידא. הסיכון הוא מעשי, מבוסס ומתועד במחקרים אמפיריים. כך, למשל, Bris, Welch & Zhu מצאו כי נטייה לדחות את פתיחת הליכי ההבראה בולטת בעיקר בחברות שבהן נושאי המשרה מחזיקים גם חלקים גדולים יחסית מן ההון העצמי של החברה.⁶⁶ בדומה, Donoher מסיק כי ככל שההון העצמי של החברה מרוכז בידי בעל מניות גדול יחסית, וככל ששיעור החוב המובטח שלה גבוה יותר, כך נוטה החברה לדחות עוד את מועד פתיחת הליך ההבראה.⁶⁷ זאת ועוד, Adler, Capkun & Weiss מצאו כי דחייה שיטתית מצד החייב בהגשת בקשה לפתוח הליך של חדלות פירעון בעניינו והמשך ניהול עסקיו "כרגיל" פוגעים בערך החברה, הלכה למעשה, ומצמצמים את הסיכוי להצלחתו של הליך ההבראה לכשיינקט.⁶⁸

- 65 על החשש מפני המרת נכסי החברה ראו Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976); Bezalel Gavish & Avner Kalay, *On the Asset Substitution Problem*, 18 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 21 (1983).
- 66 Arturo Bris, Ivo Welch & Ning Zhu, *The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation v. Chapter 11 Reorganization*, 61 J. FIN. 1253 (2006).
- 67 William J. Donoher, *To File or Not To File? Systemic Incentives, Corporate Control, and the Bankruptcy Decision*, 30 J. MAN. 239 (2004).
- 68 Barry E. Adler, Vedran Capkun & Lawrence A. Weiss, *Value Destruction in the New Era of Chapter 11*, 29 J. L. ECON. & ORG. 461 (2013).

(ב) אמצעים אפשריים להרגעת החשש

8.30 הרצון למנוע דחיות מיותרות של הליך ההבראה שיפגעו בחייב מעורר צורך באימוץ כלים משפטיים שיוסו את נטיית החייב לדחות את פתיחת ההליך האמור.⁶⁹ ככלל התמודדות עם כשלים הנובעים מהתנהגות אנושית מחושבת, ניתן לנקוט אמצעים שונים נגד הכשל האמור. אפשרות אחת היא לספק תמריצים חיוביים להנהלת החברה לפעול במועד ולפתוח הליך הבראה בעתו.⁷⁰ זו "שיטת הגזר". אפשרות חלופית היא להרתיע את מקבלי ההחלטות בחברה מפני אימוץ קו של "שב ואל תעשה". זו "שיטת המקל". התמריצים האפשריים לפתיחתו של הליך חדלות הפירעון במועד הם אפוא אלה:

- (א) הותרת הנהלת החברה על מכונה בזמן קיומו של הליך ההבראה.
- (ב) הטלת אחריות משפטית בגין דחיית פתיחתו של הליך חדלות הפירעון על נושאי המשרה.
- (ג) נטילת השליטה מבעל השליטה אם לא יפתח ההליך.⁷¹

(1) הותרת הנהלת החברה בתפקידה במשך הליך ההבראה

8.31 קיימת כאמור השקפה משפטית המבכרת להוסיף ולהעסיק את נושאי המשרה בחברה ולהעדיפם על פני מינויו של בעל תפקיד חיצוני כשמתקיים הליך הבראת החברה. ביארתי לעיל כי, בשיטה משפטית כאמור, נושאי המשרה חדלים מלחשוש לגורלם האישי בשל הליך אפשרי של חדלות פירעון. אדרבה, נושאי משרה היודעים כי אף בהליך הבראה הם יוסיפו לנהל את החברה, יראו בעיקר את הסיכוי הטמון במיצוי הליך כאמור וישתדלו שלא להחמיצו. הותרתן של מושכות החברה בידיהם מהווה בעבורם זריקת עידוד של ממש. זהו תמריץ חיובי בעל השפעה ניכרת. בסביבה משפטית כאמור יגלו נושאי המשרה נכונות גבוהה יותר להוליך את החברה בדרך הראויה לה. אם המצב הכלכלי של החברה מצדיק הליך קיבוצי, סביר לצפות מנושאי המשרה כי יבקשו פתיחת הליך כאמור בעתו. בסביבה משפטית כאמור לא יעמוד השיקול האישי של נושאי המשרה להם לרועץ בפני השגת המטרה הראויה. אכן, מחקרים של Adler, Capkun & Weiss הנזכר לעיל⁷² מאשש את ההנחה האמורה בדבר השפעתו החיובית של תמריץ זה. מחקרים בחן בניסוי את ההשפעה של מעבר השוק האמריקני מהליכי

69 וואלם ראו Ron J. Daniels, *Must Boards Go Overboard? An Economic Analysis of the Effects of Burgeoning Statutory Liability on the Role of Directors in Corporate Governance*, 24 CAN. BUS. L.J. 229, 241 (1994) (טוען כי מנהלים של חברה הנתונה במשבר כספי ייטו לאמץ דפוס פעולה של יושר, יותר מאשר להמר על עתיד החברה ולנסות לחלצה באמצעים מסוכנים כאמור. נטייה זו תנבע, לדעתו, מהרצון של המנהלים לשמור על שמם הטוב בשוק ומהרצון שלא לאבד אפשרויות תעסוקה חלופיות בעתיד).

70 ראו, למשל, Assaf Hamdani & Reinier H. Kraakman, *Rewarding Outside Directors*, 105 MICH. L. REV. 1677 (2007) (מתן תמריצים לדיירקטורים לשם מיתון בעיית הנציג שלהם לפעול לטובת החברה).

71 התמריץ הראשון שנמנה לעיל הוא "גזר". שני התמריצים האחרים הם "מקלות". להשוואה בין יעילותו של משטר המאפשר את שליטת ההנהלה בהליך ההבראה ליעילותו של משטר המחליף את ההנהלה אך מטיל עליה אחריות אישית לאי פתיחת ההליך במועד, ראו Vaughn S. Armstrong & Leigh A. Riddick, *Bankruptcy Law Differences Across Countries, Managerial Incentives and Firm Value* (2003), available at: <http://ssrn.com/abstract=420560>.

72 פסקה 8.29.

הבראה, המתנהלים על ידי נושאי המשרה, להליכי הבראה הנשלטים על ידי הנושים המובטחים, על עיתוי כניסתן של החברות ל-Chapter 11. ממצאיהם מלמדים כי, בהשוואה לעבר, בעידן החדש דוחות חברות את נקיטתן של הליכי הבראה לשלב מאוחר יחסית.⁷³

(2) אחריות משפטית בגין דחיית פתיחתו של הליך חדלות הפירעון

8.32 דרך חלופית לצמצם את פרק הזמן שיחלוף מאז שיבחינו קברניטי החברה בקשייה הכספיים ועד שהללו יכניסוה בתגובה להליך קיבוצי היא דרך ה"מקל". כך, ניתן להטיל אחריות משפטית על נושאי משרה שנמנעו מלנקוט צעד זה בשלב שבו היה ראוי לעשות כן. מפאת חשיבותה הרבה, תידון האפשרות להטיל אחריות משפטית כאמור ביתר הרחבה בהמשך.⁷⁴

(3) נטילת השליטה מבעל השליטה אם לא יפתח הליך הבראה

8.33 איום חלופי על מקבלי ההחלטות בחברה, הוצע על ידי ועדת אנדרון. הוועדה ביקשה לכוון את החברה ואת קברניטיה לשאת ולתת מבעוד מועד עם נושי החברה, ולא לדחות דחיות מיותרות את ההידרשות לזכויות הנושים. מקבל ההחלטות העיקרי בחברה שהוועדה החליטה להתמקד בו הוא בעל השליטה בחברה. הוועדה סברה כי, בסופו של דבר, השאלה אימתי החברה תישא ותיתן עם נושיה – אם בכלל – תלויה, בראש ובראשונה, בבעל השליטה המשפיע את השפעתו המכרעת גם על נושאי המשרה בחברה.⁷⁵

8.34 לאור זאת, המליצה הוועדה לנקוט עמדה משפטית נוקשה באופן יחסי שלפיה בכל עת שהחברה תיכשל בתשלום חוב שהגיע מועד פירעונו לאחד הנושים יחויבו אלה לפתוח הליך של חדלות פירעון נגד החברה. בהליך זה תילקח השליטה מידי בעלי המניות בכלל, ומידי בעל השליטה בפרט.⁷⁶ ברי, כי אי תשלום חוב מזכה נושה לנקוט הליך של חדלות פירעון נגד החייב. נושה זכאי לזיום הליך פירוק או הליך הבראה. בהליך ההבראה קיימת אפשרות, הגם שאין היא האפשרות השגרית, כי נושאי המשרה ובעל השליטה יישארו על כנם במשך ההליך.⁷⁷ הוועדה ביקשה לתעל את אירוע אי הפירעון באופן דווקני להליך דרקוני מבחינת בעל השליטה, שבו הוא יאבד את אחיזתו בחברה. לתפיסתה של הוועדה, החשש של בעל השליטה מפני תוצאה כאמור ימריצנו לקדם פני רעה

73 בדומה, Michelle White ערכה בעבר מחקר אמפירי אשר השווה בין נתונייה הכלכליים של חברות הנכנסות להליך פירוק לפי Chapter 7 של חוק חדלות הפירעון האמריקני לבין הנתונים של חברות הנכנסות להליך הבראה לפי Chapter 11. מחקרה מצא כי חברות נכנסות שם להבראה מצויות במצב כלכלי טוב יותר באופן יחסי, ראו Michelle J. White, *The Corporate Bankruptcy Decision*, 3 J. ECON. PERSP. 129 (1989).

74 להלן פסקאות 8.35–8.50.

75 הנחה זו מתיישבת עם ממצאי מחקרו של Donoher, לעיל ה"ש 67.

76 עמ' 66–67 לדו"ח הוועדה. עם זה, הוועדה המליצה עוד להותיר כחריג אפשרות לרוב מיוחס של נושים להחליט שלא לנקוט הליך כאמור. שם, פרק 7 המליצה א.2.

77 ראו על כך בהרחבה בפרק תשיעי.

וליהימנע מן האפשרות הנפסדת של אי פירעון חוב. הוועדה האמינה כי בעל השליטה ימנע אפשרות זו בכך שיקדים ויקיים בעוד מועד משא ומתן עם הנושים על תכנית הבראה.⁷⁸

ה. אחריות נושאי משרה בעת חדלות פירעון

1. כללי

8.35 הטלת אחריות משפטית על נושאי משרה בגין דחייה של פתיחת הליך חדלות פירעון עשויה להיות חשובה בעיקר בשיטות המשפט שבהן הנהלת החברה מפנה את מקומה בפתיחת הליך ההבראה לטובת בעל תפקיד ממונה. כוחם של דברים אלה יפה שבעתיים עת מדובר בחברות פרטיות, שבהן המנהלים גם מחזיקים בחלק לא-מבוטל ממניות החברה. בחברות ציבוריות הדירקטוריון מורכב בחלקן מדירקטורים שאינם מנהלים ביצועיים בחברה ואינם מחזיקים במניותיה. בקרב אלה בולטים בישראל הדירקטורים החיצוניים. חוק החברות אוסר עליהם להיות בעלי זיקה לחברה או לבעל השליטה בה.⁷⁹ דירקטורים אלה עשויים לשקול את טובת החברה, ובכללה את טובת נושיה, באופן ענייני באופן יחסי. כהונתם ומשרתם משפיעות פחות, באשר אין הן עיסוקם העיקרי. זאת ועוד, דירקטורים אלה חוששים לשמם הטוב בשוק הדירקטורים.⁸⁰ בחברות פרטיות, לעומת זאת, שבהן הדירקטוריון מורכב בעיקרו מאנשי פנים בחברה, אשר ברובם אף מחזיקים במניותיה ואשר עניינם העיקרי נתון לחברה הנדונה דווקא, גדל לאין ערוך החשש מפני דחייה של הליך חדלות הפירעון.⁸¹ עם זאת, הניסיון מלמד כי גם בחברות ציבוריות כוחם של הדירקטורים החיצוניים לבדם אינו מספיק תמיד מול בעל השליטה המעדיף לרחות את פתיחתם של הליכי הבראה. בשיטות משפט כאמור, שבהן חסר התמריץ החיובי של הותרת ההנהלה על מכונה, דומה כי עולה חשיבותו של "מקל" מרתיע. אכן, ההנחה היא כי הטלת אחריות משפטית כאמור על המנווטים את דרכה של החברה תדרבן אותם לעשות מעשה, בשעה שראוי לחברה לעבור למהלך קיבוצי. כל עיכוב מצדם וניסיון להתמודד עם קשייה הכספיים של החברה מחוץ למסגרת הקיבוצית עלול להסתיים בכישלון צורב יותר. בנסיבות של כישלון מחמיר, כאמור, יישאו הקברניטים שדחו את ההליך הקיבוצי באחריות אישית למחדלם זה. האחריות תהיה כלפי החברה. ברם, משתועשר קופת החברה בפיצויים שייפסקו לטובתה, ייהנו בעקיפין מפירות האחריות האישית נושי החברה.⁸² ההנחה היא אפוא כי קברניטים שכלתניים יפנימו את האחריות המשפטית הרובצת לפתחם וינקטו לפיכך הליך של חדלות פירעון בעתו.⁸³

78 בפרק הקודם הטלתי ספק בעמדת הוועדה כי אכן בעל השליטה יומרץ לנהל משא ומתן עם הנושים. לטעמי, סביר לא פחות כי בעל השליטה יומרץ דווקא למהר ולמכור נכסים של החברה במכירות חיסול לשם ייצור כסף מזומן לפירעון החובות הקרבים ובאים. ראו לעיל פסקאות 7.77–7.84.

79 סעיף 240(ב) לחוק החברות.

80 דוד האן "נקי יהיה מביתו": עניין אישי באישור עסקה של חברה" הפרקליט מט 93, 118–119 (התשס"ז).

81 ראו גם Donoher, לעיל ה"ש 67.

82 Mokal טוען כי פירות התביעה צריך שיהיו זמינים מתוך קופת החברה רק לאותם נושים אשר מלכתחילה יש להם עניין להכניס את החברה להליך קיבוצי, היינו: הנושים הלא-מובטחים. Rizwaan J. Mokal, *In re Corporate Insolvency Law – Theory and Applications* 294 (2005). כך אמנם נפסק בעניין *In re*

2. הטלת אחריות על נושאי משרה – ביקורת עיונית

8.36 הטלת אחריות על דירקטורים בגין המשך ניהול עסקיה של החברה והימנעות מפתחת הליך של חדלות פירעון בעניינה אינה מוסכמת על הכול. יש מלומדים המבקרים את השימוש בתמריץ זה. כך, למשל, Vanessa Finch טענה כי הטלת אחריות בשל אי פתיחת הליך משפטי רשמי עלולה ליצור אווירה נוקשה למדי בקרב הנהלת החברה ולהרתיע מנהלים מוכשרים מלכהן בתפקידים בכירים בחברה. לטענתה, הטלת אחריות כאמור תגבה מחיר של הרתעת יתר ותפגע בנכונות מנהלים ליטול סיכונים עסקיים בניהול החברה.⁸⁴ פגיעה זו תהיה בעוכרי הצמיחה והפיתוח הכלכליים.⁸⁵ ביקורת זו אינה ייחודית להטלת אחריות בשל הימנעות מפתחת הליך של חדלות פירעון. ביקורת כאמור היא, למעשה, טענה כללית נגד הטלת אחריות על נושא משרה או נציג השולט ברכושו של אחר. לפיכך, ביקורת כאמור צריך שתהא נדונה כחלק מדיון עקרוני וכללי בהשפעותיה של אחריות משפטית של נציג.⁸⁶ פקפוק נוסף וישיר בהטלת אחריות בשל הימנעות מפתחת הליך של חדלות פירעון מתמקד בקושי המעשי של הדירקטורים לזהות אל-נכון את הרגע שבו הופכת חברה לחדלת פירעון.⁸⁷ ממילא,

- Oasis Merchandising Services Ltd. [1997] 2 W.L.R. 764, אולם פסיקה מאוחרת יותר של בית הלורדים בעניין Buchler v. Talbot [2004] 1 B.C.L.C. 281 עיקרה במידה רבה את פרשנותו של בית המשפט לערעורים בעניין Oasis. על פסיקה זו של בית הלורדים ראו להלן פסקה 19.11, ה"ש 39.
- 83 מן הראוי להעיר כי שני סוגי קברניטים יש בכוחם לעכב פתיחת הליך רצונית מצד החייב. קבוצה אחת של קברניטים היא, כאמור, נושאי המשרה בחברה. הקבוצה השנייה היא נושים חזקים במיוחד, בדרך כלל תאגידים בנקאיים שחובותיהם מובטחים בשעבוד על נכסי החברה. נושים אלה מפעילים לעתים את השפעתם על נושאי המשרה בחברה וגורמים להם להתעכב ושלא להגיש בקשה לפתיחתו של הליך חדלות פירעון. הדיון שלהלן מתמקד אמנם בנושאי המשרה. ברם, ככל שתכבד יד הנושים הבנקאיים על החברות הלוות הנתונות בקשיים כספיים, הם מסתכנים בחשיפה לאחריות משפטית כלפי החייב. כוח מוליד אחריות. לפיכך, על הבנקים להשתמש בכוחם לסגור את ברזי האשראי לחברות הלוות, ובה בעת למנוע בעדם מלפתוח בהליך הבראה – בתום לב. ואמנם, בארצות-הברית, עלתה בשנות השמונים של המאה העשרים קרנה של עילת תביעה כלפי נושים בנקאיים המשתמשים בכוחם שלא בתום לב כלפי חברות הנתונות בקשיים כספיים. עילת תביעה זו נודעת שם בשמה Lender's Liability. ראו, למשל, K.M.C. Co. v. Irving Trust Company, 757 F.2d 752 (6th Cir. 1985). ראו גם, Mitchell Berlin & Loretta J. Lester, *Lender Liability and Large Investors*, 10 J. FIN. INTERMEDIATION 108 (2001); Randall S. Kroszner & Philip E. Strahan, *Bankers on Board: Monitoring, Conflicts of Interest, and Lender Liability*, 62 J. FIN. ECON. 415 (2001). עם זה, קרנה של עילת תביעה זו עומעמה מעט במהלך שנות התשעים של המאה העשרים. ראו, למשל, Kham & Nate's Shoes No. 2, Inc. v. First Bank of Whiting, 908 F.2d 1351 (7th Cir. 1990). על השפעתם של נושים מובטחים על התנהלות החברה, לפני הבראה ובמהלכה, ראו עוד להלן בפרק אחד-עשר.
- 84 VANESSA FINCH, *CORPORATE INSOLVENCY LAW: PERSPECTIVES AND PRINCIPLES* 543–545 (2002); BRIAN R. CHEFFINS, *COMPANY LAW: THEORY, STRUCTURE AND OPERATION* 541–542 (1997).
- 85 Michelle White, *The Costs of Corporate Bankruptcy: A U.S.-European Comparison*, in ראו גם CORPORATE BANKRUPTCY: ECONOMIC AND LEGAL PERSPECTIVES 467 (Jagdeep S. Bhandari & Lawrence A. Weiss eds., 1996) (מפקקת ביעילותה של הטלת האחריות בגין דחיית הליך של חדלות פירעון וטוענת כי שאלה זו טעונה בירור אמפירי יסודי).
- 86 MOKAL, לעיל ה"ש 82, בעמ' 283.
- 87 FINCH, לעיל ה"ש 84, בעמ' 551–552; Rutherford B. Campbell, Jr. & Christopher W. Frost, *Managers' Fiduciary Duties in Financially Distressed Corporations: Chaos in Delaware (and Elsewhere)*, 32 IOWA J. CORP. L. 491 (2007).

יקשה על הדירקטורים להגיב על מצב כלכלי שאותו הם עדיין אינם מזהים. לפיכך, הטלת אחריות משפטית לא תוכל לכוון כראוי את הדירקטורים, ואף תזיק יותר משתועיל. קיים גם החשש העמוק שהטלת אחריות כאמור תעורר את הקושי המובנה בשיפוט אירועים בחוכמה שלאחר מעשה, על ידי שופטים אשר מיומנותם העסקית מוטלת בספק.⁸⁸ שיפוט כאמור עלול להתגלות כמוטה באופן בסיסי נגד מקבלי ההחלטות.

3. אנגליה

8.37 אחריות משפטית לעיכוב פתיחתו של הליך חדלות פירעון קבועה בחוק האנגלי.⁸⁹ סעיף 214 ל-Insolvency Act, 1986, אשר כותרתו היא "Wrongful Trading", קובע בעניין זה לאמור:

214. Wrongful Trading

- (1) Subject to subsection (3) below, if in the course of the winding up of a company it appears that subsection (2) of this section applies in relation to a person who is or has been a director of the company, the court, on the application of the liquidator, may declare that that person is to be liable to make such contribution (if any) to the company's assets as the court thinks proper.
- (2) This subsection applies in relation to a person if –
 - (a) the company has gone into insolvent liquidation,
 - (b) at some time before the commencement of the winding up of the company, that person knew or ought to have concluded that there was no reasonable prospect that the company would avoid going into insolvent liquidation, and

88 CHEFFINS, לעיל ה"ש 84, בעמ' 542–543.
89 אחריות דומה קיימת גם בחוק באוסטרליה. הסעיף שם מכונה Insolvent Trading. Corporations Act, §588G (2001). כך גם בגרמניה ובצרפת. ראו בגרמניה Aktiengesetz 1965 §92(2) (חוק החברות הציבוריות), וכן (1) 64, §49(3) 1892 Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (חוק החברות הציבוריות) [Limited Liability Company Act]. על האחריות בצרפת ראו Weber, לעיל ה"ש 5, בעמ' 292–294. ביפן, הדין הרשמי לא פיתח חובות מיוחדות של נושאי משרה לנקיטת פעולות בעת מצוקה כספית של החברה. הנושים העיקריים, כלומר הבנקים, מתמודדים עם מצוקות אלה בפסים בלתי רשמיים. בהיות הבנקים גם בעלי מניות גדולים בחברות ביפן, הם מפעילים את השפעתם בתוך החברה פנימה להחלפת ההנהלה הכושלת ולהפעלתה לפי תפישתם העסקית. ראו Justin Wood, *Director Duties and Creditor Protections in the Zone of Insolvency: A Comparison of the United States, Germany, and Japan*, 26 PENN ST. INT'L L. REV. 139, 161–162 (2007); Curtis J. Milhaupt, *A Relational Theory of Japanese Corporate Governance: Contract, Culture, and the Rule of Law*, 37 HARV. INT'L L.J. 3 (1996).

- (c) that person was a director of the company at that time; but the court shall not make a declaration under this section in any case where the time mentioned in paragraph (b) above was before 28th April 1986.
- (3) The court shall not make a declaration under this section with respect to any person if it is satisfied that after the condition specified in subsection (2)(b) was first satisfied in relation to him that person took every step with a view to minimising the potential loss to the company's creditors as (assuming him to have known that there was no reasonable prospect that the company would avoid going into insolvent liquidation) he ought to have taken.
- (4) For the purposes of subsection (2) and (3), the facts which a director of a company ought to know or ascertain, the conclusions which he ought to reach and the steps which he ought to take are those which would be known or ascertained, or reached or taken, by a reasonably diligent person having both -
- (a) the general knowledge, skill and experience that may reasonably be expected of a person carrying out the same functions as are carried out by that director in relation to the company, and
- (b) the general knowledge, skill and experience that that director has.
- (5) The reference in subsection (4) to the functions carried out in relation to a company by a director of the company includes any functions which he does not carry out but which have been entrusted to him.
- (6) For the purposes of this section a company goes into insolvent liquidation if it goes into liquidation at a time when its assets are insufficient for the payment of its debts and other liabilities and the expenses of the winding up.
- (7) In this section 'director' includes a shadow director.
- (8) This section is without prejudice to section 213".⁹⁰

90 סעיף 213 לחוק האמור עוסק ב-Fraudulent Trading. בד בבד קיים גם איסור Fraudulent Trading בסעיף 993 ל-Companies Act, 2006. סעיף 213 ל-Insolvency Act עוסק באחריות האזרחית בגין Fraudulent Trading, ואילו ההוראה ב-Companies Act מטילה אחריות פלילית בגין התנהגות כאמור.

סעיף זה הוא חידוש של החוק האנגלי מ-1986. הוראתו היא תולדה של המלצות ועדת Cork, הוועדה שגיבשה את השינוי המקיף בדיני חדלות הפירעון שם. יש הרואים בהצעת סעיף זה על ידי הוועדה ניסיון להתמודד עם תרמיות של דירקטורים, לאחר שהסעיף המסורתי בעניין זה, סעיף התרמית (Fraudulent Trading), התברר ברבות השנים כנוקשה מדי וכבלתי יעיל.⁹¹ על כן, כתחליף לו, הוצע סעיף 214 בהוראתו הרחבה והמקיפה. סעיף זה מטיל אחריות על דירקטורים בנסיבות המצטברות האלה:

- (א) הדירקטור ידע, או שהיה עליו לדעת, כי אין כל אפשרות סבירה שהחברה תוכל להמשיך להתנהל ולא להיכנס לפירוק מחמת חדלות פירעון.⁹²
- (ב) הדירקטור לא נקט כל אמצעי שביכולתו כדי לצמצם את הנזק העלול להיגרם לנושי החברה מהמשך ניהול עסקיה.

ודוקו: התרשלות הדירקטורים מתבטאת באי נקיטת אמצעים מספיקים לצמצום הנזק לנושי החברה. אך אחריות הדירקטורים לפי סעיף זה היא אחריות כלפי החברה ולא במישרין כלפי הנושים. לפיכך עילת התביעה מיוחדת למפרק החברה בלבד. אם התביעה תצליח והדירקטורים יחויבו, ישולם הפיצוי לקופת החברה.⁹³

8.38 הלכה למעשה, מאז שנחקק הסעיף, הוא שימש כבסיס לתביעה מוצלחת נגד דירקטורים בתיקים בודדים בלבד. עניין זה הביא מלומדים אחדים לידי מסקנה כי הטלת האחריות החדשה נכשלה במטרתה המקורית ולא השיגה את התוצאות המקוות.⁹⁴ ברם, ניתן לטעון כי הכישלון הוא אך בעיני המתבונן בסעיף זה כבהוראת דין מפצה, אשר נועדה לאפשר גבייה מן הדירקטורים לטובת העשרת קופתה של החברה והגדלת הפירעון לנושיה.⁹⁵ אם תביעות נגד דירקטורים בשל הפרת אחריותם מכוח הסעיף האמור מוגשות לעתים נדירות יחסית, אזי ערכו כבסיס להעשרת קופת החברה ולהגדלת הפירעון לנושיה הוא אכן נמוך. אולם תפקיד אחר של דין ה-Wrongful Trading הוא לכוון את התנהגות הדירקטורים מעיקרא. הטלת אחריות על דירקטור אשר איפשר לנהל את עסקי החברה כבעבר תוך סיכונים עסקיים, חרף העובדה שנקלעה לחדלות פירעון, נועדה לעודד את הדירקטור לפעול בדרך

91 FINCH, לעיל ה"ש 84, בעמ' 496–497, 511–512. ואולם ראו ANDREW KEAY, COMPANY DIRECTORS' RESPONSIBILITIES TO CREDITORS 27 (2007) (מציין כי בשנים האחרונות הוגש מספר בלתי מבוטל של תביעות פליליות על סמך סעיף זה).

92 סעיף זה נדרש לחדלות פירעון במובנה המאזני. ראו סעיף קטן (6). עם זה, הפסיקה שם פירשה אותו בהפעילה את המבחן התזרימי. ראו Paul Davies, *Directors' Creditor-Regarding Duties in Respect of Wrongful Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency*, 7 EUR. BUS. ORG. L. REV. 301 (2006).

93 סעיף קטן (1).

94 FINCH, לעיל ה"ש 84, בעמ' 513–515, 547–548; CHEFFINS, לעיל ה"ש 84, בעמ' 542–546 (המחבר טוען כי מיעוט השימוש בסעיף 214 ושחיקתו המעשית נובעים בעיקר מחוסר ודאות בחיזוי עמדת הפסיקה בעניין אחריות דירקטורים ובשל מגבלות דיוניות של ממש המצמצמות את המקורות הכספיים העומדים לרשות המפרק-התובע לשם ניהול תביעה על בסיס סעיף זה).

95 להבנת Wrongful Trading כדין מפצה ראו Re Produce Marketing Consortium Ltd. [1989] B.C.L.C. 520.

אחרת.⁹⁶ כדי לקיים את חובתו לפעול לטובת החברה בנסיבות אלה, על הדירקטור לעצור לרגע ולשקול כיצד על החברה לפעול מכאן ואילך. דרך אפשרית לשימור ערכה הכלכלי של החברה ולמניעת דרדור נוסף במצבה הכלכלי היא פנייה לבית המשפט בבקשה לפתוח הליך קיבוצי רשמי בעניינה.⁹⁷ לכשיפנו הדירקטורים לבית המשפט ויזמו הליך קיבוצי לחברה, הליך פירוק או הבראה, הם ודאי ייצאו ידי חובתם לפי סעיף כאמור. בהליך רשמי של חדלות פירעון יידרש הגורם השולט בחברה, עם בית המשפט יחד, בראש ובראשונה, לזכויות הנושים כולם וינקוט פעולות עסקיות ומשפטיות שמרניות באופן יחסי. גישה שמרנית כאמור, המאפיינת הליכים רשמיים של חדלות פירעון, היא בדיוק הגישה שביקש המחוקק האנגלי לעודד בהטילו אחריות משפטית על דירקטורים אשר אינם משנים את התנהלות החברה בשל השינוי הקיצוני במצבה.⁹⁸

4. ארצות-הברית

8.39 בארצות-הברית, שאלת האחריות האישית של דירקטורים, אפילו בעת חדלות פירעון, מסורה בעיקרה לדיני החברות המדינתיים. בתי המשפט ב-Delaware התמודדו עם השאלה אם בעת חדלות פירעון של חברה, או כאשר היא ב"טווח חדלות פירעון" (vicinity of zone of insolvency, או vicinity of insolvency), משתנות חובות ההתנהגות של הדירקטורים בחברה. בתי המשפט נדרשו לבחון אם בעתות כאמור נושאים הדירקטורים בחובות התנהגות כלפי נושי החברה. בעניין *Credit Lyonnais* ציין בית המשפט כי משעה שמצבה הכלכלי של חברה הוא בטווח חדלות פירעון, נושאי המשרה בה אינם רק נציג של נושאי הסיכון השירויים (residual risk bearers). בעת זו מוטלת עליהם חובה לפעול לטובת ה-corporate enterprise.⁹⁹ דבר זה הוביל בתי משפט רבים להבין כי כוונת בית המשפט של דלאוור בעניין *Credit Lyonnais* הייתה כי בעת שהחברה נמצאת בטווח של חדלות פירעון מוטלת על נושאי המשרה חובה לשקול גם את טובת הנושים. בהמשך, בית המשפט של דלאוור נסוג מעט מאמירתו בעניין *Credit Lyonnais*. בעניין *Production Resources Group* הבהיר בית המשפט שם כי גם בעת שהחברה נמצאת בטווח חדלות פירעון, חובות הדירקטורים שלה אינן משתנות, ועליהם להפעיל את

96 MOKAL, לעיל ה"ש 82, בעמ' 273–304.

97 שם, בעמ' 272.

98 כאמור, הטלת אחריות על הדירקטורים לפי סעיף 214 באנגליה היא עילת תביעה השמורה למפרק החברה בלבד. אכן, יש דעה המצדיקה הבחנה בעניין זה בין פירוק לבין הבראה. לפי דעה זו, אין לאפשר לבעל תפקיד בהליך הבראה להגיש תביעה מכוח סעיף 214, שכן חשיפת הדירקטורים לאחריות כאמור אף בהליך הבראה תרתיעם מלשתף פעולה עם בעל התפקיד בהליך. הגשת תביעה כאמור תקטב את המתח בין הצדדים, וזאת – דווקא שעה שבעל התפקיד זקוק לעצתם העסקית-המקצועית של מנהלי החברה והדירקטורים שלה. ראו Davies, לעיל ה"ש 92.

99 *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*, 1991 W.L. 277613 (Del. Ch.). למחקר הטוען כי הפסיקה של *Credit Lyonnais* מיטיבה לא רק עם נושי החברה, כי אם גם עם בעלי מניות המשקיעים בה לטווח זמן ארוך, ראו Sterling Huang, Jeffrey Ng, Sugata Roychowdhury & Ewa Sletten, *Increased Creditor Rights, Institutional Investors and Corporate Myopia*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2565590> (March 2, 2016).

שיקול הדעת העסקי שלהם לשם השאת ערכה הכלכלי של החברה.¹⁰⁰ לבסוף, בעניין *Gheewalla*, קבע בית המשפט העליון של דלאוור כדלקמן:¹⁰¹

(א) כאשר חברה נמצאת בטווח חדלות פירעון, ואפילו כאשר היא חדלת פירעון, אין לשום נושה עילת תביעה ישירה כלפי הדירקטורים בגין הפרה נטענת של חובות ההתנהגות שלהם (ה-fiduciary duties).

(ב) כאשר החברה היא חדלת פירעון זכאים הנושים לבקש להגיש תביעה נגזרת בשם החברה בגין הפרה נטענת של חובות ההתנהגות כלפיה, בהיות הנושים באותה שעה בעלי עניין הכלכלי השיווי בחברה.

8.40 ה-Bankruptcy Code הפדרלי אינו מטיל אחריות על דירקטורים בגין המשך ניהול עסקי החברה בשעה שהיא חדלת פירעון והעמקת משברה הכספית. אך אחדים מבתי המשפט לחדלות פירעון שם פיתחו עילת תביעה עצמאית נגד מקבלי החלטות בחברה אשר האריכו את חייה הכלכליים בהיותה בקשיים כספיים, ובתוך כך פגעו בנכסיה או העמיסו על שכמה התחייבויות כספיות נוספות שלא היה בכוחה לפרוע. עילת תביעה זו מוכרת בשם "העמקת חדלות הפירעון" (deepening insolvency).¹⁰² בהתבסס על עילה זו יוכל מפרק חברה לתבוע את הדירקטורים שכינהו בה עובר להליך חדלות הפירעון.¹⁰³ רוחב התפרשותה של העילה שנוי במחלוקת בפסיקה האמריקנית.¹⁰⁴ פסקי הדין שדנו באחריות ל"העמקת חדלות הפירעון" סייגו ברובם את תחולתה למקרים שבהם הארכת חיי החברה שבקשיים נעשתה בכוונת מרמה או באופן בלתי ראוי (wrongful).¹⁰⁵ אולם, בד בבד, ניכרו ניצנים של ייחוס אחריות למקבלי החלטות אפילו בנסיבות שרשלנות מצד מקבלי החלטות היא שגרמה להארכת

100 *Production Resources Group, LLC v. NCT Group, Inc.*, 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004). עם זה, במסגרת הפעלת שיקול הדעת העסקי של הדירקטורים הם רשאים לנקוט קו עסקי מסוכן פחות אם, לפי מיטב שיפוטם, קו עסקי בעל סיכונים גבוהים יותר עלול לגרום לכך שהחברה לא תוכל לקיים את התחייבויותיה כלפי נושיה. שם, בעמ' 787-788. בית המשפט אף הודה כי, מבחינה מעשית, אכן יקשה על נושאי משרה לזהות את המועד המדויק שבו הם אמורים להסיט את מוקד עניינם מבעלי המניות אל הנושים – שם, בעמ' 789, ה"ש 56.

101 *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92 (Del. 2007).

102 ראו, למשל, *Official Committee of Unsecured Creditors v. R.F. Lafferty & Co., Inc.*, 267 F.3d 340 (3rd Cir. 2001); *Florida Dep't of Insurance v. Chase Bank of Texas Nat'l Ass'n*, 274 F.3d 924 (5th Cir. 2001); *Corporate Aviation Concepts v. Multi-Service Aviation Corp.*, 2004 U.S. Dist. LEXIS 17154 (E.D. Pa., Aug. 25 2004); *In re Exide Technologies, Inc.*, 299 B.R. 732 (Bankr. D. Del. 2003). ראו עוד James B. Heaton, *Deepening Insolvency*, 30 J. CORP. L. 465 (2005). ראו גם את הדין בעילה זו בפאנל המתומלל, בתוך: 4 DePAUL BUS. & COMM. L.J. 529 (2006).

103 לדין השוואתי בין עילת התביעה האנגלית לבין עילת התביעה האמריקנית ראו Look Chan-Ho, *On Deepening Insolvency and Wrongful Trading*, 20 J. INT'L BANKING L. & REG. 426 (2005).

104 בשנים האחרונות, כאשר מתעוררת שאלה נכבדה בדיני חברות בהליך של חדלות פירעון ב-Bankruptcy Courts השונים ברחבי ארה"ב, הם עשויים להפנות את השאלה לבחינה מקצועית בבית המשפט המדינתי של דלאוור, כבית משפט מומחה בדיני חברות. ראו *Delaware Invites Certified Questions from Bankruptcy Courts*, 39 DEL. J. CORP. L. 427 (2014).

105 ראו, למשל, *Schacht v. Brown*, 711 F.2d 1343 (7th Cir. 1983).

חיי החברה ולגרימת הנזק.¹⁰⁶ מכל מקום, ניכר מפסקי הדין השונים בארצות-הברית כי אפילו בתי המשפט, שהכירו בקיומה של עילת ה-deepening insolvency, לא הסתפקו ברכיב ההתנהגות של הארכת חיי החברה בלבד כבסיס להטלת אחריות על מקבלי ההחלטות. רכיב מכריע שהשופטים תרים אחריו, בטרם יטילו אחריות בגין "העמקת חדלות הפירעון", הוא העמסת התחייבויות חדשות על החברה בנסיבות אלה או פגיעה ישירה בנכסיה.¹⁰⁷ כאמור, לצד בתי המשפט שהכירו בקיומה של עילה זו, בתי משפט אחרים סירבו להכיר בה כעילת תביעה עצמאית.¹⁰⁸

8.41 נקודת ציון חשובה בעניין זה היא פסיקתו של בית המשפט העליון של Delaware בעניין *Trenwick America*.¹⁰⁹ בפסק דין זה שלל בית המשפט את תחולתה של עילת התביעה בגין deepening insolvency **בדין של מדינת דלאוור**. מפאת חשיבות הדברים, אצטט בהרחבה מנימוקו של בית המשפט שם:

"Delaware law does not recognize this catchy term as a cause of action, because catchy though the term may be, it does not express a coherent concept. Even when a firm is insolvent, its directors may, in the appropriate exercise of their business judgment, take action that might, if it does not pan out, result in the firm being painted in a deeper hue of red. The fact that the residual claimants of the firm at that time are creditors does not mean that the directors cannot choose to continue the firm's operations in the hope that they can expand the inadequate pie such that the firm's creditors get a greater recovery. By doing so, the directors do not become a guarantor of success. Put simply, under Delaware law, 'deepening insolvency' is no more of a cause of action when a firm is insolvent than a cause of action for 'shallowing profitability' would be when a firm is solvent. Existing equitable causes of action for breach of fiduciary duty, and existing legal causes of action for fraud,

106 *In re Citx Corp.*, 448 F.3d 672 ואולם ראו *In re Del-Mart Corp.*, 322 B.R. 781 (Bankr. Tenn. 2005) (3rd Cir. 2006) (שולל את ההסתפקות ברשלנות כבסיס להטלת אחריות בגין העמקתה של חדלות פירעון).

107 ראו, למשל, *In re Global Service Group*, 315 B.R. 451 (Bankr. S.D.N.Y. 2004). בתי המשפט שם מציינים לעתים את הכניסה להליכים רשמיים של חדלות פירעון כאחד הנזקים הכלכליים העלולים להיגרם עקב "העמקת חדלות הפירעון". הסברם לכך הוא כי לעומת חיסול מייד של החברה, מחוץ לכותלי בית המשפט, כרוכים הליכים רשמיים של חדלות פירעון בעלויות מינהליות שאינן מבוטלות, העולות לדלל עוד יותר את קופת החברה העומדת לפירעון החובות לנושים. ראו, למשל, עניין Lafferty, לעיל ה"ש 102, בעמ' 349–350.

108 ראו, למשל, *Bondi v. Bank of America Corp. (In re Parmalat)*, 383 F. Supp. 2d 587 (S.D.N.Y. 2005); *Alberts v. Tuft (In re Greater Southeast. Community Hospital Corp.)*, 333 B.R. 506 (Bankr. D.C. 2005). ראו גם *Sabin Willet, The Shallows of Deepening Insolvency*, 60 BUS. LAW. 549 (2005).

109 *Trenwick America Litig. Trust v. Ernst & Young, L.L.P.*, 906 A.2d 168 (Del. Ch. 2006), *aff'd* *Trenwick America Litig. Trust v. Billett*, 931 A.2d 438 (Del. 2007).

fraudulent conveyance, and breach of contract are the appropriate means by which to challenge the actions of boards of insolvent corporations.

Refusal to embrace deepening insolvency as a cause of action is required by settled principles of Delaware law. So, too, is a refusal to extend to creditors a solicitude not given to equityholders. Creditors are better placed than equityholders and other corporate constituencies (think employees) to protect themselves against the risk of firm failure.

The incantation of the word insolvency, or even more amorphously, the words zone of insolvency should not declare open season on corporate fiduciaries. Directors are expected to seek profit for stockholders, even at risk of failure. With the prospect of profit often comes the potential for defeat.

The general rule embraced by Delaware is the sound one. So long as directors are respectful of the corporation's obligation to honor the legal rights of its creditors, they should be free to pursue in good faith profit for the corporation's equityholders. Even when the firm is insolvent, directors are free to pursue value maximizing strategies, while recognizing that the firm's creditors have become its residual claimants and the advancement of their best interests has become the firm's principal objective.¹¹⁰

Delaware law imposes no absolute obligation on the board of a company that is unable to pay its bills to cease operations and to liquidate. Even when the company is insolvent, the board may pursue, in good faith, strategies to maximize the value of the firm. As a thoughtful federal decision recognizes, Chapter 11 of the Bankruptcy Code expresses a societal recognition that an insolvent corporation's creditors (and society as a whole) may benefit if the corporation continues to conduct operations in the hope of turning things around.

If the board of an insolvent corporation, acting with due diligence and good faith, pursues a business strategy that it believes will increase the corporation's value, but that also involves the incurrence of additional debt, it does not become a guarantor of that strategy's success. That the strategy results in continued insolvency and an even more insolvent entity does not in itself give rise to a cause of action. Rather, in such a scenario the directors are protected by the business judgment rule. To conclude otherwise would fundamentally transform Delaware law.

The rejection of an independent cause of action for deepening insolvency does not absolve directors of insolvent corporations of responsibility. Rather, it remits plaintiffs to the contents of their traditional toolkit, which contains, among other things, causes of action for breach of fiduciary duty and for fraud. The contours of these causes of action have been carefully shaped by generations of experience, in order to balance the societal interests in protecting investors and creditors against exploitation by directors and in providing directors with sufficient insulation so that they can seek to create wealth through the good faith pursuit of business strategies that involve a risk of failure. If a plaintiff cannot state a claim that the directors of an insolvent corporation acted disloyally or without due care in implementing a business strategy, it may not cure that deficiency simply by alleging that the corporation became more insolvent as a result of the failed strategy.

Moreover, the fact of insolvency does not render the concept of 'deepening insolvency' a more logical one than the concept of 'shallowing profitability.' That is, the mere fact that a business in the red gets redder when a business decision goes wrong and a business in the black gets paler does not explain why the law should recognize an independent cause of action based on the decline in enterprise value in the crimson setting and not in the darker one. If in either setting the directors remain responsible to exercise their business judgment considering the company's business context, then the appropriate tool to examine the conduct of the directors is the traditional fiduciary duty ruler. No doubt the fact of insolvency might weigh heavily in a court's analysis of, for example, whether the board acted with fidelity and care in deciding to undertake more debt to continue the company's operations, but that is the proper role of insolvency, to act as an important contextual fact in the fiduciary duty metric. In that context, our law already requires the directors of an insolvent corporation to consider, as fiduciaries, the interests of the corporation's creditors who, by definition, are owed more than the corporation has the wallet to repay."¹¹¹

111 שם, בעמ' 204–205. בספרות המשפטית טענו פרופסורים Hu ו-Westbrook שאין להקדים את מועד הפניית חובותיהם של נושאי המשרה כלפי הנושים, ויש לקובעו רק משעה שהחברה נכנסה באופן רשמי להליך של חדלות פירעון. ראו Henry T.C. Hu & Jay L. Westbrook, *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, 107 COLUM. L. REV. 1321 (2007). לדעה נוספת, המתנגדת להטלתה של חובת התנהגות על נושאי המשרה לטובת הנושים, ראו Stephen M. Bainbridge, *Much Ado about Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*, 1 J. BUS. & TECH. L. 355 (2007). ואולם ראו Laura Lin, *Shift of Fiduciary Duty Upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, 46 VAND. L. REV. 1485 (1993); Steven L. Schwarcz, *Rethinking A Corporation's Obligations to Creditors*, 17 CARDOZO L. REV. 647 (1996). ראו עוד Steven L. Schwarcz, *Rethinking Corporate Governance for a Bondholder Financed*,

5. ישראל

(א) טרם חוק חדלות פירעון – ניהול עסק במרמה

8.42 לפי הדין שנהג ערב חוק חדלות פירעון, ניתן היה להטיל אחריות על מנהלי חברות שהמשיכו את ניהול עסקי החברה כשכבר הייתה נתונה בקשיים כספיים ונמנעו מלהכניסה לטיפול משפטי באמצעות הליך קיבוצי. ברם, הפסיקה בישראל החילה אחריות כאמור על מנהלים, בצמצום יחסי. בסיס האחריות משכבר הימים היה העילה של "ניהול חברה במרמה". עילה זו נקבעה בסעיף 373 לפקודת החברות. וזו לשונה של סעיף 373(א):

"נתן בית המשפט צו פירוק, יקבע דיון בשאלה אם עסק של החברה התנהל תוך כוונה לרמות את נושיה או את נושיו של אדם אחר או לכל מטרת מרמה; התברר בדיון כאמור, או לאחר מכן במהלך פירוקה של החברה, כי עסק של החברה התנהל כאמור, רשאי בית המשפט, על פי בקשת הכונס הרשמי או המפרק או כל נושא או משתתף של החברה ואם נראה לו נכון לעשות כן, להצהיר שכל נושא משרה שלה, שהיה בידועין שותף בניהול העסק, ישא באחריות אישית ללא הגבלה לחביותיה של החברה, כולן או מקצתן, כפי שיורה בית המשפט;

לענין סעיף זה, 'נושא משרה' – בין בהווה ובין בעבר, לרבות כל מי שנושאי המשרה היו רגילים לפעול לפי הנחיותיו או הוראותיו".

האחריות הוחלה בנסיבות שבהן ההימנעות מההליך הקיבוצי הייתה כרוכה בטובת הנאה אישית למנהל.¹¹² כך, למשל, בעניין **ארנרייך**,¹¹³ הוטלה חבות אישית על המנהל של חברת "כוכב השומרון" בגין אחריותו להמשך ניהול עסקי החברה והתקשרויותיה החוזיות עם רוכשי דירות חדשים, לאחר שהחברה כבר נקלעה לקשיים כספיים. הטעם העיקרי להטלת האחריות היה עניינו האישי של מר ארנרייך בהתקשרויות החוזיות כאמור. לצד כהונתו בחברת "כוכב השומרון", ניהל ארנרייך גם את חברת "בית ונחלה" שעסקה בתיווך עסקאות נדל"ן ואשר הייתה בשליטה מלאה שלו ושל אשתו. על כל התקשרות חוזית חדשה שקשרה חברת "בית ונחלה" בין רוכש דירה לבין חברת "כוכב השומרון", היא נהנתה כמתווכת (ובאמצעותה נהנה גם ארנרייך) מעמלת תיווך שחושבה באחוזים ממחירו של

¹¹² האג"חים בדירקטוריון של חברה באופן שוטף, עוד לפני שנקלעה להליכים של חדלות פירעון). (מציע לשלב נציגים של מחזיקי

112 לעומת זאת, רשלנות גרידא של מנהלים אשר נמנעו מלהכניס חברה להליך מסודר של חדלות פירעון אינה נחשבת להתנהגות המטילה אחריות אישית על המנהל מכוח סעיף 373 לפקודת החברות. ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 1034/02, בש"א 10495/03 **מפרק חניון המרכבה חולון בע"מ נ' אליהו** (פורסם בנבו, מיום כ"ח ניסן התשס"ד, 19.4.2004). ראו גם פש"ר (מחוזי ת"א) 261/97, בש"א 31961/00 **מפרק ברק א.צ. תעשיות פלסטיקה ושיווק בע"מ נ' ברקוביץ**, פסקאות 11–12 (פורסם בנבו, מיום י"ט סיון התשס"ד, 8.6.2004).

113 ע"א 3016/90 **ארנרייך נ' המנהל המיוחד והכונס של כוכב השומרון בע"מ (כנינוס ובפירוק)** (פורסם בנבו, מיום ל' תשרי התשנ"ה, 5.10.1994).

חוזה הרכישה. בנסיבות אלה, ראה בית המשפט את החלטתו של ארנרייך לגרום ל"כוכב השומרון" להוסיף ולקבל עליה התחייבויות חוזיות כלפי רוכשי דירות חדשים כמונעת מטובת ההנאה הכלכלית האישית שהתקשרויות אלה הצמיחו לו.¹¹⁴ בדומה, בעניין דומת טקסטיל הוטלה חבות אישית על מנהל שאפשר את המשך ניהול עסקיה של חברה, שעה שכבר נקלעה לקשיים כספיים, לשם פירעון ייחודי של אחד מחובות החברה שהמנהל ערב לקיומו.¹¹⁵ גם הימנעות מהליך של חדלות פירעון על רקע חובותיה של חברה והעברת כספים באותה שעה על ידי המנהל ובעל השליטה בה לפירעון הלוואת בעלים, יימצאו כנסיבות שבהן מפר המנהל את אחריותו כלפי החברה, ובעקיפין – כלפי נושיה.¹¹⁶

(ב) חוק חדלות פירעון

(1) ניהול עסק במרמה

8.43 **חוק חדלות פירעון** הכפיל את בסיסי האחריות האישית של נושאי משרה בשל חדלות פירעונה של חברה והפגיעה בנושיה. החוק פוסע בעניין זה בעקבות המשפט האנגלי. ראשית, סעיף 290 לחוק קובע, כפקודת החברות קודמתו, אחריות אישית של נושאי המשרה לניהול החברה במרמה.¹¹⁷ עם זה, מידת האחריות של נושא המשרה בחוק שונה ממידתה בפקודת החברות. סעיף 373 לפקודת החברות הסמיך את בית המשפט לייחס אחריות לנושא המשרה עד מלוא התחייבויותיה של החברה, גם אם אין קשר סיבתי בינה לבין ניהול המרמה. לעומתו, החוק מגביל את האחריות של נושא המשרה ל"חובות התאגיד שנוצרו כתוצאה מניהול המרמה" בלבד.¹¹⁸

114 שם, בעמ' 6.

115 ע"א 4747/93 דומת טקסטיל בע"מ (בפירוק) נ' ביטי, פ"ד נ(2) 27 (התשנ"ו-1996).

116 עניין חניון המרכבה, לעיל ה"ש 112.

117 יוער כי החוק משמיט מן הסעיף את האחריות הפלילית שהייתה קבועה בסעיף 373 לפקודת החברות, ומתמקד באחריות האזרחית של נושא המשרה בלבד. בכך הוא מקביל בעיקרו ל-Fraudulent Trading Act-1920.

118 באנגליה, ערש הולדתו, חדל סעיף האחריות לניהול עסקי חברה במרמה (fraudulent trading) מלשמש, הלכה למעשה, בסיס לתביעות נגד דירקטורים FINCH, לעיל ה"ש 84, בעמ' 511. לפיכך, מוטל בעיני גם ספק בעניין עצם נחיצותו של סעיף 290 לחוק המוסיף לקבוע אחריות בשל ניהול עסקי חברה במרמה. הוא ודאי אינו נדרש נגד "מקימי חברות סדרתיים". מרבית החברות המוקמות בדרך זו והמנוהלות על פיה, הן חברות פרטיות קטנות שבהן הדירקטור העיקרי הוא גם בעל המניות העיקרי. לפי חוק החברות, ניתן לייחס את חובות החברה בנסיבות כאמור לבעל המניות, מכוח דין הרמת המסך הקבוע בסעיף 6 לחוק החברות. דפוס הפעולה האמור ייכנס לגדר השימוש באישיות המשפטית הנפרדת "באופן שיש בו כדי להונות או לקפח נושה של החברה", כאמור בסעיף 6(א)(1)(א) לחוק. משחשף החוק את בעל המניות לחבות אישית כלפי נושי החברה בנסיבות כאמור, אין עוד צורך של ממש בעילה של "ניהול עסק במרמה".

(2) החידוש: אי צמצום חדלות הפירעון

8.44 **שנית**, החוק מוסיף אחריות של דירקטור שלא נקט אמצעים סבירים לצמצום שיעורה של חדלות פירעון של החברה משידע או שהיה עליו לדעת על אודות חדלות הפירעון.¹¹⁹ וזו לשונו של סעיף 288 לחוק חדלות פירעון:

(א) "ידע דירקטור או מנהל כללי או היה עליו לדעת כי התאגיד נמצא בחדלות פירעון ולא נקט אמצעים סבירים לצמצום היקפה, רשאי בית המשפט, לבקשת הנאמן או הממונה, לאחר מתן הצו לפתיחת הליכים לגבי התאגיד, להורות כי דירקטור יישא באחריות כלפי התאגיד לנזקים שנגרמו לנושי התאגיד בשל מחדלו.

(ב) לעניין סעיף זה, חזקה כי דירקטור או מנהל כללי נקט אמצעים סבירים לצמצום היקף חדלות הפירעון של התאגיד, אם נקט אמצעים להערכת מצבו הכלכלי של התאגיד ופעל כדי שהתאגיד ינקוט אחד האמצעים כמפורט להלן:

(1) קבלת סיוע מגורמים המתמחים בשיקום תאגידיים;

(2) ניהול משא ומתן עם נושי התאגיד כדי להגיע עמם להסדר חוב;

(3) פתיחה בהליכי חדלות פירעון.

(ג) על אף הוראות סעיפים 259 ו-260 לחוק החברות, חברה אינה רשאית לפטור דירקטור מאחריותו לפי סעיף זה או לקבוע הוראה בתקנון המאפשרת לשפות דירקטור בשל הפרת חובתו לפי סעיף קטן (א).

(ד) לא תקום לדירקטור חבות לפי סעיף זה אם הוכיח כי הסתמך בתום לב הסתמכות סבירה על מידע ולפיו התאגיד אינו נמצא בחדלות פירעון".

בסיס האחריות האישית של דירקטורים בגין אי צמצום חדלות הפירעון הוא בסיס אחריות חדש. כאמור, הורתו בדין האנגלי. סעיף 288 לחוק מפרש כי האחריות של הדירקטורים היא כלפי החברה.¹²⁰ הסעיף נוקט לשון "אמצעים סבירים", ובכך כמו רומז שמדובר בבסיס אחריות הדומה לחובת זהירות של נושא משרה. ואולם, מכיוון שהוראת החוק באה להגן על העניין הכלכלי השיווי של הנושים בחברה, שולל סעיף-קטן (ג) בחוק את האפשרות של החברה לפטור את הדירקטורים או מאחריותם לפי הסעיף או לקבוע הוראה בתקנון החברה המאפשרת לחברה לשפותם בגין אחריות זו. טעם הדבר הוא שפטור או שיפוי מאושרים על ידי האסיפה הכללית של בעלי המניות, אך בעלי העניין השיווי

119 אחריות זו מקבילה לאחריות באנגליה בגין Wrongful Trading.

120 אין צורך ליצור אחריות נוספת, ישירה, כלפי נושי החברה, כשם שבעלי המניות של החברה אינם נהנים מזכות תביעה ישירה כלפי נושאי המשרה בעת שהחברה היא בת פירעון. השוו עניין *Trenwick America*, לעיל פסקה 8.41.

בחברה בעניין זה הם הנושים. אין בעלי המניות רשאים לפטור, בשם החברה, מקיומה של זכות כלפי הדירקטורים שנועדה לטובת הנושים.¹²¹ עם זה, סעיף 288 לחוק לא שלל את האפשרות שלפיה החברה תקבע בתקנונה הוראה המאפשרת לה לרכוש ביטוח אחריות מקצועית בעבור הדירקטורים בגין אחריותם לפי סעיף זה. ביטוח אחריות כאמור מתבקש ונדרש בעבור הדירקטורים.

(3) ניתוח העילה החדשה

8.45 לעניות דעתי, אחריות חדשה זו, כפי שגובשה בחוק בישראל, לוקה מבחינה פרשנית והיא מעלה שאלות על היקף התפרשותה מבחינה מהותית. ראוי כי המצדדים בסעיף זה, ובאחריות החדשה שהוא קובע, ייתנו דעתם על הליקויים שיובאו להלן. כשלעצמי, אני חולק בכל הכבוד על בסיס האחריות החדש שקובע הסעיף, כפי שיובהר להלן בביקורת המהותית. חרף קיומן של ההגנות מפני אחריות זו בסעיף 288(ב) לחוק, זוהי עדיין אחריות שעלולה להעיב יתר על המידה על שיקול הדעת של הדירקטורים, אשר נמצאים ממילא בחוסר בהירות בזמן אמת כאשר למצבה הפיננסי של החברה.¹²²

(אא) ביקורת פרשנית

8.46 סעיף 288 לחוק מטיל חובת פעולה על הדירקטורים המתעוררת עת נמצאת החברה בחדלות פירעון. כזכור, חדלות פירעון לפי החוק היא אפילו חדלות פירעון תזרימית.¹²³ באנגליה, ערש הולדתה של החובה הנדונה, הטיל החוק חובה כאמור על הדירקטורים רק שעה שהחברה מצויה כבר בחדלות פירעון מאזנית.¹²⁴ המקבילה החדשה בישראל היא אפוא רחבה יותר. אמנם היא נועדה להמריץ דירקטורים לפעול בשעת המבחן שקובע חוק חדלות פירעון הישראלי, קרי: כבר בעת חדלות פירעון תזרימית. ברם, דומה כי החוק נטל באופן השוואתי את החובה האנגלית והרחיבה עוד באופן העלול להתיע דירקטורים הרתעת יתר. בנוסף, באנגליה ניתן לתבוע דירקטורים בגין אחריות זו רק אם החברה נמצאת בפירוק. סעיף 288 לחוק חדלות פירעון מאפשר לתובעם בכל הליך חדלות פירעון, הן פירוק והן הבראה. אף זו הרתעת יתר. הרתעת יתר כאמור עלולה להובילם לפעול באופן מתגונן יתר על המידה. מצב כזה עלול כשלעצמו להיות בעוכריה של החברה.

(בב) היקף ההתפרשות של האחריות

8.47 ספק בעיניי אם ראוי להטיל אחריות רחבה על דירקטורים, שלפיה יש לצמצם נזקים לנושים עקב חדלות פירעון של החברה, ואם הטלת חובה כאמור היא תמריץ מתאים להתמודדות עם חשש מפני דחינות של פתיחת הליך רשמי של חדלות פירעון.

121 הוראה דומה, עם תכלית דומה, מונעת בעד החברה מלפטור את נושאי המשרה מאחריות כלפיה בגין הפרת חובת הזהירות בשל חלוקה אסורה. סעיף 259(ב) לחוק החברות.

122 עניין *Production Resources Group*, לעיל ה"ש 100; Hu & Westbrook, לעיל ה"ש 111.

123 סעיף 2 לחוק חדלות פירעון.

124 לעיל פסקה 8.37.

8.48 אין לכחד. במשטר המשפטי של חוק חדלות פירעון, שבו יתמנה בעל תפקיד חיצוני לחברה שנפתח בעניינה הליך הבראה, קיים חשש מפני השהיה יתר על המידה של יוזמה להבראה רשמית של החברה בבית המשפט. אכן, עקרון השליטה, המוצע על ידי כפרק הבא, מפיג במידה מסוימת את חשש ההנהלה והדירקטוריון של החברה מפני הבראה רשמית.¹²⁵ לשיטתי, ההנהלה אינה מפנה בהכרח את מקומה לחלוטין. היא עשויה להוסיף לתפקד גם בהליך הבראה, תחת בעל תפקיד או בעצמה ללא מינוי בעל תפקיד. עם זה, אפילו לשיטה זו, רתיעה מפני הליך רשמי עדיין תקיין במידת-מה. סוף סוף, בהשוואה למשטר העסקי שהתקיים לפני הליך של חדלות פירעון, בכל זאת סמכויות ההנהלה של חברה שבבעלות ריכוזית עלולות להיפגע בהליך הבראה. בהליך כאמור גורם חדש ובלתי מוכר, בעל תפקיד, עשוי להתייצב במעלה סולם מקבלי ההחלטות בחברה מעל לראשה של ההנהלה הקיימת או להחליפה כליל. הכפיפות הצפויה של ההנהלה אליו או החלפתה המלאה של ההנהלה עלולות לגרום לה להסס ולהימנע מליזום, מרצונה החופשי, הליך של חדלות פירעון. בעל תפקיד שיתמנה גם עלול לחקור את עברה של החברה כדי לבדוק את סיבות כישלונה הכספי. בתום חקירה כאמור ייתכן שתוגש נגד מנהלי החברה תביעה אזרחית בטענה שהפרו בעבר את חובותיהם כלפי החברה. יכולתם של נושים לפתוח הליך של חדלות פירעון עשויה אף היא למתן במידת-מה את החשש מפני דחינות של ההליך. אולם, בסופו של דבר, יוזמת החייב לפתיחתו של הליך הבראה נותרת דרך המלך לצמצום פער הזמנים בין מועד היקלעותה של חברה למצב של חדלות פירעון לבין מועד הפנייה לטיפול המשפטי הראוי לה.

8.49 לשם השלמת מסכת התמריצים שיעודדו חייב שלא להשהות יוזמה זו יתר על המידה, דומני כי יש מקום להטיל אחריות משפטית מסוימת על הדירקטוריון של חברה חדלת פירעון אשר השתהה ולא נקט יוזמה לפתיחת הליך קיבוצי בעניינה. ברם, יש לזכור כי הטלת אחריות על נושאי המשרה אינה התמריץ היחיד, כי אם תמריץ משלים, לנקיטת הליכי הבראה במועד. תמריץ נוסף הוא כאמור דגם השליטה שיוצע בפרק הבא, שבו הדירקטורים יוכלו לעתים להישאר בתפקידם בחברה בעת שהיא מצויה בהליך הבראה רשמי. תמריץ אפשרי נוסף לנקיטת הליך במועד הוא ההמלצה של ועדת אנדורן ליטול את השליטה מידי בעל השליטה אם לא נקט הליכי הבראה והגיע מועד פירעון חוב שהחברה לא פרעה אותו.¹²⁶ בשל היותה של אחריות נושאי המשרה אך אמצעי אחד מתוך תשלובת תמריצים לנקיטת הליכי הבראה במועד, אין זה ראוי להרחיב את אחריות הדירקטורים יתר על המידה ושלא לצורך. הטלת האחריות אינה אמורה לפגום בשיקול דעתם העסקי ולא להרתיעם הרתעת יתר.¹²⁷ עליה אך להשלים את שאר התמריצים הקיימים בחתירה לפתוח במועד הראוי הליכים של חדלות פירעון.

125 להלן פסקאות 9.46–9.53.

126 לעיל פסקה 7.77.

127 ע"א 7516/02 פישר נ' מפרק ס. דנהיל תעשיות כלליות בישראל בע"מ (בפירוק), פ"ד (1) 69, 90 (התשס"ה-2005).

8.50 לפיכך, לשיטתי, יש להטיל אחריות על דירקטורים שנמנעו מלפתוח הליך של חדלות פירעון רק בנסיבות שבהן בעל התפקיד יוכיח כי שיקולים תועלתניים אישיים הם שהניאו אותם מלהגיש בקשה לפתיחתו של הליך הבראה (קרי: הפרתה של חובת האמונים שלהם),¹²⁸ או כאשר הדירקטורים חדלו מלהפעיל שיקול דעת עסקי (קרי: הפרתה של חובת הזהירות שלהם). לעומת זאת, רשלנות גרידא בהפעלת שיקול הדעת העסקי של הדירקטורים, בעניין אופן תגובת החברה לקשייה הכספיים, לא תשמש בסיס להטלת אחריות כאמור. כך, למשל, ניסיון של חילוץ מבוקר של החברה מקשייה, באמונה כנה, אף כי מוטעית, בדבר סיכויי הצלחתו של מהלך עצמי כאמור לא יעמוד לדירקטורים לרועץ.¹²⁹ כל עוד פעולותיהם של הדירקטורים ותפקודם אינם נגועים בטובת הנאה אישית להם עצמם, אין להטיל עליהם אחריות אישית. בעניין זה אני סבור אפוא כי ראוי למחוקק בישראל לאמץ במפורש את הקו שקבע בית המשפט העליון בפסיקותיו בהטילו אחריות על דירקטורים בשל הארכה מלאכותית של חיי חברה שנקלעה לקשיים כספיים כאשר היה לדירקטורים עניין אישי בהארכה זו.¹³⁰ ראוי עוד כי המחוקק יאמץ את גישת הפסיקה של דלאוור שהובאה לעיל.¹³¹

128 ניתן לטעון כי רצונם של הדירקטורים להאריך את כהונתם ככל האפשר יוצר להם, כשלעצמו, עניין אישי בהחלטה שלא לנקוט הליך של חדלות פירעון. אכן, טענה כאמור מוכרת בנוגע לבחינת תגובות של דירקטורים על הצעת רכש עוינת שהוצעה לרכישת השליטה בחברה שבה הם מכהנים. בשל טענה זו, אוסר סעיף 330(א) לחוק החברות על דירקטורים לנסות לטרפד הצעת רכש כאמור, אלא אם כן בפועלם כך הם פועלים בתום לב ועל סמך הנחה סבירה שפעולתם היא לטובת החברה. בארצות-הברית קבע בית המשפט העליון של Delaware כי רמת הביקורת השיפוטית המתאימה לבחינתה של תגובת דירקטורים של חברה, הנתונה להשתלטות באמצעות הצעת רכש, תהיה רמת ביקורת בינונית. מחד גיסא, הביקורת השיפוטית תסטה מן הרמה המקילה שהיא כלל שיקול הדעת העסקי (The Business Judgment Rule), המניח כי הדירקטורים פעלו באופן סביר ומושכל לפי מיטב שיפוטם העסקי. מאידך גיסא, היא גם לא תעלה לרמת הביקורת המחמירה של "הגינות מלאה" (Entire Fairness), שבית המשפט דורש בנסיבות שבהן נגוע תפקוד דירקטור בעניין אישי. (על היחס בין שתי רמת אלה של ביקורת שיפוטית ראו Cede & Co. v. Technicolor, 663 A.2d 1156 (Del. 1995); Cede & Co. v. Technicolor, 634 A.2d 345 (Del. 1993) רמת ביניים זו מוכרת בפסיקה האמריקנית בשם "ביקורת מוגברת" ("Enhanced Scrutiny"). Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985); Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d 1361 (Del. 1995) (לשימוש אפשרי בישראל ברמת ביקורת שיפוטית דומה בנסיבות מסוימות של עסקאות לרכישת שליטה ולמיזוג בחברות ראו ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ' (פורסם בנבו, מיום כ"ח כסלו התשע"ז, 28.12.2016)). לעניות דעתי, אין הנדון דומה לראיה. בהצעת רכש אמנם קיים חשש כי הדירקטורים שוקלים את עצם המשך כהונתם בחברה. ברם, בנדון דידן הצעתי היא, כאמור, כי בנסיבות רבות הדירקטורים וההנהלה יוסיפו לכהן בכפיפות לבעל התפקיד החיצוני. חששם מפני סיום כהונתם פוחת אפוא.

129 לפיכך, ניהולו של משא ומתן ענייני לקידום תכנית הבראה מקיפה וכוללת מחוץ לכותלי בית המשפט ייחשב לתפקוד ראוי של הדירקטוריון. יוזמות הבראה חוץ-שיפוטיות הן מהלך עסקי מקובל, העדיף לא פעם על ההליך השיפוטי הרשמי. ראו להלן פרק אחד-עשר. השוו עוד סעיף 288(ב)(2) לחוק חדלות פירעון.

130 לעיל פסקה 8.42.

131 לעיל פסקאות 8.39, 8.41.

1. פתיחת הליך הבראה בישראל – סיכום והמלצות

8.51 המדיניות המשפטית הראויה היא לצמצם ככל האפשר את פער הזמנים שבין זיהוי המצב הכלכלי של חדלות פירעון לבין התגובה המשפטית הראויה על מצב כאמור. התגובה המשפטית הראויה מתבטאת במעבר לדפוסי ניהול הרגישים יותר ליכולת הפירעון לנושים, לנוכח החשש הגובר והולך מפני חוסר יכולתו של החייב לכבד תביעות אלה. דפוס ניהול מובהק כאמור הוא כניסה להליך קיבוצי של חדלות פירעון, שבו יבואו לידי ביטוי זכויות הנושים כולם ויפחת החשש לטיפול שונה בנושים לפי כוחם והשפעתם על החייב. המועמד הטוב ביותר לזהות את הקשיים הכספיים של חייב ולהגיב עליהם בעתם הוא החייב עצמו. כאשר בחייב תאגידי עסקינין, יהיו אלה נושאי המשרה בחברה ולצידם בעל השליטה אשר יזהו ראשונים את קשייה הכספיים. לפיכך, על המשפט לעצב כללים אשר יעודדו כראוי את קברניטי החברה להתכבד וליזום הליך של חדלות פירעון סמוך לאחר שהחברה נקלעה לקשיים כספיים. בראשית פרק זה כבר צוין כי סביר שנושאי המשרה יבקשו לפתוח הליך של הבראה דווקא.

8.52 כוחם של נושאי המשרה לייזום הליך הבראה לחברה עלול לעורר חששות מנוגדים: מצד אחד, החשש מפני פתיחה מוקדמת מדי של ההליך, עד כדי חשד לניסיון ניצול ציני של ההליך על חשבון נושי החברה; מצד אחר, החשש מפני דחייה לאין קץ של פתיחת הליך ההבראה. דחיית ההליך עלולה לחשוף בינתיים את החברה לדרדור כלכלי נוסף, בין מחמת ניהול עסקי מסוכן של נכסיה ובין מחמת העמסתן של התחייבויות חדשות על החברה באופן שימוטט אותה סופית. לנוכח חששות מנוגדים אלה, נשאלת השאלה: מהם הכללים המשפטיים המאוזנים מכול, אשר יסייעו למיתון מרבי (אף אם לא לוויסות מוחלט) של שתי התופעות כאחת? לשם פתרון שאלה זו יש להידרש לשתי נקודות מוצא:

(א) זהות השולט בחברה בעת הליך ההבראה.

(ב) מידת ההסתמכות על הנושים כיוזמים אפשריים של הליך חדלות פירעון.

1. נקודות המוצא

(א) זהות השולט בחברה בעת הליך ההבראה

8.53 נקודת המוצא הראשונה היא ההבנה כי המבנה המערכתי של דיני הבראת חברות בשיטת משפט נוהגת מגביר ברמה המעשית את הסיכון להתקיימותו של אחד משני הקשיים המנויים לעיל, וממתן מניה וביה את הקושי האחר. אבהיר דברים אלה. ציינתי לעיל כי, בעניין הבראת חברות, שיטות המשפט בעולם המערבי נחלקות ביניהן, בין השאר, בנוגע לשאלה מי ראוי לשלוט בחברה בהליך ההבראה ולנהלה. חסידיה של גישה אחת גורסים כי ראוי להותיר את הנהלת החברה ליד ההגה ולאפשר לה לשלוט בחברה אף בעת רגישה זו. חסידי הגישה האחרת גורסים כי יש להחליף את הנהלת החברה בבעל תפקיד חיצוני שימונה לצורך משימת ההבראה. זיהוי הגישה הנוהגת, הלכה למעשה, בשיטת משפט מסוימת היא, לעניות דעתי, נקודת המוצא לחתירה לצמצום מרבי של שני עיוותי התזמון המנוגדים בפתיחת הליך הבראת חברה. בשיטת משפט שבה הנהלת החברה ממשיכה לשבת על כסאה כבעבר, גובר החשש מפני פתיחה מוקדמת מדי של הליך הבראת חברה וניצולו לרעת הנושים. לעומת זאת, החשש מפני דחייה לאין קץ של פתיחת הליך ההבראת חברה אינו כבד במיוחד. בשיטת משפט

שבה נושאי המשרה מסיימים את תפקידם בפתיחת ההליך ומעבירים את השליטה בחברה לידי בעל תפקיד חיצוני יתהפכו היוצרות. בשיטת משפט כאמור, גדול במיוחד דווקא החשש מפני דחייה לאין קץ של פתיחת ההליך, ואילו החשש מפני ניצול לרעה של ההליך והקדמתו יתר על המידה אינו חשש שיש בו כדי להדיר שינה מעיניהם של מעצבי המשפט.

8.54 דומני כי השוני בין אחריות נושאי משרה ל-wrongful trading לפי הדין האנגלי לבין אחריותם ל-deepening insolvency לפי הפסיקה בארצות-הברית, קשור להסדר השונה בשתי שיטות משפט אלה ואף לתפישות העולם השונות שלהן בשאלת השולט בהליך ההבראה. באנגליה, שולט בהליך ההבראה, כמו בהליך הפירוק, בעל תפקיד חיצוני. לפיכך, החשש מפני דחייה מיותרת של פתיחת ההליך רב יותר שם. לכן, בתגובה, מחיל החוק האנגלי אחריות על דירקטורים הממשיכים לנהל את עסקי החברה בשלב שבו הם יודעים, או שעליהם לדעת, כי ראוי לחברה להיכנס להליך פירוק מחמת חדלות פירעון. התנהגות הדירקטורים בעניין זה נבחנת לפי מבחן הדירקטור הסביר. לעומת זאת, ראינו כי בארצות-הברית האחריות להעמקתה של חדלות הפירעון הוטלה על מקבלי ההחלטות, בעיקר בנסיבות שבהן מקבלי ההחלטות המשיכו לנהל את עסקי החברה כבעבר, ביודעין, ומתוך מרמה כלפי נושי החברה. האחריות בארצות-הברית בעניין זה חלה אפוא במערכת נסיבות מצומצמת יותר מאשר באנגליה. לטעמי, כאמור, פשר ההבדל טמון בכך שבארצות-הברית מוסיפה הנהלת החברה לשלוט בהליך ההבראה ומצופה ממנה להוסיף ולפעול להשאת ערך החברה אף בשעות המשבר של החברה. הסיכון לדחייה בוטה של פתיחת ההליך שם אינו סיכון שהדין מבקש בעטיו להטיל אחריות מיוחדת על נושאי המשרה לשם צמצומו.

(ב) הסתמכות על הנושים כיוזמי הליך של חדלות פירעון

8.55 נקודת המוצא השנייה לפתרון בעיית התזמון שהצבתי היא מידת ההסתמכות המעשית על הנושים כמגישי בקשות לפתיחת הליכים של חדלות פירעון נגד חייביהם. את הכללים המשפטיים הראויים לפתיחתו של הליך הבראה בידי חייב יש לעצב בזיקה לכללים המשפטיים המקבילים ולמציאות העסקית המשפיעים על הגשת בקשות לפתיחת הליך של חדלות פירעון בידי נושים. ככל שהמציאות העסקית היא של נושים קטנים יחסית ובזורים, קטן התמריץ לכל נושה כשלעצמו לעקוב אחר החייב ולהביאו בעת הצורך להליך של חדלות פירעון קיבוצי.¹³² ככל שמדובר בשוק של ריכוז תביעות בידי נושים ושל מיעוט נושים, גדל יחסית התמריץ של הנושים לפעול. זאת ועוד, ככל שהכללים המשפטיים מקילים באופן יחסי על הגשת בקשות על ידי נושים, כך ניתן לסמוך יותר על הנושים שיפעלו. ממילא, הסיכון לנזק הנובע מדחייה לאין קץ של פתיחת הליך הבראה על ידי ההנהלה, הוא נמוך. אף אם ההנהלה לא תפעל, עשויים נושים לפעול וליזום הליך קיבוצי של חדלות פירעון. לעומת זאת, בשיטה משפטית המקשה על הגשת בקשה מצד נושים, גובר החשש מפני דחיית ההליך יתר על המידה. לפיכך, יש לגלות רגישות רבה יותר לחשש זה בעיצוב הכללים לפתיחתו של הליך הבראה על ידי החייב.

132 לעיל פסקה 7.25.

2. ההמלצות

8.56 אשר לשאלת השליטה בחברה הנמצאת בהליך הבראה, אביע את דעתי בפרק הבא כי ראוי להותיר את ההכרעה בישראל בשאלה זו לבית המשפט בכל מקרה לפי נסיבותיו.¹³³ בעניין יכולתם המעשית של נושים לבקש פירוק של חברה, דומני כי הצעתי שפורטה בפרק שביעי לעיל שומרת על האפשרות המעשית של נושים להגיש בקשות לפתיחתם של הליכי חדלות פירעון נגד חייבים במתווה של מימוש נכסים בשלב ראוי. המבחנים שהצעתי אינם מחמירים ביותר ונועדו לסייע בידי נושים להגיש בקשות כאמור משהבחינו בקשייו הכספיים של החייב.¹³⁴ עם זה, מבחנים אלה גם אינם מקילים יתר על המידה, שכן הקלה כאמור תביא נושים בודדים לידי הפעלת לחץ על חייבים והגשת בקשות בלתי ראויות ומזיקות.¹³⁵ לאור נקודות מוצא אלה ניתן להמליץ על התנאים הראויים לפתיחתו של הליך הבראה בישראל.

(א) הסרת הדרישה של חדלות פירעון כתנאי סף לבקשת הבראה

8.57 העברת השליטה לידי בעל תפקיד חיצוני כשהחברה נכנסת להליך הבראה ממקדת כאמור את כללי המשחק בחשש מפני דחייה מיותרת של פתיחת הליך חדלות פירעון. לעומת זאת, החשש מפני הקדמה מיותרת של ההליך הוא בנסיבות אלה חשש רחוק. לפיכך, המסקנה המעשית הראשונה היא שבישראל אין כל צורך לדרוש מהנהלת חברה המבקשת לפתוח הליך הבראה לשכנע תחילה את בית המשפט כי החברה היא חדלת פירעון. זהו תנאי סף מיותר ומכביד אשר אינו משרת תכלית של ממש. זאת ועוד, כפי שיובהר להלן, דרישה להוכיח כי החברה היא חדלת פירעון עלולה לגרום להנהלה להחמיץ את השעה הראויה להגשת בקשה להבראה. בשל חוסר הבהירות אימתי נעשית החברה חדלת פירעון, עלולה הנהלת החברה להשתהות יתר על המידה בהגשת הבקשה. דא עקא, השתהות כאמור עלולה בדיעבד לחשוף את ההנהלה לאחריות משפטית.¹³⁶ כמו כן, דרישה כאמור מתייגת רשמית את החברה כחדלת פירעון בתודעת השוק.¹³⁷ זהו ללא ספק תמריץ שלילי לנקיטת הליך הבראה, ובכך יוצא שכרו של תנאי הסף האמור בהפסדו. לבסוף, כפי שיובהר להלן, גישתו של החוק אשר מציב תנאי

133 אכן, אחד השיקולים המנחים גם בשאלת השליטה הוא מידת ההשפעה של השליטה על סיכויי החברה להיכנס להליך של חדלות פירעון בשלב מוקדם וראוי. ברם, זהו אך אחד ממגוון השיקולים השייכים לעניין זה. ראו על כך את הדיון בפסקאות 9.42–9.53 להלן. עם זה, הדיון שם יציע עוד כי לחברות ציבוריות, החסרות בעל שליטה ריכוזי, כלל לא יתמנה בעל תפקיד חיצוני.

134 יכולת הנושים לנקוט הליכי הבראה מתחזקת עוד יותר אם משקללים ומאמצים גם את המלצותיה של ועדת אנדרון בנושא ואת החובה בדבר מינוי ה"מומחה" לבחינת "הסדרי חוב" עם מחזיקי אגרות חוב לפי סעיף 350 לחוק החברות וסעיף 329 לחוק. ראו לעיל פסקאות 7.71–7.84.

135 מכל מקום, עדיין יש לזכור כי, כפי שכבר הוער בפתחו של הפרק הנוכחי, בהשוואה בין נושה לחייב – האחרון הוא אשר יזהה את קשייו הכספיים תחילה. לפיכך, אף במשטר משפטי המקל באופן יחסי כלפי הגשת בקשות לפירוק על ידי נושים, ראוי שלא להכביד על חייבים יתר על המידה בייזום הליך הבראה. בסופו של דבר, החייב הוא היזום היעיל יותר של הליך חדלות פירעון.

136 לעיל פסקה 8.44.

137 David Hahn, *The Financial Crisis of 2009 – Have Reorganization Proceedings in Emerging Markets Gone Bankrupt? Israel as a Case Study*, 12 U. PA. J. BUS. L. 731 (2010)

סוף של חדלות פירעון לצורך פתיחתו של הליך ההבראה המלא¹³⁸ אך אינה דורשת דרישה כאמור לצורך פתיחתו של המסלול הקל להבראת חברות, יוצרת עיוות והטיה מובנים ובלתי יעילים לטובת ההליך הקל.¹³⁹

(ב) הגמשתן של דרישות הגילוי בפתיחת ההליך

8.58 החשש הדוחק (באופן יחסי) בישראל הוא כאמור החשש מפני התמהמהות מיותרת בהגשת בקשות להבראת חברה. לפיכך, ראוי למחוקק שלא להכביד יתר על המידה בדרישות הסף לפתיחת ההליך. ראינו לעיל כי תקנות ההבראה דורשות מן המבקש את פתיחת ההליך לפנות לבית המשפט כשהוא מצויד במסמך גילוי ארוך ומפורט. אמנם גילוי פרטים לבית המשפט הוא חשוב. הוא יסייע לבית המשפט לשקול ולהחליט באופן מושכל אם יש לחרוץ את גורל החברה הנדונה לשבט או לחסד. ברם, אפילו בית המשפט עצמו, הנמען והצרכן של דרישות הגילוי האמורות, כבר העיר כי אינו משוכנע שהתקנות נועדו לחול, לפרטיהן ולדקדוקיהן, גם על מקרים מורכבים של הבראת חברות גדולות, בעלות מערך עסקים מסועף.¹⁴⁰ דומה, שמחוקק המשנה התבונן בעקרונות הגילוי של דיני ניירות ערך וביקש ליישם אף בהקשר דגן. דא עקא, פתיחת הליך של הבראה אינה אירוע דומה לאירועי דיווח של חברות בריאות הפועלות בשוק ההון.¹⁴¹ חברות רבות הנקלעות לקשיים כספיים הן חברות פרטיות. אפילו בשגרה, חברות כאמור אינן נתונות למשטר גילוי קפדני בדומה לחברות הציבוריות. הן גם אינן ערוכות מבחינת התשתית, מבחינת כוח האדם המקצועי, הפנימי והחיצוני, לקיום דרישות גילוי כאמור. זאת ועוד, גילוי מפורט, ברמות הנדרשות על פי דיני ניירות ערך, דורש השקעת זמן וכסף רב לצורך הכנתו. ברם, הן לחברות פרטיות והן לחברות ציבוריות שנקלעו לקשיים כספיים, חסרים בדיוק שני המשאבים הללו. לפיכך, דומני שראוי לשוב ולעייין בדרישות הגילוי הקבועות בתקנות ההבראה. לטעמי, יש לשמור על דרישת הגילוי, אולם יש לצמצם את פרטי הגילוי הנדרש. ראוי להקל כאן ולהפוך דרישה זו לדרישה שחברות הנתונות בקשיים כספיים יוכלו לעמוד בה. או אז ייצאו בתי המשפט נשכרים. אמנם ייתכן שנושים ובעלי עניין נוספים יהיו זקוקים למידע עובר לאישורה של

138 הדרישה בדבר חדלות הפירעון במסלול ההבראה המלא נובעת, בין השאר, מהאיחוד שעורך חוק חדלות פירעון בין בקשה לפירוק חברה ובקשה להבראתה לבין בקשה אחת משותפת ל"פתיחת הליך חדלות פירעון". לאור איחוד זה, חוק חדלות פירעון מתכנס למכנה המשותף המגביל שהיה קיים תמיד בפירוק, קרי: דרישה בדבר חדלות פירעון של החייב כתנאי סף לפתיחת הליך.

139 להלן פסקאות 8.62–8.65.

140 פש"ר (מחוזי ת"א) 1739/02, בש"א 15361/02 בעניין פויכטונגר תעשיות בע"מ, פסקה 31 (פורסם בנבו, מיום ד' תשרי התשס"ג, 10.9.2003) ("תמוהה בעיני עמדתו של בנק דיסקונט, הקובל על כך כי לא הוצגה בפניו תוכנית הבראה מגובשת בתוך 30 יום. אמנם, זוהי מצוות התקנות החדשות לעניין הקפאות הליכים; אלא, שספק גדול בעיני אם התכוונו התקנות דגן לחול בנסיבות השונות בתכלית מהמקרה ה'ריגיל' וה'פשוט' של חברה בודדת שנקלעה לקשיים. נקל לראות, כי כאשר עסקינן בקונצרן מסועף, בעל מערכים מורכבים של אחזקות ונשיה, הרי עמידה על דרישות פורמליות של צורות ומועדים קצרים הינה חסרת הגיון; אין משמעותה, למעשה, אלא ויתור מראש על כל ניסיון רציני להבריאת את הקונצרן. דומה, כי לא לכך התכוון מחוקק המשנה כאשר אמר דברו").

141 השוו בש"א (מחוזי ת"א) 19229/01 אלרוד ייזום ונדל"ן בע"מ נ' הרשות לניירות ערך (פורסם בנבו, מיום ט' כסלו התשס"ג, 14.11.2002) (בהחלטה זו מתח השופט גורן ביקורת על חוסר שיקול הדעת של רשות ניירות ערך, אשר ביקשה להחמיר עם חברה הנתונה בהליך הבראה בדרישות הגילוי שהעלתה).

תכנית ההבראה. ברם, מידע זה יועבר אליהם לקראת כינוס האסיפות להצבעה על התכנית – כלומר, בסיום הליך ההבראה, ולא בראשיתו.¹⁴²

(ג) הסרת הדרישה להציג תכנית הבראה כתנאי סף לבקשת הבראה

8.59 סעיף 350 לחוק החברות ותקנה 38(3) לתקנות ההבראה יחד דרשו מ מבקש הליך הבראה לצרף לבקשה לפתיחת ההליך תכנית הבראה.¹⁴³ בעבר הראיתי כי דרישה זו בחוק נבעה בעיקר מחקיקה העשויה טלאים. סעיף 350(ב)¹⁴⁴ הוטל על גבי סעיף 350(א).¹⁴⁵ מסופקני אם דרישה זו היא פרי מחשבה. אדרבה, לטעמי, דרישה מפורשת להציג תכנית הבראה כתנאי סף לבקשת ההבראה היא היפוך היוצרות ורתימת העגלה לפני הסוסים. סוף סוף, כפי שהובהר בפרק רביעי לעיל, הליך הבראה דרוש לצורך גיבוש תכנית הבראה ואישורה. תכנית הבראה מוגמרת היא שלב הסיום של ההליך, ואילו צו להקפאת ההליכים הוא שלב הפתיחה של ההליך.¹⁴⁶ צו הקפאת הליכים הוא חיוני לחברה לשם השגת "שקט תעשייתי" ופתיחתו של משא ומתן שקט וענייני עם נושיה. החברה מבקשת לחסות בצל הצו ולהשתחרר מאיומי הכיליון של נושיה. אם השכילו קברניטי החברה לגבש תכנית הבראה עוד לפני הפתיחה בהליך הרשמי, לשם מה לבקש הליך הבראה ולקבל צו להקפאת הליכים? בשלב זה היא כבר הגיעה אל היעד – תכנית ההבראה. כל שנותר הוא לאשר את התכנית באסיפות נושים.¹⁴⁷ בדרישה להציג תכנית הבראה כתנאי לפתיחת ההליך גוזר המחוקק על חברה לפתוח בהליך ההבראה מסופו. דרישה זו אינה עומדת במבחן הביקורת העיונית. טוב יעשה המחוקק אם יבטלנה.

8.60 עם זה, עדיין ראוי לדרוש שהמבקש יציג בקווי מתאר כלליים את עקרונות ההבראה, העסקית והמשפטית, שעליהם הוא מתכוון לשאת ולתת עם נושיו. אף כי בשלב האמור עדיין אין לצפות לתכנית הבראה מלאה, אל לו למבקש לבוא אל בית המשפט בידים ריקות. המבקש יידרש לשכנע את בית המשפט כי צו הקפאת ההליכים דרוש לו לשם התקדמות עניינית אל יעד ההבראה. צו הקפאת ההליכים לא יינתן למבקש הפונה אל בית המשפט כסומא באפלה, כשאין באמתחתו ולו בדל של רעיון לחילוף עסקו מקשייו הכספיים.

142 לדרישת הגילוי למשקיעים, עובר לאישור תכנית ההבראה בארצות-הברית, ראו Bankruptcy Code § 1125.

143 בית המשפט מוסמך לפטור את המבקש מדרישה זו. ראו תקנה 42 לתקנות ההבראה.

144 סעיף זה הומר בתיקון מס' 19 בסעיף 350 לחוק החברות.

145 דוד האן "התפתחות דיני הבראת חברות: מן הכנסת אל משרד המשפטים דרך בתי-המשפט" קרית המשפט ה' 3 (התשס"ד-ס"ה).

146 לעיל פסקה 4.13.

147 אמנם ניתן לתרץ קושיה זו בכך שהמחוקק ביקש להקפיא את הליכי הגבייה האינדיווידואלית מהחברה לפרק הזמן, של הימים או השבועות הבודדים, החולף מאז גובשה תכנית הבראה והוצעה ועד לכינוס בפועל של אסיפות הנושים. ברם, תירוץ זה יידחה. לפי לשונו של סעיף 350(ב) לחוק החברות, צו הקפאת ההליכים נועד לסייע "לגיבושה או לאישורה של תכנית שמטרתה להבריא את החברה". לו התייחס צו הקפאת ההליכים רק לתקופת המעבר שבין גיבוש תכנית ההבראה לבין כינוס האסיפות בפועל, מדוע איפשר המחוקק לצוות על הקפאת הליכים לתקופה של עד תשעה חודשים? תקופת המעבר האמורה אינה אורכת יותר מארבעה עד שישה שבועות. השוו לתקנה 25(ב) לתקנות ההבראה הדנה במועדים לפרסום פרטים על כינוס האסיפות ועל מועדי הכינוס בפועל וקובעת כי על בעל התפקיד לפרסם הודעה על כינוס האסיפות "בלא דיחוי".

(ד) אחריות של נושאי משרה בעת חדלות הפירעון של חברה

8.61 בדיון לעיל הבהרתי את עמדותי האישית בדבר האחריות המשפטית הרצויה של נושאי משרה בעת חדלות פירעונה של חברה.¹⁴⁸ עיקר עמדותי היה כי אף בעת זו ראוי לדבוק בחובת הזהירות ובחובת האמונים של נושאי המשרה לפי דיני החברות. לטעמי, יישום נכון ומושכל של חובות אלה די בו לשם המרצת נושאי המשרה לפעול באופן ראוי אף בעת חדלות פירעון של חברה.¹⁴⁹ בין האפשרויות שישקלו נושאי המשרה, בהפעילם את שיקול דעתם העסקי, תישקל גם האפשרות לפנות להליך רשמי של חדלות פירעון. אפשרות זו תיבחן מול אפשרויות חלופיות ויישקלו העלויות היחסיות והתועלות היחסיות של כל אחת מן האפשרויות הנדונות. אם יתברר כי הדירקטורים שרכבו עניינים אישיים שלהם אל תוך ההחלטה שהתקבלה הם ייחשפו לאחריות אישית בגין הפרת חובת האמונים. כמו כן, אם יתברר כי נושאי המשרה נמנעו מלהפעיל שיקול דעת עצמאי בעניין בחינת מצבה של החברה, והאופנים הראויים לתגובה למצבה, והכפיפו את שיקול דעתם לשיקול דעתו של בעל השליטה, הם יחובו בגין הפרתה של חובת האמונים כלפי החברה.¹⁵⁰ בהיעדר עניין אישי לדירקטורים, ראוי כי שיקול הדעת שהם שקלו בדבר אפשרויות הפעולה העומדות בפני החברה יחסה תחת כלל שיקול הדעת העסקי.

(ה) ביטול ההפרדה בין מסלולי הבראה השונים

8.62 החוק עיצב שני מסלולי הבראה לחברות: מסלול הבראה מלא ומסלול הבראה קל.¹⁵¹ מנקודת מבטה של החברה כיוזמת-בכוח של הליך הבראה למסלול הבראה הקל שלושה יתרונות מכריעים על פני מסלול הבראה המלא:

- (א) מסלול הבראה הקל אינו דורש כי החברה תציג לבית המשפט שהיא חדלת פירעון או שתהיה כזו אם לא תיכנס למסלול. אין כל תנאי סף לשם כניסה למסלול זה ואין מוצמדת לה תגית רשמית של חברה חדלת פירעון. במסלול הבראה המלא, לעומת זאת, קיים תנאי סף כאמור.
- (ב) במסלול הבראה הקל בית המשפט אינו ממנה בעל תפקיד לחברה.¹⁵² במסלול הבראה המלא, לעומת זאת, מינוי בעל תפקיד לחברה הוא ברירת המחל.¹⁵³

148 לעיל פסקאות 8.47–8.50.

149 עם זה, דומה כי ראוי לקבוע בחוק שאם נפתח הליך הבראה של חברה ולא התמנה לה בעל תפקיד (כהצעתי בפרק תשיעי להלן) יהיו הנושים זכאים לבקש להגיש תביעה נגזרת בשם החברה. זכות כאמור קיימת כיום לנושים בגין עילה של חלוקה אסורה. סעיף 204 לחוק החברות. לזכותם של נושים להגיש תביעה נגזרת בעת חדלות פירעון של חברה לפי הדין בדלאוור ראו לעיל פסקה 8.39. ראו גם לעיל ה"ש 49.

150 סעיף 106(ב) לחוק החברות.

151 לעיל פסקאות 8.12–8.14.

152 אמנם, אם במסלול הבראה הקל יתנהל משא ומתן מוגן (ראו סעיפים 337–345 לחוק), יהיו הנושים זכאים למנות נציג מטעמם כמשקיף לדירקטוריון החברה למשך תקופת המשא ומתן האמור (שם, סעיף 341(א)). ברם, סמכויותיו הן רחבות פחות משל בעל תפקיד מלא בחברה.

153 סעיף 33(א) לחוק. לדיון על מינוי בעל תפקיד או על אי מינוי בהליך הבראה ראו להלן פרק תשיעי.

(ג) מסלול ההבראה הקל עשוי להתנהל תוך כדי שימוש במתכונת של "משא ומתן מוגן", הכלולה בחלק זה של החוק.¹⁵⁴ במשך תקופת משא ומתן מוגן נהנית החברה מבלעדיות בהצעת תכנית הבראה שתידון בינה לבין הנושים.¹⁵⁵ בלעדיות כאמור אינה קיימת במסלול ההבראה המלא.¹⁵⁶

8.63 לעיל הראיתי כיצד השוק "זלג", הלכה למעשה, ובחר מדעת במסלול הבראה בלתי רשמי, נטול צו הקפאת הליכים, על מנת לחמוק ממינוי בעלי תפקיד לחברות השונות.¹⁵⁷ בהינתן שבעידן החוק מסלול ההבראה המלא מתויג באופן רשמי כחלק מהליך "חדלות פירעון" של החייב, מתעצמים עוד יותר תמריצי הזליגה אל המסלול הקל. הרתיעה התודעתית מפני מסלול המתויג באופן רשמי תחת השם "חדלות פירעון", היא מוכחת.¹⁵⁸ הנפקות המעשית בשוק של צו שיפוטי רשמי הפותח הליך של חדלות פירעון היא הרסנית לחברות. עניין זה לבדו יפגע בכל אפשרות מעשית להבריא חברות במסלול ההבראה המלא שבחלק ב' לחוק. לעניות דעתי, רוב מכריע של חברות ינקוט את מסלול ההבראה הקל בבקשו לעקוף את מסלול ההבראה המלא ולייתרו. מסלול ההבראה המלא עלול להפוך לאות מתה בחקיקה הישראלית, בבחינת "הליך ואין נוקטין כן".¹⁵⁹

8.64 תוצאה זו אינה רצויה. מסלול ההבראה המלא עשיר באמצעים משפטיים שנועדו לסייע באופן מעשי לחברות לקדם את הבראתן. אמצעים אלה הם עיכוב ההליכים כלפי נושי החברה, היכולת לאמץ חוזים נמשכים או לוותר עליהם, האפשרויות לגייס אשראי חדש בתנאים מועדפים, ההתמודדות עם תניות שיור בעלות וזכויות קיזוז, התמודדות עם הסכמי העבודה שהחברה קשורה בהם.¹⁶⁰ אמצעים אלה אינם נמצא במסלול ההבראה הקל.¹⁶¹ לפיכך, בחירה במסלול ההבראה הקל לא תאפשר לחברה לבצע ניתוח שורש נדרש לפתרון בעיותיה הכלכליות והמשפטיות. לכל היותר, תוכל החברה לארגן מחדש את המבנה ההוני שלה. ספק אם ארגון מחדש כאמור יחלצה מבעיותיה לאורך זמן. קיים חשש כבד שמא חברה שהשכילה לארגן מחדש את חובותיה ומבנה הונה באמצעות המסלול הקל, ללא טיפול שורש, עלולה לשוב ולהיקלע בהמשך הדרך לסבכים נוספים של קשיים תפעוליים וכספיים

154 לעיל ה"ש 152. להרחבה על משא ומתן מוגן ראו גם להלן פסקאות 9.56–9.64.

155 סעיף 339(א)(1) לחוק.

156 לדיון בסוגיית הבלעדיות להצעתה של תכנית הבראה ראו להלן פסקאות 23.13–23.29.

157 לעיל פסקאות 8.15–8.18.

158 Hahn, לעיל ה"ש 137.

159 ראו גם להלן פסקאות 9.60–9.64. בהקשר אחר, הועלה חשש דומה שלפיו פיצול חברות הנסחרות בבורסה לניירות ערך לשתי רשימות מסחר נפרדות, לפי כללי הגילוי השונים שיחולו על החברות, יוביל ליצירת שני מעמדות, האחד רצוי והשני פחות רצוי, ראו פורום שווי הוגן "ביטול הדוחות הרבעוניים לתאגידים קטנים: הקלה ברגולציה או פגיעה במשקיעים?" (נובמבר 2015).

160 על היותם של אמצעים אלה עיקרם של דיני חדלות פירעון התאגידיים, בהיותם אמצעי לשימור הערך הכלכלי של החברה שבקשיים ראו Oscar Couwenberg & Stephen J. Lubben, *Essential Corporate* *Bankruptcy Law*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2238613> (March 24, 2013).

161 למחקר המראה כי ויתור על חוזה שכירות הוא אפשרי מבחינה מעשית מכוח Chapter 11 ואינו מעשי מחוצה לו ראו Yung-Yu Ma & Elizabeth Tashjian, *Executory Contracts and Chapter 11* *Restructuring Incentives*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2170132> (January 28, 2015).

ולשוב להליכי הבראה חוזרים.¹⁶² כאמור, התמריצים המטים את החברות אל עבר מסלול ההבראה הקל עלולים להחריף בעיה זו.¹⁶³

8.65 אשר על כן, לטעמי, ראוי לתקן את החוק ולבטל את מסלול ההבראה הקל. ראוי להותיר רק מסלול הבראה אחד – מסלול ההבראה המלא, על כל האמצעים המשפטיים שהוא מעמיד לרשות הצדדים המעורבים לשם עריכת ניתוח בחברה לצורך הבראתה.¹⁶⁴ נוסף לכך, ראוי לתקן את מסלול ההבראה המלא כפי שנקבע בחוק בשתי סוגיות עיקריות: ראשית, יש לבטל את תנאי הסף של חדלות פירעון לשם נקיטת ההליך הנפתח ביוזמת החייב.¹⁶⁵ שנית, במקום לקבוע את מינויו של בעל תפקיד כברירת המחדל של החוק, ניתן להסתפק בקביעה בחקיקה המסמיכה את בתי המשפט למנות בעל תפקיד או שלא למנותו ולהותיר את נושאי המשרה בעמדה של קבלת ההחלטות בחברה לפי נסיבות העניין המתבררות לפניו.¹⁶⁶ שני תיקונים אלה צפויים לרכך את הרתיעה התודעתית של השוק מפני הליכי ההבראה המלאים. אכן, דווקא השימוש המושכל בהליכים אלה עשוי לסייע לחברות רבות יותר להיחלץ באופן יסודי מקשייהן.¹⁶⁷ נוסף לכך, תיקונים אלה יאפשרו לנהל יוזמות להבראת חברה ומשא ומתן בעניין זה גם מחוץ לבית המשפט וללא מעורבותו, ללא הסדרה חקיקתית מיותרת של פעילות זו. בתום המשא ומתן החופשי ביניהם יפנו הצדדים לבית המשפט ויבקשו להיכנס בשערי מסלול ההבראה (המלא) רק לשעה קצרה, לשם קיום ההצבעה הרובנית על אישור התכנית המתקמת. כך נהגו הצדדים לשאת ולתת בצילו של הדין כל השנים. כל חקיקה בנדון אינה נצרכת.

- 162 השו"ת Foteini Teloni, *Chapter 11 Duration, Preplanned Cases and Refiling Rates: An Empirical Analysis in the Post-BAPCPA Era*, 23 AM. BANKR. INST. L. REV. 571 (2015).
- 163 לביקורת על המלצותיה של ועדת אנדרון ולטענה כי הן מתאימות, לכל היותר, לחברות פיננסיות אך אינן מתאימות לחברות תפעוליות שנקלעו לקשיים כספיים ראו גם אנדרי ינאי הסדרי חוב בישראל פסקה 6.7 (מכון מילקן, תשרי התשע"ד, ספטמבר 2013), זמין באתר: mifellovs.org/research/HEB_F/70-HB-.F.pdf. לביקורת דומה בהקשר מקביל באנגליה ראו Sarah Paterson, *English Law Schemes of Arrangement in Distress and Proposals for Reform*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2926848> (March 3, 2017); Jennifer Payne, *UK Debt Restructuring Mechanisms: New Developments in Practice and Potential Law Reform*, ANNUAL REVIEW OF INSOLVENCY LAW 2015 (Janis P. Sarra & Justice Barbara Romaine eds., 2016), available at: <https://ssrn.com/abstract=2790809>.
- 164 ראו גם הדיון להלן בפסקאות 11.14–11.20.
- 165 ראו עוד לעיל פסקה 8.57.
- 166 על השיקולים שראוי שבית המשפט ישקול בטרם יחליט בכל מקרה אם למנות בעל תפקיד להליך או להותיר את נושאי המשרה בתפקידיהם, בלי למנות בעל תפקיד חיצוני, ראו להלן פסקאות 9.42–9.53.
- 167 לחלופין, ניתן לשקול לקיים מסלול הבראה קל כקבוע בחוק, אך להגבילו לחברות החזקות בלבד, שכל נושיהן הם נושים פיננסיים בלבד ואין דרוש ניתוח שורש תפעולי להבראתן.

השליטה בהליך של חדלות פירעון

א. כללי

9.1 עובר לפתיחתו של הליך חדלות פירעון, מנוהלת החברה על ידי המנכ"ל וצוות הניהול הכפוף לו. הדירקטוריון מפקח על המנכ"ל. הדירקטוריון אף מתווה את מדיניות החברה ומחליט את החלטות התשתית בעבור החברה. מקבל ההחלטות העליון בחברה הוא האסיפה הכללית המורכבת מבעלי המניות של החברה.¹ משנפתח הליך של חדלות פירעון, מסתיים שלטונם של מוסדות אלה בחברה, לפחות במתווה המסורתי. משלב זה ועד לגמר ההליך מושל בכיפה בית המשפט המלווה את ההליך. הנושאים המשפטיים המהותיים מובאים לפניו למען יפסוק בהם. ברם, בית המשפט אינו מנהל את ענייני השוטפים של החייב. בית המשפט אף אינו יכול לשמש תחליף למוסדות חברה האחראים לפעולות כספיות מהותיות, כגון החלטות מימון. לפיכך, גם בשלב זה עדיין דרושים לחברה מקבלי החלטות ומנהלים ביצועיים. השאלה היא מי כשיר וראוי למלא תפקידים אלה בשל מצבה הכספי הרגיש של החברה. בכך יעסוק הפרק הנוכחי.

9.2 קביעת מקבלי ההחלטות בחברה הנתונה בהליך של חדלות פירעון היא אחת הסוגיות הטעונות ביותר בדיני חדלות פירעון. לסוגיה זו נודעות השפעות רחבות על הליך חדלות הפירעון כולו. העמדה שתניקט בסוגיה זו תשפיע, בין במישרין ובין בעקיפין, על יכולתם של נושים שונים לבטא את זכויותיהם בהליך, על נכונותם של מנהלים ובעלי מניות לנקוט הליך של חדלות פירעון, על מידת האמון שירחשו צדדים מעורבים שונים להחלטות העסקיות והמשפטיות המתקבלות בהליך, על עמדות המיקוח היחסיות שיפגינו הצדדים המעורבים במשא ומתן לגיבוש תכנית הבראה, ועוד. היטיבו לבטא את חשיבותה של סוגיה זו Baird ו-Rasmussen¹, כשטענו כי שאלת השליטה בחברה הנתונה בהליך של חדלות פירעון היא השאלה העיקרית העומדת לדיון, וחשיבותה עולה על חשיבותם של סדרי העדיפות בפירעון החובות.²

1 עם זה, קשת הנושאים שבהם נדרשת החלטה של האסיפה הכללית של חברה היא מצומצמת באופן יחסי. ראו סעיפים 57, 59 לחוק החברות.

2 Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, 87 VA. L. REV. 921 (2001). ראו עוד John Armour, Brian R. Cheffins & David A. Skeel, Jr., *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom*, 55 VAND. L. REV. 1699 (2002). ראו גם Frank H. Buckley, *The American Stay*, 3 S. CAL. INTERDISC. L.J. 733 (1994) (מדמה את Chapter 11 האמריקני, המותיר מנהלים על מכונם, למעין "גלולת רעל" במאבק שליטה הניטש בינם לבין נושי החברה, באופן המזכיר

9.3 אקדים ואומר כי לשאלה זו נודעת חשיבות יתרה בהליך להבראת חברה. כפי שכבר הוער מוקדם יותר, ניהולו של הליך כאמור מורכב יותר מניהול הליך הפירוק המקביל לו. בהבראה מתנהל עסק פעיל של חברה לצד הניסיון המשפטי לפתור את מצוקותיה. בפירוק, לעומת זאת, הפעילות הנדרשת היא בעיקר פעילות מינהלית של בדיקת העבר של החברה, ריכוז נכסיה ולבסוף – מימושם. מדובר אפוא במיומנויות שונות. הדיונים העיוניים בספרות התמקדו בעיקר בשאלת קביעתם של מקבלי ההחלטות הראויים בהליך הבראת חברה. הדיון העיוני ייערך להלן, לאחר סקירה קצרה של הדין החל בישראל בעניין זה.

ב. מקבלי ההחלטות בחברה לפי הדין בישראל

1. החקיקה

(א) מינוי בעל תפקיד: חובה או רשות

9.4 על פי רוב, בהליך של חדלות פירעון בישראל מתמנה לחברה החייבת בעל תפקיד חדש.³ בעל התפקיד מתמנה על ידי בית המשפט, בדרך כלל בהמלצת מבקש הפירוק או ההבראה. בפירוק חברה, כינויו של בעל התפקיד הממונה היה "מפרק".⁴ בהבראת חברה, הוא הוגדר כפשוטו: בעל תפקיד.⁵ חוק חדלות פירעון מאחד את כל בעלי התפקיד בהליכים השונים תחת השם "נאמן".⁶

9.5 תפקידיו של בעל תפקיד הם רבים ומגוונים. כך, למשל, לשם ביצוע תפקידו הוא מוסמך, באישור בית המשפט או ועדת הנושים,⁷ לתבוע או להתגונן בשם החברה בכל תובענה משפטית, לנהל את עסקי החברה במידה הדרושה לפירוקה המועיל, לפרוע לנושים מסוג מסוים את מלוא חובותיהם, להתפשר עם כל הטוען שהוא נושה של החברה ולהתפשר עם כל מי שחייב לחברה.⁸ בעל התפקיד מוסמך גם לבצע כל פעולה הדרושה לשם כינוס נכסי החברה וחלוקתם.⁹ בהבראת חברה, בעל התפקיד מוסמך לפעול ככל שיסמיכנו בית המשפט שמינהו. בין השאר, יוסמך בעל התפקיד לנהל את החברה או לפקח על ניהולה, לשמור על נכסיה, לבדוק תביעות חוב שיוגשו על ידי הנושים ולכנס אסיפות נושים.¹⁰ כל סמכויות אלה מסורות בחוק חדלות פירעון לנאמן.¹¹

- במשהו את מאבקי השליטה הניטשים בין מנהלי חברה המבקשים להתבצר בתפקידיהם מול מציע של הצעת רכש המבקש לשולחם לבתייהם ולהכניס לחברה צוות שולט חדש תחתיהם).
- 3 לסקירה מתומצתת של בעלי התפקידים השונים, ראו לעיל פסקאות 4.27–4.30.
- 4 סעיף 300(א) לפקודת החברות.
- 5 תקנה 14 לתקנות ההבראה.
- 6 סעיפים 33(א) ו-125(א) לחוק.
- 7 חוק חדלות פירעון מסמיך את בית המשפט למנות ועדת נושים. ראו סעיפים 263–265 לחוק. פקודת החברות הסמיכה את בית המשפט למנות ועדת ביקורת לחברה בפירוק לפי בקשת המפרק או הכונס הרשמי. ראו סעיף 348 לפקודת החברות. לדיון על ועדת נושים ראו עוד להלן פסקאות 10.9–10.12.
- 8 סעיף 307(א) לפקודת החברות.
- 9 סעיף 307(ב) לפקודת החברות.
- 10 תקנה 14(א)(1), (2) לתקנות ההבראה.
- 11 סעיפים 41–44 לחוק חדלות פירעון.

9.6 שאלה חשובה היא אם החקיקה מחייבת מינויו של בעל תפקיד לחברה, או שמא זו אפשרות שאין היא בלעדית. בפירוק חברה, מינוי בעל תפקיד היה מחויב על פי החקיקה שקדמה לחוק חדלות פירעון.¹² בהליכי הבראה נהוג היה, מאז התנעתם בשנת התשנ"ה-1995, למנות בעלי תפקיד ברובם של ההליכים להבראת חברות ככולם. עם זה, סעיף 350 לחוק החברות כלל לא התייחס למינוי בעל תפקיד. רק בשנת התשס"ב-2002, עת הותקנו תקנות הבראה, נקבע בתקנה 14 כי בית המשפט המצווה על פתיחת הליך לפי סעיף 350 לחוק מוסמך למנות בעל תפקיד לחברה.¹³ ועדיין, התקנה פתחה פתח לניהולו של הליך הבראה ללא מינוי בעל תפקיד.¹⁴ עם חקיקת תיקון מס' 19 לחוק החברות הועלתה סוגיית השולט ומקבל ההחלטות בחברה בהבראה, לחקיקה הראשית. סעיף 350 הסדיר זאת בקובעו אפשרויות אחדות העומדות לפני בתי המשפט הנדרשים להכרעה בעניין. וזו הייתה לשונו של סעיף 350 לחוק החברות:

"(א) בית המשפט רשאי למנות לחברה בהקפאת הליכים בעל תפקיד ליישום הליכי הבראה, כולם או חלקם (בסימן זה – בעל תפקיד), ורשאי הוא למנות נושא משרה בחברה לבעל תפקיד כאמור, ובלבד שלא ימנה נושא משרה לבעל תפקיד או יחליט שלא למנות בעל תפקיד, אלא אם כן שוכנע, לאחר שנתן לנושי החברה הזדמנות לטעון את טענותיהם לעניין זה, כי יהיה בכך כדי לסייע להבראת החברה וכי אין בכך כדי לפגוע בנושים כאמור."

9.7 החקיקה הותירה אפוא לבתי המשפט אפשרויות שונות לעיצוב ניהולם של הליכי הבראה. אפשרות אחת הייתה למנות בעל תפקיד לחברה, כמקובל גם בהליכי פירוק. אפשרות חלופית הייתה לא למנות לחברה בעל תפקיד אלא להותיר את ממסד החברה (נושאי המשרה בה) בתפקידיהם ובעמדות של קבלת ההחלטות בחברה גם במשך הליך הבראה.¹⁵ ברם, המחוקק בחר שלא להציב את שתי האפשרויות האמורות כאפשרויות חלופיות שוות ערך. החוק איפשר לבתי המשפט לנקוט את האפשרות השנייה, קרי: אי מינוי בעל תפקיד לחברה בהבראה, אלא אם כן השתכנע בית המשפט כי אפשרות זו לא תפגע בנושים וכי היא תסייע לקידום הליך הבראה, ולאחר הנמקה של בית המשפט בעניין.¹⁶ כל תנאי מגביל כאמור לא נזכר באשר לחלופה הראשונה. נמצאת למד כי, בעיני המחוקק, ברירת המחדל הפשוטה הייתה מינויו של בעל תפקיד לחברה בהבראה.¹⁷ האפשרות להותיר את נושאי

12 סעיף 300(א) לפקודת החברות.
 13 קביעת השולט בחברה ומקבל ההחלטות בה, בעיקר כאשר היא נכפית על מוסדות החברה בהחלטה שיפוטית, צריכה הייתה להיות מעוגנת בחקיקה ראשית. ראו דוד האן "התפתחות דיני הבראת חברות – מן הכנסת אל משרד המשפטים דרך בתי-המשפט" קרית המשפט 3 (התשס"ד-ס"ה).
 14 תקנה 14(א) לתקנות הבראה.
 15 בלשון החוק, אפשרות זו מכונה כ"מינוי החברה או נושא משרה בה כבעל התפקיד".
 16 סעיף 350(א) לחוק החברות.
 17 ראו, למשל, פר"ק (מחוזי י-ם) 14554-02-14 הסתדרות מדיצינית הדסה נ' Hadassah Women's Organization of America Inc, בפסקה 26 (פורסם בנבו, מיום י"א אדר התשע"ד, 11.2.2014); פר"ק

המשרה על כנם ולא למנות בעל תפקיד הייתה אפשרות שבית המשפט רשאי לנקוט אותה, אולם רק בהתקיים תנאים מסוימים.¹⁸ כפי שנראה להלן, חוק חדלות פירעון נסוג מתיקון מס' 19 בעניין זה, ויש להצטער על כך.¹⁹

(ב) המיומנות המקצועית של בעל התפקיד

9.8 לבעל תפקיד נודעות חשיבות והשפעה רבות בחברה. בעל התפקיד מחליף, להלכה ולמעשה, את נושאי המשרה בחברה. בדרך כלל, מדובר באדם יחיד, אף כי הוא מוקף צוות עוזרים ויועצים חיצוניים. לפיכך, לא ייפלא כי המחוקק דורש כשירויות מסוימות כתנאי מקדים לכהונתו של אדם בתפקיד כאמור. בעניין זה הדין הבחין בין הליך פירוק לבין הליך הבראה. בפירוק, כשיר להתמנות למפרק רק אדם שהוא חבר בלשכת עורכי הדין או בעל רישיון לראיית חשבון בישראל.²⁰ לעומת זאת, הכשירות לכהן כבעל תפקיד בהבראה היא שונה. תקנות הבראה אינן קובעות כל אמת מידה רשמית בעניין זה ואינן מגבילות את מאגר בעלי המקצועות הכשירים למלא את התפקיד. כל שקובעות התקנות בעניין זה הוא כי "בית המשפט ימנה בעל-תפקיד לאחר ששוכנע כי המועמד מתאים לתפקיד בשל כישוריו או ניסיונו בגיבוש הסדרי פשרה או הסדר".²¹ ההבדל בכשירויות הנדרשות ממפרק מזה, ומבעל תפקיד מזה, אינו מקרי. כפי שכבר הודגש, הליך של הבראה חברה מורכב בהרבה מן הבחינה העסקית. בעוד שמפרק מתמקד בחיסול עסקי החברה ובמימוש נכסיה, נדרש בעל התפקיד של חברה בהבראה לנהלה כעסק פעיל. ניהול עסקים הוא מקצוע הדורש מיומנויות ייחודיות. בכל הכבוד, עורך דין או רואה חשבון אינם בהכרח מנהלי עסקים מוצלחים. ככל שמדובר במשימות מינהליות-משפטיות, ובהן ייצוג החברה בהליכים משפטיים, ריכוז תביעות חוב של הנושים, טיפול במכירת נכסי החברה, דומה כי עורכי דין או רואי חשבון מתאימים ביותר לביצוע התפקיד. ברם, בהבראה נוסף על כל המשימות הללו גם ממד הניהול העסקי. לפיכך, ראוי לאפשר דווקא למנהלים מנוסים ומיומנים לקבל עליהם כהונה כבעלי תפקיד. יתרה מזו, בשנים האחרונות מתפתחת תעשייה של מנהלים מנוסים המתמקדים בניהול חברות בקשיים עד שישוקמו.²² "מנהלים לשעה" אלה עוברים מחברה אחת

(מחוזי ת"א) 29930-08-14. צ. לנדאו קבלנות והנדסה בע"מ נ' הראל חברה לביטוח בע"מ, פסקה 7 (פורסם בנבו, מיום ר' אלול התשע"ד, 1.9.2014).

18 נוסף לכך, ככלל, דרש חוק החברות שבמקרה שבו בית המשפט מחליט להותיר את נושאי המשרה בתפקידיהם ולא למנות בעל תפקיד, עליו למנות מפקח עליהם. הוראה זו שאובה מן החקיקה הקנדית בעניין, הדורשת את מינויו של monitor בנסיבות שבהן אין מתמנה בעל תפקיד לחברה – Companies' Creditors Arrangement Act §11.7(1).

19 ראו להלן פסקאות 9.65–9.66.

20 תקנה 2(א)(1) לתקנות החברות (כללים בדבר מינוי כונסי נכסים ומפרקים ושכרם), התשמ"א-1981. לכלל זה נקבע חריג ולפיו, בנסיבות מיוחדות ובהמלצת הכונס הרשמי, הוסמך בית המשפט למנות למפרק אדם בעל הכשרה מקצועית הנדרשת לתפקיד זה, אפילו אינו עורך דין או רואה חשבון. שם, תקנה 2(ב).

21 שם, תקנה 2(א)(2).

22 William H. Henrich, *The Role of the CRO in Debtor/Lender Communications in Bankruptcy*, 23–6 ABIJ 20 (Jul.-Aug. 2004); Kurt F. Gwynne, *Employment of Turnaround Management Companies*,

ששוקמה לחברה אחרת, הטעונה שיקום.²³ יתרום על פני עורכי דין או רואי חשבון מן השורה – בולט. לפיכך, נמנעו תקנות ההבראה מלתת הגדרה נוקשה של המיומנויות הנדרשות מבעל תפקיד.

9.9 שאלת הכשירות הנדרשת מבעלי תפקיד התעוררה בעניין **הבנק למסחר בע"מ**.²⁴ לאחר שפרשת המעילה בבנק זה נודעה ברבים והבנק נקלע לחדלות פירעון, הוגשה בקשת פירוק נגד הבנק. במהלך הדיון בבקשה המליץ הכונס הרשמי לבית המשפט למנות את פלוני, שהיה מנהל בנק לשעבר, למנהל המיוחד.²⁵ נימוקו של הכונס הרשמי היה כי לצורך התמודדות עם כל התרמיות הכרוכות במעילה וחשיפת הליקויים בהתנהלות הבנק, ובשל מורכבותו של הניהול הבנקאי והצורך בהיכרות מעמיקה עם רזי הפעולות הבנקאיות, ראוי למנות אדם בעל ניסיון מוכח בתחום הבנקאות. ברם, בית המשפט המחוזי דחה את עמדתו של הכונס הרשמי והנחהו להמליץ על עורך דין ועל רואה חשבון לכהונת המנהלים המיוחדים. נימוקו של בית המשפט היה כי הבנק למסחר לא עמד בפתחו של הליך הבראה. הבנק צעד לקראת חיסול עסקיו. המשימה העיקרית שניצבה לפני המנהלים המיוחדים הייתה לזהות את דפוסי הפעולה ששימשו את הגורמים המעורבים במעילה ואת הנתיב להעברת הכספים ואת יעדם. לשם בחינת פעולות אלה, סבר בית המשפט כי יש להעדיף רואה חשבון בעל התמחות בחקירות פיננסיות על פני אדם בעל ניסיון בניהול עסקי.²⁶

9.10 הניסיון המצטבר עד כה מלמד כי, בפועל, נוהגים בתי המשפט למנות – כמצוות אנשים מלומדה – עורכי דין ורואי חשבון גם בתיקי הבראת חברות. עורכי הדין ורואי החשבון הממונים לתפקיד הם לא אחת אותן דמויות המתמנות אף לצורך פירוק חברות או לכינוס נכסים לאכיפת שעבוד צף בתיקים אחרים של חדלות פירעון. מינויים אלה מלווים בהמלצה כזכור מטעם מבקש ההבראה, היינו החברה. ברם, בבקשה לפתיחת הליך הבראה, חברות בישראל פועלות בשיתוף פעולה ובתיאום עם הבנקים שהם הנושים העיקריים שלהן.²⁷ באופן די טבעי, הבנקים נוהגים להמליץ מצדם על אותן דמויות שפעלו מולן בעבר בתיקים אחרים של חדלות פירעון והשביעו את רצונם. על כן, ניתן לזהות בישראל מעין קהילה בלתי רשמית של עורכי דין ושל רואי חשבון המהווים, בפועל, את המאגר העיקרי לכהונה מבעלי תפקידים בתיקי חדלות הפירעון השונים. רוב חברי קהילה זו מבצעים את מלאכתם באופן ראוי ומיומן. על אף זאת, יש להרהר אם לא הגיעה השעה שבתי המשפט, אשר בידיהם מסורה

"Disinterestedness" Issues under the Bankruptcy Code, and Issues under Delaware General Corporation Law, 10 AM. BANKR. INST. L. REV. 673 (2002).

23 מנהלים אלה (CROs) מתמנים פעמים רבות על פי דרישת הנושים הכספיים ובתיאום עימם. ראו DOUGLAS G. BAIRD, ELEMENTS OF BANKRUPTCY 236 (4th ed., 2006).

24 פש"ר (מחוזי ת"א) 1389/02 בעניין **בנק למסחר בע"מ**.

25 הכונס הרשמי כיהן כמפרק הבנק. ראו בש"א (מחוזי ת"א) 10212/02 בעניין **בנק למסחר בע"מ – בפירוק זמני**, פ"מ תשס"א (2) 931 (התשס"א-2002).

26 ורדה אלשיך וגדעון אורבך **הקפאת הליכים – הלכה למעשה** 88 (מהדורה שנייה, התשע"א).

27 על מידת ההשפעה של נושים על פתיחת הליך של חדלות הפירעון ועל התנהלותו ראו גם להלן פרק אחד-עשר.

הסמכות למנות את בעל התפקיד, ימנו מנהלי עסקים מקצועיים כבעלי תפקיד בתיקי ההבראה. דומני כי שינוי זה עשוי לקדם ולשפר את הניהול העסקי המקצועי בחברות הנתונות בקשיים. אחרי ככלות הכול, עורך דין או רואה חשבון, המורגל בתיקי פירוק ובתיקי כינוס נכסים, מורגל בעיקר לפנות מהר יחסית למימוש נכסים, בין למימוש כל נכס לבדו ובין למימוש העסק הפעיל כמארז שלם. ברם, מימוש מהיר יחסית לא בהכרח יניב תוצאות מיטביות בכל תיק הבראה.²⁸ מנהלי עסקים מיומנים עשויים לתרום לתיקי ההבראה ממד נוסף של אורך רוח וניהול משא ומתן עסקי אשר יסייע לעורכי הדין או לרואי החשבון מן "הקהילה" להוביל את החברות שבקשיים לתוצאות טובות עוד יותר.²⁹

(ג) היעדר תלות של בעל התפקיד בצדדים

9.11 בעל תפקיד הוא זרועו הארוכה של בית המשפט. את חובותיו הוא חב כלפי בית המשפט והוא נושא באחריות אישית וישירה לקיום מצוותו של בית המשפט והוראותיו. בהתנהלותו השוטפת הוא בא בדברים עם החברה מזה, ועם נושיה מזה. לשם תפקוד ראוי של בעל התפקיד יש לאפשר את חירות פעולתו ואת יכולתו להפעיל שיקול דעת ענייני ובלתי תלוי בכל החלטה ופעולה הנקרים בדרך. אשר על כן, ככלל, נכון יהיה למנות בעל תפקיד שהוא נטול זיקה לאחד הצדדים האמורים. כלומר: בעל תפקיד שיתמנה לא יהיה בעל תלות אישית או תפקודית בחייב מזה, או בנושה מסוים מזה. דרישה ראויה זו מעוגנת היטב הן בחקיקה³⁰ והן בפסיקה בתי המשפט.³¹

9.12 עם זה, ראוי להעיר הערות אחדות על ההיקף הראוי לפרישת מצודת היעדרה של התלות האישית: ראשית, חוק חדלות פירעון דורש כי לא ימונה כבעל תפקיד מי שעלול להימצא בניגוד עניינים בין תפקידו זה לתפקיד אחר שלו או של אדם אחר שיש לו זיקה אישית או כלכלית אליו.³² זוהי הוראה מגבילה באופן רחב ביותר. אכן, ראוי למנות בעלי תפקיד מתוך מאגר המתקיים ומתנהל בידי גורם ממלכתי בלתי תלוי – הממונה על הליכי חדלות פירעון.³³ עם זה, צפוי כי במאגר ייכללו גם עורכי

- 28 על השאלה אם לפעול בדרך של מכירת עסקי החברה, או בדרך של ארגון מחדש של הונה, ראו להלן פרק עשרים-ושניים.
- 29 עמדה זו שלי מניחה כי, בתיקי הבראה, הדין הרצוי הוא למנות בעלי תפקיד. לדיון העיוני בשאלה זו ראו להלן פסקאות 9.42–9.53.
- 30 סעיף 33(ד) לחוק חדלות פירעון; תקנה 3 לתקנות החברות (כללים בדבר מינוי כונסי נכסים מפרקים ושכרם) ותקנה 14 לתקנות החברות (בקשה לפשרה או להסדר).
- 31 למקרה שבו יש ניגוד עניינים כפול, הן באשר לבעל התפקיד והן באשר לנושים ראו עניין צ. לנדאו לעיל, ה"ש 17; לניגוד עניינים בין בעלי השליטה בחברה לבין בעל התפקיד ראו פר"ק (מחוזי ת"א) - 40721-09-12 בעניין מעריב – הוצאת מודיעין בע"מ (פורסם בנבו, מיום ז' תשרי התשע"ג, 23.9.2012); פש"ר (מחוזי ת"א) 6/09 בעניין מאיר בר (פורסם בנבו, מיום ל' שבט התשע"ה, 19.2.2015). לניגוד עניינים בין בעל התפקיד לבין הנושים ראו פש"ר (מחוזי חי') 16895-10-12 סלמאן ג'נאם נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, מיום ר' תמוז התשע"ג, 14.6.2013).
- 32 סעיף 33(ד) לחוק חדלות פירעון.
- 33 ראו שם, סעיף 37 לחוק (האחריות לקביעת רשימת הנאמנים מוטלת על שרת המשפטים בהתאם לדרישות אשר נקבעו בסעיף). באנגליה, ה-Insolvency Service קובע את הכללים המהותיים הנדרשים מכל המבקש לשמש כ-licensed insolvency practitioner, אך את ניהול המאגרים, הלכה למעשה, לפי הנחיות

דין ורואי חשבון אשר מייצגים נושים שונים ונותנים להם שירותים מקצועיים. כך, למשל, משרדי עורכי דין שונים ומקצועיים מייצגים בנקים או נותנים להם שירותי ייעוץ. הבנקים הם נושים בהליכים רבים של חדלות פירעון. לא יהיה זה נכון ולא יהיה זה יעיל לפסול מראש כל עורך דין אשר בתפקיד אחר שלו מייצג בנק, שהוא נושה בהליך, מלשמש כבעל תפקיד בהליך. פסילה גורפת כאמור תותיר מאגר מצומצם מדי של בעלי תפקיד, המדיר ממנו בעלי מקצוע ראויים המעורבים בשוק האשראי וההון. מאגר שיתבסס רק על עורכי דין ועל רואי חשבון שאין להם עיסוק נוסף בשוק האשראי או בשוק ההון יכול בעלי מקצוע שהיכרותם עם שווקים אלה מוגבלת למדי. עורך דין שמבקש במקרה אחד לשמש כבעל תפקיד עשוי לייצג בנק, או נושה אחר, בעניינים אחרים. פסילה מראש בשל כך בלבד היא, לטעמי, גורפת מדי. לעניות דעתי, יש מקום להפעלת שיקול דעת שיפוטי בעניין זה, לאחר בחינת נסיבות העניין בידי הממונה על הליכי חדלות פירעון והצגת עמדתו לבית המשפט. כך, למשל, ראוי לבחון את **מידת התלות של בעל התפקיד המוצע בנושה ואת עומקה**.³⁴ בעת בחינה זו ראוי לשקול, בין השאר, מה מידת התלות של הכנסותיו ופרנסתו של בעל התפקיד המוצע (או משרדו) בנושה, באיזו מידה משמש בעל התפקיד המוצע שחקן חוזר אצל אותו נושה, באיזו מידה משמש הנושה שחקן חוזר בהליכי חדלות פירעון,³⁵ ומה עומק הזיקה בין בעל התפקיד המוצע לנושה בעת האחרונה בהשוואה לזיקה ישנה יותר.³⁶

9.13 **שנית**, ראוי לשים לב כי לעתים מבקשת חברה היוזמת הליך הבראה למנות כבעל תפקיד עורכי דין המייצגים אותה או המייעצים לה. על פניו, קיימת כאן תלות או זיקה של בעל התפקיד המוצע לאחד הצדדים, החברה החייבת, אשר אמורה – על פי לשון החקיקה – לפסול מלשמש בתפקיד. ואולם, לעיל הובהר כי אחת האפשרויות המשפטיות שהציב המחוקק לבתי המשפט היא להותיר את נושאי המשרה של חברה בהבראה בתפקידם בלי למנות בעל תפקיד לחברה בהבראה.³⁷ בנסיבות שבהן בית המשפט סובר שאין צורך במינויו של בעל תפקיד חיצוני לניהול הליך הבראה, מינוי של עורכי

ה-Insolvency Service מנהלים גופים חוץ-ממשלתיים דוגמת לשכת עורכי הדין ולשכת רואי החשבון (SROs – Self Regulatory Organizations). ראו מדריך למערכת חדלות פירעון הבריטית באתר הממשל הבריטי: <https://www.gov.uk/guidance/how-insolvency-practitioners-are-authorized-in-great-britain>. כך הדבר גם בהודו. ראו Anirudh Burman & Shubho Roy, *Building an Institution of Insolvency Practitioners in India*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2725800> (December 24, 2015).

34 השוו ע"פ 3891/04 **עדר השקעות ופיתוח נ' מדינת ישראל**, פ"ד ס(1) 294, בפסקאות 40–51 (התשס"ה-2005), הדורש הוכחה בדבר מהותיות עניינו האישי של בעל שליטה בחברה ציבורית על מנת לפסול מהצבעה באסיפה הכללית של החברה על אישור עסקה שיש לו בה עניין אישי.

35 על השחקן החוזר ראו בע"מ 4420/13 **פלזני נ' פלונית** (פורסם בנבו, מיום כ"ב טבת התשע"ה, 13.1.2015).

36 ראו, למשל, פר"ק (מחוזי ת"א) 1392/90 **עו"ד חבר, המנהל המיוחד לצורך חקירה בענין החייב יוסף ג'ינו נ' ג'ינו** (פורסם בנבו, מיום ה' אייר התשע"א, 9.5.2011), הקובע כי אין לאפשר מצב שבו הנאמן עצמו הוא נושה בחייב.

37 לעיל פסקאות 9.6–9.7.

דין המייעצים לחברה אינו אמור להיות גרוע או מחמיר יותר מהמשך כהונתם של נושאי המשרה בחברה. מינוי עורכי הדין האמורים כבעל תפקיד עשוי לשמש חלופה ראויה ומעשית בנסיבות אלה לאי מינוי בעל תפקיד כלל. לפיכך, שלב מקדים להחלטה אם לפסול עורכי דין המייעצים לחברה הנקלעת להליך הבראה מלשמש כבעלי תפקיד הוא הכרעה של בית המשפט בשאלה אם נדרש בעל תפקיד חיצוני בנסיבות העניין אם לאו. אם אין נדרש בעל תפקיד חיצוני, לא תהא מניעה מלמנות את עורכי הדין המייעצים לחברה.

9.14 **שלישית**, לא פעם חברות המבקשות לפתוח הליך של הבראת חברה נועצות זמן-מה קודם לכן ביועצים, כלכליים או משפטיים, המתמחים בטיפול בחברות בקשיים כספיים. החברות מבקשות ללמוד על דבר האפשרויות העומדות לפניהן ולהיערך, ככל שנדרש, באופן מקצועי גם להגשת בקשה מתאימה לבית המשפט.³⁸ לעניות דעתי, ההיזקקות ליועצים כאמור אינה אמורה להיחשב כזיקה הפוסלת את היועצים האמורים מלשמש כבעלי תפקיד לפי בקשת החברה.³⁹ כל עוד אין זיקה נוספת בין החברה ליועץ האמור, אין בעצם הפנייה אליו ערב כניסת החברה להליך הבראה כדי ליצור זיקה פוסלת. אדרבה, אם עניין זה כשלעצמו יפורש כזיקה פוסלת, יימנעו לא פעם דווקא היועצים המומחים בתחום מלסייע לחברה כל עוד היא לא נכנסה להליך רשמי. זאת, על מנת להותיר להם אפשרות לפעול בה במהלך הבראתה הרשמית. כך ייצא שכרו של הדין בהפסדו. פרשנות כאמור תמנע מן החברות ייעוץ ראוי וחיוני בשלב המוקדם, שבו הן זקוקות ליד מכוונת ולשירות מקצועי מיומן, שיכנין באופן ראוי לקראת מסען המשפטי החדש שטרם מוכר להן.

2. פסיקת בתי המשפט

(א) כריכת מינויו של בעל תפקיד בהבראה עם עיכוב הליכים

9.15 החקיקה מאפשרת לבתי המשפט למנות בעל תפקיד לחברה בהליך הבראה או להותיר את נושאי המשרה בחברה בתפקידיהם בלי למנות לה בעל תפקיד.⁴⁰ שאלת מינויו או אי מינויו של בעל תפקיד היא שאלה הנוגעת לאופן קבלת ההחלטות בחברה והשליטה בה במשך ניהול הליך הבראה. על בית המשפט לבחון מהו האופן המיטבי והראוי ביותר לניהול ולשליטה בחברה בנסיבות העניין.

9.16 אחד הסעדים הראשוניים והחשובים ביותר שבית המשפט מוסמך לפסוק בראשיתו של הליך הבראה הוא עיכוב הליכים.⁴¹ סעד זה נועד לשמש כחומת מגן סביב החברה למשך הליך הבראה

38 חוק חדלות פירעון אף מעודד היזקקות כאמור לייעוץ מקצועי. ראו סעיף 288(ב)(1) לחוק.

39 בעניין הדסה, לעיל ה"ש 17, הוחלט להותיר את ההנהלה על כנה יחד עם מינויו של ד"ר ליפא מאיר, על אף היותו בא כוחה של קופ"ח כללית אשר הייתה בעלת עניין עיקרית בתיק – וזאת, דווקא בשל היכרותו העמוקה עם התחום הרפואי. עם זאת, על מנת להקהות את החשש מפני ניגוד העניינים, הוחלט למנות נאמן נוסף יחד עימו (ראו פסקה 30 לפסק הדין).

40 סעיפים 33, 36 לחוק חדלות פירעון. קדם להם סעיף 350 לחוק החברות.

41 בלשון החקיקה: הקפאת הליכים – ראו סעיף 29 לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350 לחוק החברות.

ולמנוע בעד נושיה מלנקוט כלפיה פעולות גבייה או אכיפה בפרק זמן זה. עיכוב ההליכים הוא אמצעי משפטי שנועד לסלול את הדרך לקידומה של הבראה ולגיבוש תכנית הבראה בסיום ההליך, תוך ניקוי "רעשי רקע" ומניעת התערבויות מיותרות באמצע הדרך.⁴² עיכוב ההליכים הוא סעד נדרש לטובת החברה עת יש חשש שנושה כלשהו עלול לנקוט פעולה עצמאית ובכך למוטט את המשטר הקיבוצי ואת המשא ומתן הקיבוצי שהחברה תנהל אל מול נושיה כחלק מהליך הבראה.

9.17 בתי המשפט בישראל נקטו, הלכה למעשה, את הגישה הכורכת בין שני עניינים אלה. מעשה שבשגרה הוא בבתי המשפט למנות בעל תפקיד כל אימת שבית המשפט מצווה גם על עיכוב הליכים.⁴³ עם מתן צו הקפאת הליכים ממנה בית המשפט בעל תפקיד לחברה. נדירים המקרים, אם בכלל, שבהם יסכים בית המשפט לצוות על עיכוב ההליכים בלי למנות בעל תפקיד, תוך הותרת נושאי המשרה בחברה להמשיך להובילה את ניהולה לאורך הליך הבראה.⁴⁴ לעומת זאת, במקרים שבהם חברות ניהול משא ומתן לקידום תכנית הבראה תחת כנפיו של בית המשפט, אך נמנעו מלבקש עיכוב הליכים נגד נושיהן לתקופת המשא ומתן, לא מינו להן בתי המשפט, על פי רוב, בעל תפקיד. נושאי המשרה, ומאחורי הקלעים גם בעלי השליטה בחברה, הוסיפו לנווטה גם באותה עת.⁴⁵

(ב) ביקורת הפסיקה

9.18 לעניות דעתי, כריכת הסוגיה בדבר מינוי בעל תפקיד או אי מינויו עם שאלת עיכוב ההליכים היא שגויה מבחינה עיונית. עיכוב הליכים עניינו הגנה של החברה כלפי חוץ. לעומת זאת, שאלת מינויו של בעל תפקיד או אי מינויו היא שאלה של ממשל ראוי ויעיל לחברה במשך הבראתה. שתי שאלות אלה הן נפרדות זו מזו. אין קשר ענייני או תלות ביניהן. עצם זאת שבית המשפט מגיע למסקנה שראוי להגן על החברה כלפי חוץ מפני נושיה אינו זוקק מסקנה בשאלת הממשל התאגידי הראוי לה לעת הבראה. לפיכך, מבחינה עיונית צרופה, ניתן לשוות לנגד עינינו ארבע אפשרויות של הליכי הבראה:

- 42 ראו להלן פרק שנים-עשר.
- 43 החלטתו של בית המשפט המחוזי בירושלים בעניין **הדסה**, לעיל ה"ש 17, היא במידה מסוימת חריג לכך. בית המשפט החליט להותיר את הנהלת החברה בתפקידה, עם סמכויות הניהול השוטפות, במשך הליך הבראה. לצידה של ההנהלה, מינה בית המשפט, לבקשת החברה, עורכי דין שישמשו כבעלי תפקיד לצורך ניהול משא ומתן עם הצדדים השונים לגיבוש של תכנית הבראה. כך כתב השופט מינץ בעניין זה: "נראה על פניו, אפוא, כי זהו אכן מקרה מתאים למנות נושא משרה בחברה לבעל תפקיד... שכן יהיה בו כדי לסייע להבראת המבקשת, ולא יהיה בכך כדי לפגוע בנושיה שטענו כנגד זאת" (שם, בפסקה 29).
- 44 כך, למשל, בפר"ק (מחוזי מרכז) 34468-01-12 **אייס אוטו דיפו בע"מ נ' כונס נכסים רשמי תל אביב** (פורסם בנבו, מיום כ"ג טבת התשע"ב, 18.1.2012), המליץ הכונס הרשמי לפתוח בהליך הבראה, לצוות על עיכוב הליכים להגנת החברה, אך להותיר את נושאי המשרה בחברה בתפקידיהם בלי למנות בעל תפקיד. זו הייתה גם גישתם ובקשתם של ספקים שונים של החברה שנכחו בדיון בבית המשפט. בית המשפט לא קיבל המלצה זו ומינה בעלי תפקיד לחברה.
- 45 ראו, למשל, פר"ק (מחוזי ת"א) 10344-11-09 בעניין **אפריקה ישראל להשקעות בע"מ**; פר"ק (מחוזי ת"א) 12230-04-12 בעניין **דלק נדל"ן בע"מ**; פר"ק (מחוזי ת"א) 42576-02-13 בעניין **אליבט הדמיה בע"מ**; פר"ק (מחוזי ת"א) 61098-06-15 בעניין **מגה קמעונאות בע"מ**.

אי מינוי בעל תפקיד	מינוי בעל תפקיד	
נוהג בארה"ב, פחות מופעל בארץ	התוצאה התדירה בבתי המשפט בישראל	עיכוב הליכים
אלה ההסדרים מחוץ לבית המשפט	אפשרי מבחינה עיונית, אך לא מציאותי	אין עיכוב הליכים

9.19 מלבד המשגה העיוני שבכריכת עיכוב הליכים עם מינוי בעל תפקיד, הדבר אף עיוות את הליכי ההבראה בישראל באופן בלתי רצוי. בפרק הקודם תוארה המציאות שבה חברות ונושיהן זולגים מהליכי הבראה מלאים, הכוללים צו להקפאת הליכים, אל הליכי הבראה רשמיים פחות – תוך הימנעות מקבלת צו הקפאת הליכים, גם אם צו כאמור חשוב לחברה בפרק זמן ההבראה.⁴⁶ הליכי הבראה כאמור התקיימו בעניינין של אפריקה ישראל, דלק נדל"ן, אלביט הדמיה, מגה.⁴⁷ בחלק מן החברות האמורות, נעשו ניסיונות עילאיים של החברות לקדם הליך הבראה, לזכות בהגנה מפני נושיהן, אולם בלי לבקש מבית המשפט במפורש את הצו הייעודי לכך: צו הקפאת הליכים. כך, למשל, בעניין אלביט הדמיה, התקיים הליך הבראה אך החברה נמנעה מלבקש צו להקפאת הליכים. משאיים נושה מובטח לממש נכס המשועבד לו במהלך המשא ומתן לגיבוש תכנית ההבראה, פנתה החברה לבית המשפט, שלא בתיק ההבראה התלוי ועומד, והגישה המרצת פתיחה. בהמרצת הפתיחה ביקשה החברה לקבל סעד הצהרתי שיקבע שאל לו לנושה המובטח לממש את הבטוחה בעת קידום הליך ההבראה של החברה.⁴⁸ גם בעניין מגה ביקשה החברה לפתוח הליך הבראה והוסיפה וביקשה מבית המשפט, בניסוחים שונים ומפותלים, כי יסייע לה בהגנה מפני נושיה. ואולם, החברה נמנעה במודע מלבקש באופן רשמי "צו הקפאת הליכים" לפי סימן ב' לפרק על הליכי הבראה שבחוק החברות.⁴⁹ הימנעותה מכניסה לתחומי סימן ב' לפרק ההבראה שבחוק הקשתה על מגה, מבחינה משפטית, להיזקק גם לאמצעי העזר של ויתור על חוזים מכבידים.

אלה דוגמאות לתמרונים משפטיים שאינם מניחים את הדעת. הם עומדים, בסופו של דבר, בעוכריהן של החברות ומסרבליים את יכולתן לקדם הליך יעיל של הבראה, הכולל ניתוח שורשי שירפא את תחלואיהן העסקיים והמשפטיים. הדבר מוביל להליכי הבראה נטולי עיכוב הליכים ונטולי אמצעים משפטיים נוספים להבראת חברה, דוגמת אימוץ חוזים נמשכים או ויתור עליהם וגיוס אשראי חדש בתנאים מועדפים בהליכי ההבראה. כפי שהובהר בפרק הקודם, יסוד התמרונים המשפטיים האלה ו"הצבעת השוק ברגליים" נגד הליכי הבראה מלאים הוא הרצון של החברות ונושיהן לקדם מהלך

46 לעיל פסקאות 8.15–8.18.

47 לעיל ה"ש 45.

48 ת"א (מחוזי ת"א) 23408-06-13 אלביט הדמיה בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ (פורסם בנבו, י"ב תמוז התשע"ג, 20.6.2013).

49 סימן ב' השטרע מסעיף 350 ועד לסעיף 350 לחוק החברות.

הבראה, תוך משא ומתן ענייני ביניהן, בלי שייכפה עליהן מצד בית המשפט תיווכו של בעל תפקיד ממונה.⁵⁰ החברות ונושיהן אינם חפצים בשינוי ממשלי זה. הנושים חשים כי עצם מינויו של בעל תפקיד (יהא כינויו הרשמי אשר יהא) הוא אירוע בעל רושם, על פי רוב – רושם ותהודה שליליים במובן העסקי בשוק ההון.

הכריכה השיפוטית בין צו הקפאת ההליכים לבין מינוי בעל תפקיד היא שורש הזליגה של השוק מהליכי הבראה מלאים, בעלי אפשרויות משפטיות מגוונות לסייע לחברות לחלצן מקשייהן, להליכי הבראה פשוטים יותר, עם תכניות הבראה אשר עשויות לסייע לחברות בעיקר בטווח הקצר. ספק הוא אם תכניות הבראה אלה, הנוגעות רק במבנה ההוני של החברה יותר מאשר בהיבטיה התפעוליים, יושיעוהו בטווח הארוך. קיים חשש כי חברות כאמור יאלצו לשוב בהמשך הדרך לסיבוב הבראה נוסף בבתי המשפט.⁵¹

9.20 אשר על כן, לטעמי, טוב יעשו בתי המשפט אם יפרידו בין שאלת מינויו של בעל תפקיד, או אי מינויו, לבין השאלה אם יש לצוות על עיכוב הליכים. כל אחת משאלות אלה צריך שתיבחן בבית המשפט כשלעצמה. אין בגיבוש עמדתו של בית המשפט באחת מהן כדי להקרין על החלטתו בשאלה האחרת. על בית המשפט לבחון, לפי הנסיבות, אם נכון יהיה לצוות על עיכוב הליכים להגנת החברה במשך הניסיונות להבראתה מפני פעולות שעוללים נושים שלה לנקוט בינתיים. נוסף לכך, ובמנותק מהכרעתו בשאלה הקודמת, שומה על בית המשפט לשקול – על פי נסיבות העניין שלפניו – אם אופן הניהול המיטבי לחברה וקבלת החלטות בה בתקופת הבראה, לרבות הקשר שבניה לבין נושיה, יהיו באמצעות הותרת נושאי המשרה על מכונם, ללא כל שינוי בממשלה התאגידי, או באמצעות מינויו של בעל תפקיד חיצוני. השיקולים שראוי לשקול בעניין שאלה אחרונה זו יידונו להלן.

ג. Chapter 11 – שליטת ההנהלה בעת הבראה

9.21 ברוב שיטות המשפט בעולם, השולט בחברה בעת הבראתה הוא בעל תפקיד שהתמנה לכך על ידי בית המשפט. ברם, קיימת חלופה משפטית ולפיה הנהלת החברה מוסיפה לשלוט בחברה ואין מתמנה לה בעל תפקיד כלל. עם זה, לייצוג עניינם של כלל הנושים כלפי הנהלה מתמנה ועדת נושים.⁵² ועדה זו עוקבת אחר ניהול ענייני החברה, והנהלת החברה נדרשת לתאם עמה את צעדי החברה ולנהל עמה משא ומתן לגיבוש תכנית הבראה. מכיוון שדפוס שליטה זה מוכר פחות בישראל, ראוי לייחד לו מילים אחדות ולתאר את פועלו. בפסקאות שלאחר מכן ייבחנו השיקולים העיוניים התומכים בשליטת בעל תפקיד מזה, ובשליטת הנהלה מזה.

50 לעיל פסקאות 8.15–8.18.

51 לעיל פסקה 8.64, והאסמכתאות המובאות שם.

52 Bankruptcy Code §1102. ראו Kenneth N. Klee & K. John Shaffer, *Creditors' Committees Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, 44 S.C. L. REV. 995 (1993); Marta G. Andrews, *The Chapter 11 Creditors' Committee: Statutory Watchdog?*, 2 BANK. DEV. J. 247 (1985); Daniel J. Bussel, *Coalition-Building through Bankruptcy Creditors' Committees*, 43 UCLA L. REV. 1547 (1996).

9.22 הנהלה השולטת בהליך הבראת חברה היא אחד המאפיינים המובהקים של Chapter 11 לחוק חדלות הפירעון האמריקני. זהו הכלל לניהול הליכי הבראה שם. אמנם כחריג, היוצא מן הכלל, מוסמך בית המשפט למנות נאמן לחברה.⁵³ ברם, מינוי כאמור נעשה לעתים רחוקות בלבד. הנהלה השולטת בשלב הבראת החברה מוגדרת בחוק כ-Debtor-in-Possession,⁵⁴ ובקיצור: DIP. סמכויות ה-DIP וחובותיו הן כל הסמכויות המוקנות לנאמן בהליך של חדלות פירעון לפי Chapter 11 והחובות המוטלות על נאמן כאמור.⁵⁵ לפיכך, הנהלת החברה היא שתוסיף לקבל בעת זו את ההחלטות העסקיות, המימוניות וכל החלטה מקצועית אחרת בשם החברה. לא זאת אף זאת, במשך 120 הימים הראשונים של ההליך, נהנית הנהלת החברה מזכות בלעדית להציג תכנית הבראה לחברה ולהבאתה לאישור הנושים.⁵⁶ אף גורם אחר אינו רשאי בשלב זה להציג תכנית חלופית. ממילא, הנהלת החברה היא שתנצח על המשא ומתן שיתקיים בין החברה לבין נושיה באשר לתנאיה של תכנית ההבראה. על כן, מבחינה מעשית, יש להנהלת החברה חלק נכבד בהחלטה הסופית שתתקבל בהליך, לאן מועדות פני החברה – להבראה או לחיסול.

9.23 בית המשפט העליון של ארצות-הברית הבהיר כי הפקדת השליטה בחברה הנתונה בהליך הבראה בידי ה-DIP מושתתת על הנחה שניתן לסמוך על נושאי המשרה ועל העובדים של החברה כי ימלאו את חובות האמונים החלות על נאמן.⁵⁷ את הרעיון שהנהלת החברה תוסיף לשלוט וכי לא יתמנה לחברה כל נאמן חיצוני ניתן לייחס לשלהי המאה התשע-עשרה.⁵⁸ ככלל, הן בתי המשפט והן המחוקק אימצו תפישה זו ופעלו לפיה לאורך שנים. עם זה, The Chandler Act משנת 1938 ביקש, בין השאר, לנתב חברות בהבראה להליך לפי Chapter X של חוק חדלות הפירעון דאז. הליך הבראה לפי פרק זה דרש מינוי נאמן חיצוני. ברם, חברות שנכנסו להליך הבראה מצאו דרכים לעקוף את תחולתו של תיקון זה ופנו להליכים לפי Chapter XI, אשר לא דרש מינוי נאמן. ואמנם, חוק חדלות הפירעון הנוכחי של ארצות-הברית, החל מאז שנת 1979, זנח לחלוטין את הדרישה למינוי נאמן חיצוני והוא דבק בהליך הבראה המתנהל באמצעות DIP.⁵⁹

9.24 שליטתה של הנהלת חברה בהליך הבראתה אינה עוד שיטה אמריקנית בלעדית. גם באירופה ניתן לזהות בשנים האחרונות אימוץ, ולו חלקי, של שיטה כאמור. כך, למשל, חוק חדלות הפירעון

.Bankruptcy Code §1104 53
 שם, §1101(1) 54
 שם, §1107(a) 55
 שם, §1121(b) 56
 Commodity Futures Trade Commission v. Weintraub, 471 U.S. 343, 355 (1985) 57
 Clive Bare, *The Bankruptcy Reform Act of 1978*, 47 TENN. L. REV. 501 (1980); DAVID A. SKEEL, JR., *DEBT'S DOMINION – A HISTORY OF BANKRUPTCY LAW IN AMERICA* 64–65 (2001) 58
 על ההיסטוריה החקיקתית של דיני חדלות הפירעון בארצות-הברית, ראו עוד לעיל פסקאות 4.61–4.62. 59

הגרמני משנת 1999 (ה-InsO) מאפשר להנהלת חברה לשלוט בהליך ההבראה.⁶⁰ עם זה, כאשר ביקש נושה את פתיחת ההליכים, טעונה בקשת החייב להוסיף ולשלוט במשאביו בהליכים אישור מאת אותו נושה.⁶¹ גם אנגליה תיקנה את החוק שלה בשנת 2000 ומאפשרת מאז ל"חברות קטנות" להשתקם באמצעות הסדר רצוני (voluntary arrangement), אשר השולט בו הוא הנהלת החברה, ולא בעל תפקיד חיצוני.⁶² ההנהלה עשויה להוסיף ולכהן בתפקידה גם בניהול Scheme of Arrangement וגיבוש הסדר במסגרתו.⁶³ האפשרות להמשיך את שליטת ההנהלה בחברה הנתונה בהליך הבראה קיימת גם בקנדה, כאשר הליך הבראה מתנהל על פי ה-Companies' Creditors Arrangement Act (CCAA).⁶⁴

ד. הדפוס הרצוי לשליטה בחברה בהבראה – דיון עיוני

9.25 לאור שני הדגמים הנוהגים בעולם המערבי באשר לשליטה בחברות הנתונות בהליך הבראה, ראוי לבחון בחינה עיונית איזה דגם עדיף מחברו: הדגם של שליטה המופקדת בידי בעל תפקיד חיצוני, או הדגם של שליטה באמצעות הנהלת החברה. ייתכן שאין על שאלה זו מענה חד-משמעי. ייתכן שכל אחד משני הדגמים מתאים יותר לשיטת משפט אחרת. הדיון העיוני שיובא להלן יתמקד, בדרך הטבע, בהשפעות השאלה הנדונה על המשפט הישראלי.

9.26 לעניות דעתי, ישנם חמישה גורמים עיקריים המשפיעים על עיצוב דגם השליטה הרצוי בחברה הנתונה בהליך הבראה:
(א) ייחוס חדלות הפירעון לכשלי ההנהלה או אי ייחוסה.

- 60 Insolvencyordnung, Gesetz vom 5.10.1994 (BGBl. I S.2866) (InsO) §270 כפי שתורגמו: http://www.bmj.bund.de/files/-/685/Insolvencyordnung_engl.pdf
- 61 שם, §270(2). ראו גם Christoph G. Paulus, *Germany: Lessons to Learn from the Implementation of a New Insolvency Code*, 17 CONN. J. INT'L. L. 89, 92 (2001).
- 62 Insolvency Act 1986 §1A & Sch. A1, כפי שתוקן על ידי Insolvency Act 2000 §1 & Sch. 1. כ"חברה קטנה" מוגדרת חברה אשר מתקיימים בה לפחות שניים מן התנאים האלה: (א) מחזור הכספים השנתי שלה אינו עולה על 5.6 מיליון ליש"ט; (ב) השורה התחתונה במאזנה אינה גבוהה מ-2.8 מיליון ליש"ט ו-(ג) היא אינה מעסיקה יותר מ-50 עובדים. ראו Insolvency Act 2000 Sch. 1 ¶3; Companies Act 2006 §§381-383.
- 63 אך לביקורת על האפשרות לגבש תכניות הבראה ארוכות טווח ויציבות, באמצעות ה-Scheme לבדו, ראו Sarah Paterson, *English Law Schemes of Arrangement in Distress and Proposals for Reform*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2926848> (March 3, 2017); Jennifer Payne, *UK Debt Restructuring Mechanisms: New Developments in Practice and Potential Law Reform*, ANNUAL REVIEW OF INSOLVENCY LAW 2015 (Janis P. Sarra & Justice Barbara Romaine eds., 2016), available at: <https://ssrn.com/abstract=2790809>.
- 64 עם זה, בית המשפט שם ימנה מפקח (monitor) לעסקי החברה. ראו CCAA §11.8, R.S., 1985, c. C-36, Yaad as added by 1997, c. 12, s. 124. להמלצה על אימוץ דגם זה גם בשיטות משפט נוספות ראו Rotem, *Contemplating a Corporate Governance Model for Bankruptcy Reorganizations: Lessons from Canada*, 3 VA. L. & BUS. REV. 125 (2008).

- (ב) השפעת השליטה על נטיית ההנהלה ליטול סיכונים עסקיים.
- (ג) רמת המיומנות המקצועית של השולט והזמן הנדרש לרכישתה.
- (ד) השפעות השליטה על הכניסה להליך של חדלות פירעון.
- (ה) ריכוזיות הבעלות במניות החברה או ביזורה.

מלומדים אחדים מונים גם גורם שישי: ריכוזיות החובות הכספיים או ביזורם. להלן נדון בגורמים אלה לפי סדרם.

1. ייחוס חדלות הפירעון לכשלי ההנהלה

9.27 נימוק בסיסי נגד הותרת ההנהלה על מְכוּנָה בעת הליך של חדלות פירעון של החברה הוא נימוק של צדק. הטענה היא שהנהלת החברה היא האשמה במצבה הכושל של החברה. הנהלת החברה היא שניהלה את החברה עובר להליך. כישלונה הכלכלי של החברה הוא פרי הניהול הכושל של הנהלתה. לפיכך, ניתן לטעון כי אין זה ראוי שמי שהאכיל את המשקיעים בחברה פרי באושים כלכלי הוא אשר יזכה גם להנהיג את החברה בניסיון להיחלץ מן המשבר. מי שכבר כשל בהובלת החברה אינו ראוי לקבל הזדמנות שנייה לשלוט בה. משנקלעה החברה להליך של חדלות פירעון, ראוי אפוא למסור את השליטה בחברה לרְעו הטוב ממנו. אכן, הדין האנגלי, המצדד במינוי בעל תפקיד חיצוני בהליך של הבראת חברה, משקף גישה כאמור.⁶⁵ החלפת הנהלה כושלת היא גם פעולה יעילה לחברה, בהסירה את גורמי כישלונה מעל דרכה.

9.28 הגישה האמורה אינה משכנעת דיה. היא נסמכת על הנחה שכישלון עסקי החברה מעיד על כישלון הנהלתה. ברם, הנחה זו טעונה הוכחה עובדתית. המציאות העסקית עשויה להיות שונה. אכן, יש חברות שכישלונן נובע מכשל ניהולי. ברם, לצדן יש חברות אחרות שכישלונן העסקי נובע מגורמים חיצוניים שאינם תלויים בהנהלת החברה. כך, למשל, חברה עלולה להיקלע לקשיים כספיים עקב מיתון כלכלי בענף תעשייתי מסוים או עקב משבר כלכלי הנובע ממצב ביטחוני רעוע. זאת ועוד, התייקרות משאבים עולמיים, כגון הנפט או שערי מטבע חוץ מסוימים, עלולים להשפיע במישורין לרעה על מאזן התשלומים של חברה מקומית ולהסב לה קשיים כספיים. קשיים כספיים הנובעים מגורמים אלה אינם מעידים כלל על אופן תפקודה של הנהלת החברה. אדרבה, ייתכן שהנהלת החברה היא מקצועית ביותר. ברם, הקשיים הכלכליים פוגעים בתוצאות הכספיות של החברה.

9.29 אפילו בנסיבות שבהן נאמר כי הכשל הניהולי הוא שהביא לשבר הכספי בחברה, עדיין קיים טעם נוסף להתנגד להחלפה לאלתר של ההנהלה בפתיחת הליך חדלות פירעון של החברה. הטעם הוא שהרכב אנשי ההנהלה של החברה שעה שהחברה נקלעת להליך של חדלות הפירעון אינו חופף בהכרח את הרכב אנשי ההנהלה הכושלת. קיימים מחקרים אמפיריים שונים שעמדו על הרכב אנשי ההנהלה של חברה שנקלעה להליכי הבראה. מחקרים אלה מלמדים כי הנהלת החברה מתחלפת לא אחת עובר

65 Roy M. Goode, Principles of Corporate Insolvency Law 326–327 (3rd ed., 2005)

להליך חדלות הפירעון.⁶⁶ ההנהלה המכהנת בשלב שבו נכנסה החברה להליך של חדלות פירעון היא לעתים אפוא הנהלה מקצועית ומוצלחת אשר ירשה חברה בקשיים. יתרה מזו, ייתכן ששירותי ההנהלה הנוכחיים נשכרו למען נסות לחלץ את החברה מקשייה הכספיים בלי שהחברה תיזקק להליך רשמי של חדלות פירעון. דא עקא, שלעתים הנהלת החברה החדשה מגלה כי המצב הכספי הוא קשה ביותר ומאמצי ייצוב החברה אינם נושאים פרי בלא הגנת בית המשפט. על כן, ייתכן שהנהלת החברה החדשה היא שתכניס את החברה ביודעין להליך הבראה לשם טיפול מסודר בבעיותיה הכספיות ובפתרון.⁶⁷ מכל האמור יש ללמוד כי, בנסיבות אלה, אין לתייג את הנהלת החברה בשעת פתיחתו של הליך חדלות הפירעון כהנהלה כושלת. ההפך הוא הנכון. ההנהלה הכושלת עזבה את החברה זה מכבר. לפיכך, לפחות בנסיבות שבהן מוכח כי הנהלת החברה הנוכחית היא חדשה יחסית ונשכרה בשעה שהחברה כבר הייתה נתונה בקשיים כספיים, אין מקום להישען על הגישה האמורה כנימוק משכנע בעד החלפת ההנהלה בבעל תפקיד חיצוני.

2. השפעת השליטה על נטיית ההנהלה ליטול סיכונים עסקיים

9.30 שיקול נוסף המשפיע על בחירת השולט הראוי לחברה בהבראה הוא השפעות הבחירה על התנהגותם של מנהלי חברות עובר לחדלות פירעון. אכן, מנהלי חברות נדרשים להחלטות עסקיות רבות במהלך כהונתם. החלטות אלה נוגעות למדיניות ההשקעות של החברה, להפעלתה השוטפת ולמימונה. כל החלטה טומנת בחובה סיכוי לרווח ולצדו סיכון של הפסד. מנהלי חברה עלולים להפגין נטייה לשמרנות יתר ולהסס להחליט החלטות הכרוכות בסיכון עסקי גבוה (נטייה זו נקראת בלע"ז underinvestment). דבר זה עלול לעמוד לחברה לרועץ בהפסידה הזדמנויות עסקיות בעלות סיכוי לרווח. מצד אחר, מנהלים רבים עלולים לנטות ליטול סיכונים מוקצנים בשם החברה, בשאיפה להגדיל את סיכויי הרווח שלה, ובכך לרצות בעיקר את בעלי המניות (נטייה זו נקראת בלע"ז

66 Edith S. Hotchkiss, *Post-Bankruptcy Performance and Management Turnovers*, 50 J. FIN. 3 (1995) (70% מן החברות שנדגמו החליפו מנכ"ל עד שעת יישום תכנית ההבראה בתום הליך חדלות הפירעון); (52%) Stuart C. Gilson, *Management Turnover and Financial Distress*, 25 J. FIN. ECON. 241 (1989) מן החברות שנסקרו החליפו מנהלים משעה שהן לא פרעו חובות, נקלעו להליך של חדלות פירעון, או נשאו ונתנו על הסדר חובות בלא מעורבות של בית המשפט); Lynn M. LoPucki & William C. Whitford, *Corporate Governance in the Bankruptcy Reorganization of Large Held Companies*, 141 U. PENN. L. REV. 669, 723-737 (1993) (בתקופה המתחילה 18 חודשים לפני כניסה להליך של חדלות פירעון והמסתיימת שישה חודשים לאחר אישור תכנית ההבראה, 91% מן החברות שנסקרו החליפו מנכ"ל לפחות פעם אחת); Stuart C. Gilson & Mike Vetsuypens, *CEO Compensation in Financially Distressed Firms*, 48 J. FIN. 425 (1993) (כמעט שליש מן המנכ"לים מוחלפים כאשר החברה אינה עומדת בתשלום חובותיה, ולרבים מאלה שנותרים בתפקידיהם מקצצים בשכר ובהטבות הכספיות הנוספות).

67 דוגמה מובהקת לכך בישראל הייתה בעניין אייס, לעיל ה"ש 44. במקרה זה, שעה שנפתח ההליך בעניינה, ניהל את החברה מנכ"ל חדש שנכנס לתפקידו לאחר שהחברה נקלעה עוד קודם לכן לקשיים כספיים. המנכ"ל אף התעמת עם בעלי השליטה ואילצם להכניס את החברה להליך הבראה רשמי בין כותלי בית המשפט, בניגוד לרצונם, בהבינו שללא יישום ההליך כאמור לא תהא עוד תקומה לחברה.

(overinvestment).⁶⁸ בין כך ובין כך, מנהלים עלולים להחליט החלטות בחברה שאינן עולות בהכרח בקנה אחד עם טובתה הכללית. זוהי, בתמצית, בעיית הנציג. חובות ההתנהגות של נושאי משרה הן נדבך חשוב בניסיון לצמצם את פגיעה של בעיית הנציג.

9.31 נטענת טענה כי החלפת המנהלים בבעל תפקיד בהליך של חדלות פירעון תשפיע על תהליך קבלת ההחלטות של המנהלים מעיקרא ותצמצם את בעיית הנציג. הטענה היא כי רק משטר המחליף את המנהל הכושל, ידרבן כראוי את המנהל להתכבד ולהחליט החלטות בכובד הראש הנדרש ממנו. אם יידע מנהל כי החלטותיו הכושלות יביאו לידי החלפתו, אם תיקלע החברה להליך חדלות פירעון, הוא יגלה ריסון ראוי מפני החלטות עסקיות מסוכנות במיוחד וימנע מלסבך את החברה בהרפתקנות כספית (כלומר, ריסון מפני overinvestment). ריסון זה ישפר את מעמד החברה בעיני נושיה.⁶⁹ לפיכך, תוכל החברה ליהנות מדירוג אשראי גבוה יותר וממימון זול יחסית. לעומת זאת, במשטר שבו המנהל יודע כי אף לכשתיכשל החברה הוא יוכל להכניסה להליך הבראה ועדיין לשמור על תפקידו, יגבר שבעתיים החשש מפני ניהול עסקי מסוכן.⁷⁰ תכליתה של החלפת המנהל היא אפוא עידוד מעיקרא לקבל החלטות מושכלות ולהפחית את סיכויי ההפסד עקב נטייה להסתכנות יתר.⁷¹ מצד אחר, יש לשים לב כי משטר המחליף מנהלים בפתחת הליך של חדלות פירעון עלול להביא מנהלי חברות לידי זהירות יתר בקבלת החלטות בשל החשש מתוצאות הסיכון העסקי הכרוך בהחלטה (זהו חשש ה-

68 עם זה, יש מקום לטעון טענה נגדית שלפיה בעניין הגדלה מחושבת של סיכונים לחברה קיים הבדל בין מנהלי חברה ציבורית לבין בעלי מניותיה הבזורים. בעוד שבעלי המניות יעודדו הגדלת סיכונים כאמור, בהגדילה את סיכויי הרווח שלהם, דווקא מנהלי החברה יהססו, באופן יחסי, לאמץ דפוסי פעולה כאמור בחברה. הטעם לכך הוא כי, בשונה מבעלי המניות השונים, הונו האנושי של המנהל מושקע במידה רבה בהצלחת החברה ושמו הטוב תלוי בגורלה הכלכלי השפיר. ראו Reinier H. Kraakman, *Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls*, 93 YALE L.J. 857, 863–864 (1984); Mark J. Harold, *Corporate Strategic Reaction to Mass Tort*, 72 VA. L. REV. 1, 23–25 (1986). השווה עוד Demsetz, *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, 26 J. L. & ECON. 375, 378–382 (1983).

69 טיעון זה דומה בעיקרו לטיעון הכלכלי בדבר יעילותן של הצעות רכש עוינות (שבמהלכן הנהלת החברה מוחלפת) בריסון מנהלים מעיקרא מפני ניהול שיפגע בשווי החברה ומניותיה. ראו ידידיה צ' שטרן **רכישת חברות** 345–354 (התשנ"ו); אירית חביב-סגל **דיני חברות – לאחר חוק החברות החדש** כרך ב 532–534 (התשס"ד). עם זה, הטיעון כאן מתמקד בהשפעת ההחלטות העסקיות של המנהלים על נושי החברה, בעוד שהספרות על אודות הצעת רכש מתמקדת בהשפעת התנהלותם של המנהלים על בעלי המניות.

70 Alan Schwartz, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, 91 VA. L. REV. 1199, 1258–1261 (2005); Sefa Franken, *Creditor – and Debtor-Oriented Corporate Bankruptcy Regimes Revisited*, 5 EUR. BUS. ORG. L. REV. 645 (2004). ואולם ראו Robert Gertner & David Scharfstein, *A Theory of Workouts and the Effect of Reorganization Law*, 46 J. FIN. 1189 (1991) (טוענים כי דווקא קיומה בדין של חלופת הבראה, לצד חלופת הפירוק, יצמצם את התמריץ של בעלי מניות להגדיל את הסיכונים העסקיים של החברה (כלומר, את בעיית ה-overinvestment) בהתדרדר מצבה הכספי).

71 השיקול בדבר הסיכונים העסקיים מתקשר עוד לשיקול בדבר מבנה הבעלות במניות החברה. ראו על כך להלן פסקאות 9.36–9.39.

underinvestment). על כן, החלפת המנהלים בהליך של חדלות פירעון עלולה לגרום לאובדן הזדמנויות עסקיות רווחיות.⁷²

3. רמת המיומנות המקצועית של השולט והזמן הנדרש לרכישתה

9.32 שליטה בהליך של חדלות פירעון דורשת ידע מקצועי בנבכי ההליכים המשפטיים והיכרות בלתי אמצעית עם עסקי החברה הנתונה בקשיים. לא כל הרוצה לכהן כשולט בהליך, אף כשיר לכהן ככזה. דברים אלה, שכוחם יפה באשר לכל הליך של חדלות פירעון, כוחם יפה שבעתים באשר להליך של הבראת חברה. ואמנם כבר ציינתי לעיל כי מקרב הליכי חדלות הפירעון, הליך ההבראה הוא המורכב ביותר. הליך זה דורש מן השולט בו מיומנויות של ניהול עסקי.

דומה כי בהיבט הנדון בולטים יתרונותיה של השליטה בחברה באמצעות הנהלתה המקצועית. היתרון שיש להנהלה לעומת בעל התפקיד הוא כפול: המיומנות המקצועית הכללית של מנהלים בניהול עסקים היא, על פי רוב, גבוהה מזו של עורך דין או רואה חשבון, אפילו מנוסים, אשר טיפול בחברות בקשיים הוא אך אחד מעיסוקיהם המשפטיים או החשבונאיים.⁷³ יתרונה השני של הנהלת החברה הוא שהיא נהנית מידע פרטי על אודות המתרחש בחברה הנדונה ועל אודות האופן הרצוי להפעלתה.⁷⁴ אין שני להנהלת החברה בהכרת צפונות החברה, מכלול בעיותיה הפנימיות, יתרונותיה היחסיים, וחולשותיה.⁷⁵ ידע כאמור נרכש במרוצת הזמן מתוך עיסוק מתמיד ויומיומי בענייני החברה. בעל תפקיד המתמנה לחברה בהליך הבראה יידרש ללמוד את נבכי החברה בפרק זמן קצר. לבעל תפקיד אין ימי חסד. נושי החברה, עובדיה, הספקים וכל מי שקשור עמה, צובאים עליו מכל עבר, ורק עיכוב ההליכים מצילנו לפי

- 72 השו"ע Elazar Berkovitch, Ronen Israel & Jaime F. Zender, *The Design of Bankruptcy Law: A Case for Management Bias in Bankruptcy Reorganizations*, 33 J. FIN. & QUANT. ANALYSIS 441 (1998)
- 73 עם זה, עורכי דין או רואי חשבון אשר יקדישו את עיקר זמנם המקצועי לטיפול בחברות בקשיים ירכשו מיומנות מקצועית ייחודית, בדומה ל"הנהלה לשעה" (turnaround management). מיומנות ייחודית זו, הכוללת התנסות מקצועית במשא ומתן עם גורמי מימון ועם נושי החברה, עשויה להיות יתרון של בעלי תפקיד כאמור על פני מנהלים חסרי ניסיון בטיפול בעסקים בשעת משבר. ברם, העסקתו של צוות יועצים מקצועי ומנוסה בהליכי חדלות פירעון (עורכי דין), אשר ילווה את הנהלת החברה, עשויה למלא את החלל ולספק גם להנהלת החברה את הניסיון הנדרש להתמודדות מוצלחת עם המשבר. ראו Barry L. Zaretsky, *Trustees and Examiners in Chapter 11*, 44 S. CAR. L. REV. 907, 944-945 (1993) (examiner) שילווה כיועץ את הנהלת החברה ב-Chapter 11, עשוי לסייע להנהלת חברה שלא כשלה בניהול לקדם בהצלחה את הבראת החברה, בלי למנות בעל תפקיד שיחליף אותה).
- 74 ראו את הקדמתו של השופט Richard A. Posner לספר CORPORATE BANKRUPTCY: ECONOMIC AND LEGAL PERSPECTIVES xi-xii (Jagdeep S. Bhandari & Lawrence A. Weiss eds., 1996) ("The reason for giving [the right to continue the operation of the firm – D.H.] to management is that only management, and not a committee of creditors or a trustee, auctioneer, or venture capitalist or other acquirer has the know-how to *continue* the firm in operation, as distinct from reviving it (maybe after an interruption for a change in control)")
- 75 Kevin A. Kordana & Eric A. Posner, *A Positive Theory of Chapter 11*, 74 N.Y.U. L. REV. 161, 222, n. 163 (1999); George G. Triantis, *A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing*, 46 VAND. L. REV. 901, 918 (1993) חברה ב-Chapter 11, מתוך הבנה שהנהלת החברה נהנית מיתרונות מידע ומומחיות מקצועית).

שעה מידם. אם ברצונו להמשיך את הפעילות העסקית של החברה, עליו להתקשר עם אחדים מגורמים אלה ולקבל החלטות כספיות לאלתר. משימה זו אינה יכולה להתבצע היטב, אם חסר מידע על אודות החברה וחסרה היכרות של בעל התפקיד בראשית הדרך עם פעילותה. זאת ועוד, לשם לימוד ענייני החברה, יזדקק בעל התפקיד לא אחת לשיתוף הפעולה של בעלי הידע, הלא הם מנהלי החברה ועובדיה. דא עקא, בעת חילופי שליטה כפויים עלול השולט החדש להיתקל בחומות של חשדנות ושל חוסר שיתוף פעולה. לפיכך, מלאכת ההתוודעות אל החברה עלולה להתארך. ולא זמן בלבד הוא העומד כאן בעוכרי בעל התפקיד. לימוד החברה כרוך מצדו גם בעלויות כספיות. בעל התפקיד אינו עובד חינם. שעות עבודתו מתומחרות. כאמור בפרק הקודם, זמן וכסף הם בדיוק שני המשאבים החסרים לחברה הנתונה בקשיים כספיים. גם ספקי החברה ונותני השירותים לה עשויים להעדיף את הנהלת החברה המוכרת להם על פני בעל תפקיד חדש וזר להם.⁷⁶ על כן, שימוש בהנהלת החברה לשם ניווט הליך ההבראה עשוי לחסוך לחברה את העלויות המיותרות הללו ולסייע לה לקדם את פתרון קשייה ביעילות יחסית.

9.33 עם זה, יש נסיבות שבהן דווקא בעל תפקיד ייהנה מיתרון עסקי לעומת הנהלת החברה. כאשר מדובר בחברה שהתדרדרה לקשיים עקב כשלי ניהול, תסבול הנהלת החברה משם רע יחסית אצל מממנים וספקים של החברה. בנסיבות אלה, דווקא הופעתו של בעל תפקיד חדש, החף מכשלי העבר, היא העשויה לנסוך ביטחון בבנקים ובספקי החברה להוסיף ולסחור עמה בשלב ההבראה.

4. השפעת השליטה על הכניסה להליך של חדלות פירעון

9.34 השפעת דגם השליטה על מועד הכניסה להליך חדלות הפירעון היא ברורה ונדונה בהרחבה בפרק הקודם. בשיטה משפטית שבה החברה מוסיפה לשלוט בהליך ההבראה, תחשוש הנהלת החברה פחות מהליך חדלות הפירעון. לפיכך, סביר להניח כי ההנהלה תיזקק להליך כאמור לצורך טיפול בקשייה הכספיים של החברה בסמיכות יחסית להתגלעות קשיים אלה. במקום ניסיונות נואשים לדחות את הקץ ולחלץ את החברה מקשייה בלא הגנת בית המשפט, תוכל החברה לנצל את המטרייה המשפטית שיפרוש מעליה בית המשפט. משלב זה תוכל ההנהלה לשאת ולתת עם נושי החברה בתנאים רגועים באופן יחסי. לעומת זאת, בשיטה משפטית שבה בעל תפקיד חיצוני מתמנה לחברה בהליך ההבראה, צפויה ההנהלה לנסות לדחות את הקץ ככל שתוכל. בהבינה כי היא הראשונה שתשלם מחיר אישי אם תיכנס החברה להליך רשמי של חדלות פירעון, תבקש ההנהלה – ככל גוף חפץ חיים – לנסות לפתור את בעיותיה הכספיות של החברה באופן שקט ובלתי רשמי, בלי להידרש לבית המשפט ולהליך של חדלות פירעון על פי חוק. ההנהלה לא תמהר לחתום לחבריה על מכתבי הפיטורים.⁷⁷ תחת זאת,

Peter F. Coogan et al., *Comments on Some Reorganization Provisions of the Pending Bankruptcy Bills*, 30 BUS. LAW. 1149, 1156 (1974) 76

בהקשר מעט אחר, הצביעו עמיהוד ולב על כך ששיקולי המשך העסקתם בחברה משפיעים על מנהלי חברה ליזום מיזוגי חברות לשם יצירת קונגלומרטים שבהם סיכוני ההפסדים הכלליים לחברה (ועקב כך למנהלים אישית) קטנים. ראו Yakov Amihud & Baruch Lev, *Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers*, 12 BELL J. ECON. 605 (1981); Yakov Amihud & Baruch Lev, *Does Corporate Ownership Structure Affect its Strategy towards Diversification?*, 20 STRAT. MGMT. J. 77

תנוקט ההנהלה צעדים עסקיים אשר ינסו לשמור על תפקוד החברה בשוק. בד בבד, תנהל ההנהלה משא ומתן שקט עם כל אחד מן הנושים כדי להסדיר את התחייבויותיה של החברה. ברם, כפי שכבר הראיתי בפרק הקודם, לא פעם הימנעות מפתירתו של הליך חדלות פירעון רשמי היא דחיית הקץ אשר אך מוסיפה על מכאובי החברה ומדרדרת את מצבה הכספי מדחי אל דחי. אמנם יש שניהול המשבר באופן בלתי רשמי יסייע לחברה להשתקם ויטיב עם החברה ועם נושיה גם יחד.⁷⁸ ברם, הסכנה כאן היא כי הנהלת החברה, תפעל – אף שלא במודע – מתוך מניעי הישרדות אישיים, ולא על פי שיקולים שבטובת החברה ונושיה.⁷⁹ לפיכך, יהיה מסוכן לסמוך על שיקול הדעת של ההנהלה כיצד לפעול בנסיבות אלה. מצד אחר, כזכור, ההנהלה היא שיודעת ראשונה על קשייה הכספיים של החברה. לפיכך, יש לדרבן את ההנהלה להפעיל שיקול דעת נקי וענייני אם להוביל את החברה לטיפול משפטי בהליך של חדלות פירעון, אם לאו. חסידיו של דגם השליטה של ההנהלה בהליך ההבראה טוענים כי לבו של דגם זה הוא יצירת תמריץ חיובי להנהלה לשקול שיקולים ענייניים כאמור. בידעה כי בהליך הרשמי, כמחוצה לו, שמור מקומה ומובטחת שליטתה בניווט המשבר, תוכל ההנהלה לשקול שיקולים לגופו של עניין ותבחן מה טוב לחברה. כאשר הנסיבות הכלכליות מלמדות כי הליך חדלות פירעון הוא הדרך הראויה לפתרון מצוקות החברה, לא תהסס עוד ההנהלה ליזום הליך כאמור.⁸⁰ ואמנם, כפי שהראיתי לעיל, מחקרים ניסויים חדשים יחסית מאששים את הטענה האמורה ומלמדים כי דגם השליטה הנוהג אכן משפיע על תזמון נקיטתו של הליך חדלות פירעון ועל שווייה הכלכלי של החברה בעת כניסתה להליך כאמור.⁸¹

- Peter J. Lane, Albert A. Cannella, Jr. & Michael H. Lubatkin, *1063 (1999) לביקורת על טענתם ראו*, *Agency Problems as Antecedents to Unrelated Mergers and Diversification: Amihud and Lev Reconsidered*, 19 STRAT. MGMT. J. 555 (1998); Peter J. Lane, Albert A. Cannella, Jr. & Michael H. Lubatkin, *Ownership Structure and Corporate Strategy: One Question Viewed from Two Different Worlds*, 20 STRAT. MGMT. J. 1077 (1999).
- 78 טענה כאמור עשויה אפוא להשתלב בשיטה המחליפה את ההנהלה בהליך הבראה רשמי, כאשר החלפה זו תעודד את ההנהלה לקדם משא ומתן לגיבוש תכנית הבראה מחוץ לבית המשפט (במשא ומתן כאמור ההנהלה עדיין נותרת בתפקידה). ראו Franken, לעיל ה"ש 70, בעמ' 659. ליתרונותיהן של תכניות הבראה בלתי רשמיות כאמור ראו להלן פסקאות 11.4–11.7.
- 79 חשש דומה קיים בנוגע לתגובתה של הנהלה מכהנת על הצעת רכש עוינת המוצעת על ידי גורם המעוניין לרכוש את השליטה בחברה. ראו שטרן, לעיל ה"ש 69, בעמ' 381–385. נגד חשש זה יוצא סעיף 330(א) לחוק החברות, באוסרו על נושאי המשרה של חברת מטרה, הנתונה להצעת רכש מיוחדת, לנקוט פעולות שמטרתן להכשיל את הצעת הרכש.
- 80 וואולם ראו Susan Rose-Ackerman, *Risk Taking and Ruin: Bankruptcy and Investment Choice*, 20 J. LEG. STUD. 277 (1991); Lynn M. LoPucki, *The Debtor in Full Control: Systems Failure Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, 57 AM. BANKR. L.J. 247, 265 (1983) (טוענים כי, בכל מקרה, אפילו במשטר של Chapter 11, תיטה הנהלת החברה לדחות את הכניסה להליך חדלות פירעון ככל האפשר, עד אשר יכלו כל הקיצין).
- 81 Barry E. Adler, Vedran Capkun & Lawrence A. Weiss, *Value Destruction in the New Era of Chapter 11*, 29 J. L. ECON. & ORG. 461 (2013); Vaughn S. Armstrong & Leigh A. Riddick, *Bankruptcy Law Differences Across Countries, Managerial Incentives and Firm Value* (Jan. 2003), available at: <http://ssrn.com/abstract=420560> (מחקר זה מבליט את ירידת הערך הגדולה יחסית בשוויין של חברות בריטיות ב-36 החדשים שקדמו להליך חדלות הפירעון, בהשוואה לירידת הערך המתונה יותר

9.35 לדרגם השליטה תיוודע השפעה גם על סוג ההליך שייפתח. השפעה זו בולטת בדרגם השליטה באמצעות הנהלת החברה. בשיטת משפט הנוהגת על פי דגם זה, נוצר הבדל בשליטה בין הליך פירוק חברה, מחד גיסא, לבין הליך הבראה – מאידך גיסא. בפירוק, יתמנה לחברה בעל תפקיד – המפרק. בהבראה, לעומת זאת, תוסיף ההנהלה לשלוט בחברה. כאשר אלה הם הכללים המשפטיים, נקל לראות כי ההנהלה, אשר היא הראשונה שמזהה את קשייה הכספיים של החברה ומגיבה עליהם, תבכר את הליך ההבראה (המאיר לה פנים) על פני הפירוק אשר הוא לצנינים בעיניה. לשון אחר, הנהלת החברה תלקה בהטיה מובנית לטובת הליך הבראה ותימנע משקילה רצינית של חלופת הפירוק.⁸² הטיה כאמור עלולה להתגלות כמזיקה וכבלתי יעילה, שכן יש נסיבות כלכליות שבהן אין לחברה כל עתיד ואין טעם לנסות באופן מלאכותי להבריאה. בנסיבות כאמור, ככל שיקדם פירוקה, כך יצומצם הנזק לנושיה. ואמנם, ההטיה המובנית של ההנהלה לטובת הבראה חברה, בשיטת משפט שבה ההנהלה שולטת בהליך זה, בולטת בארצות-הברית ואוששה אף במחקרים ניסויים.⁸³ לעומת זאת, בשיטת משפט שבה בעל תפקיד חיצוני מתמנה בין בפירוק חברה ובין בהבראה, שני ההליכים "מאיימים" על הנהלת החברה באופן דומה. לפיכך, אף כי רב הסיכון שתידחה פתיחת ההליכים, הנה לכשתבחר ההנהלה לנקוט הליך של חדלות פירעון, היא תגלה אדישות אישית לסוג ההליך שיינקט. בין בפירוק ובין בהבראה, היא תחדל מלשלוט לפי שעה. על כן, ניתן להניח כי בחירת ההליך המסוים תיעשה משיקול ענייני של נסיבותיה הכלכליות של החברה לבדו. שליטת בעל תפקיד חיצוני בהליך ההבראה משררת אפוא את הנהלת החברה מהטייתה לטובת הליך ההבראה.⁸⁴

- בשווייץ של חברות אמריקניות. כזכור, באנגליה, ההנהלה מוחלפת בידי בעל תפקיד חיצוני, ואילו בארצות-הברית שומרת ההנהלה על שליטתה בחברה גם בהליך ההבראה).
- 82 Julian R. Franks, Kjeln Nyborg & Walter N. Torous, *A Comparison of US, UK and German Insolvency Codes*, 25 FIN. MAN. 86 (1996); Michael Bradley & Michael Rosenzweig, *The Untenable Case for Chapter 11*, 101 YALE L.J. 1043 (1992).
- 83 Armstrong & Riddick, לעיל ה"ש 81 (המחברים מצאו כי ב-95% מן החברות הציבוריות שהם בחנו בארצות-הברית הליך חדלות הפירעון שננקט היה הבראה, בעוד ב-89% מן החברות הציבוריות שהם בחנו באנגליה ההליך שננקט היה דווקא כינוס נכסים או פירוק). אולם ראו Edward R. Morrison, *Bankruptcy Decisionmaking: An Empirical Study of Continuation Bias in Small Business Bankruptcies* (January 25, 2006), COLUMBIA LAW AND ECONOMICS WORKING PAPER No. 239, available at: <http://ssrn.com/abstract=880101> (מראה כי אף שעסקים קטנים אשר נקלעו לקשיים כספיים נוקטים באופן שכיח הליכי הבראה לפי Chapter 11, אין כל הטיה של ממש בניהול הליכים אלה לטובת המשך קיומם על פני חיסולם משהוכח, בגדרי ההליך, כי אין כל תוחלת כלכלית לקיומם).
- 84 יודעי מעשה בישראל יטענו כי, גם על פי משטר המאמץ את הדגם של שליטת בעל תפקיד חיצוני, טיטה הנהלת חברה לעבר הבראה – וזאת, משיקולים בלתי ענייניים. טיעונם נובע מכך שהנהלת חברה מקווה כי בנוקטה הליך הבראה היא מסירה מעליה את צילן המאיים של סמכויות החקירה המוקנות למפרק של חברה, לפי סעיף 288 לפקודת החברות, ושל אחריות נושאי משרה לניהול עסק במרמה לפי סעיף 373 לפקודת החברות. ברם, לטעמי, טיעון זה נסמך כולו על המשפט הנוהג שבו הביאה פרשנות בית המשפט העליון לידי פעירת פער בין הדינים החלים על פירוק חברה לבין אלה החלים על הבראה. לשיטתי, פער כאמור בפרטי הדינים אינו ראוי. הוא אינו קיים כיום בחוק חדלות פירעון. ראו סעיף 281 לחוק. לפיכך, לא תוכל הנהלת חברה להיבנות משיקולי תועלת אישיים כאמור. עם זה, ייתכן שהנהלת החברה עדיין תחפוץ בהבראה חברה דווקא, בתקווה שכנגד שיתוף פעולה שלה עם בעל התפקיד יגלה הלה גמישות וישקול בחיוב שלא למצות עמם את הדין בגין מחדלי עבר. ברם, שיקול כאמור עשוי לפעול גם בכניסה להליך

5. ריכוזיות הבעלות במניות החברה או ביזורה

9.36 משתנה חשוב בהתלבטות בעניין דגם השליטה הראוי לחברה הנתונה בהליך הבראה הוא אופן החזקת מניותיה לפני היקלעותה לקשיים כספיים. לעניות דעתי, קיים הבדל מהותי בין חברות שמניותיהן מוחזקות באופן מרוכז בידי בעל שליטה פעיל לבין חברות שמניותיהן מבוזרות בקרב ציבור משקיעים רחב בלא שליטה מרוכזת של מחזיק מניות מהותי. בעלות מרוכזת מאפיינת יותר מכול חברות פרטיות. אשר לחברות ציבוריות, נהוג לאפיין ארצות מסוימות כארצות שבהן מניותיהן של מרבית חברות אלה מוחזקות באופן מרוכז בידי בעל שליטה, וארצות אחרות – כשווקים של חברות בבעלות מבוזרת. בעזרת אפיון כאמור מסווגות באופן מסורתי ארצות-הברית ואנגליה כשוקי מניות המתאפיינים בבעלות מבוזרת.⁸⁵ לעומת זאת, שוקי המניות של מרבית ארצות מערב אירופה מסווגים כשווקים של בעלות ריכוזית.⁸⁶

9.37 טענתי העיונית היא כי, בהכללה, דגם השליטה של בעל תפקיד חיצוני בהליך של הבראת חברה מתאים יותר לחברות בבעלות ריכוזית, ואילו שליטת ההנהלה בהליך הבראה עשויה להתברר כיעילה דווקא בחברות שבהן הבעלות מבוזרת. טלו, למשל, חברה בבעלות מבוזרת. לפני חדלות הפירעון, השליטה המעשית בחברה כאמור נתונה להנהלת החברה. אכן, זהו המאפיין העיקרי של חברות כאמור, שאותו הבליטו המלומדים האמריקנים Berle & Means. לפני חדלות הפירעון, השליטה בחברה מרוכזת בידי ההנהלה, ואילו הבעלות (או למען הדיוק המשפטי: העניין הכלכלי השיורי) בה מבוזרת בקרב ציבור של בעלי מניות חלשים ונטולי השפעה מהותית על ההנהלה. הבדל זה שבין שליטת ההנהלה לבין העניין הכלכלי של בעלי המניות נטולי ההשפעה המעשית הוא לבה של "בעיית הנציג" בדיני

פירוק. זאת ועוד, בסופו של דבר, ההחלטה אם ייקוב הדין את ההר אם לאו מסורה לשיקול דעתו של בעל התפקיד, שעליו אין להנהלה שליטה. לפיכך, לעניות דעתי, אין בשיקול תועלתני כאמור כדי להטות את החלטת ההנהלה במידה ניכרת ואין להתחשב בו יתר על המידה.

85 עם הספרות הקלאסית על ביזוריות שוק ההון האמריקני נמנים: ADOLPH A. BERLE & GARDINER C. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* (1939); MARK J. ROE, *STRONG MANAGERS WEAK OWNERS: THE POLITICAL ROOTS OF AMERICAN CORPORATE FINANCE* (1994) על ביזוריות שוק המניות האנגלי ראו Brian R. Cheffins, *Law, Economics and the UK's System of Corporate Governance: Lessons from History*, 1 J. CORP. L. STUD. 71 (2001); Lucian A. Bebchuk & Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 STAN. L. REV. 127, 133 (1999); Brian R. Cheffins, *Current Trends in Corporate Governance: Going From London to Milan via Toronto*, 10 DUKE J. COMP. & INT'L L. 5, 12–13 (1999); Bernard C. Black & John C. Coffee, Jr, *Hail Britannia? Institutional Investor Behavior under Limited Regulation*, 92 MICH. L. REV. 1997, 2001 (1994).

86 ראו, למשל, John C. Coffee, Jr, *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, 111 YALE L.J. 1, 3 (2001); Angel R. Oquendo, *Breaking On Through to the Other Side: Understanding Continental European Corporate Governance*, 22 U. PENN. J. INT'L ECON. L. 975, 982 (2001); Marco Becht & Alisa Roell, *Blockholding in Europe: An International Comparison*, 43 EUR. ECON. REV. 1049 (1999); Julian Franks & Collin Mayer, *Corporate Ownership and Control in Germany, the UK and France*, 9 BANK AM. J. APPLIED CORP. FIN. 40 (1997); Rafael LaPorta, Florencio Lopez-De-Silanes & Andrew Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. FIN. 471 (1991).

החברות האמריקניים. בעיה זו משקפת חשש כי ההנהלה תפעל באופן עצמאי, מתוך קידום ההעדפות שלה, תוך זניחת עניינם הכלכלי של בעלי המניות. כדי להפיג חשש זה נקבעו חובות האמונים של נושאי המשרה. חובות אלה, בדומה להגבלות שוק מסוימות המוטלות על כוחם של נושאי המשרה, אמורות לעודד את נושאי המשרה לפעול למען עניינם של בעלי המניות.⁸⁷ ברם, העולה מכאן הוא שפועלה של ההנהלה למען בעלי המניות אינו נובע מהטיה מובנית לטובתם של האחרונים. נהפוך הוא, ההנחה היא כאמור כי בלא מגבלות שיפוטיות או שוקיות לא הייתה ההנהלה נוטה חסד מיוחד לבעלי המניות. כאשר ההנהלה פועלת לקידום עניינם של בעלי מניות ביזוריים, היא עושה כן אפוא מתוך עניין שיש לה בדבר. עניין זה יכול שיהא טובת הנאה כלכלית אקראית שתצמח לה מהחלטתה או רצונה של ההנהלה להימנע מאחריות אישית להפרת חובות האמונים שלה. על כן, טענתי היא כי להנהלה, המגלה מידה רבה של עצמאות כלפי בעלי המניות ואשר זרה להם ברמה האישית, לא תהיינה כל עכבות להחליף נאמנות משפטית ולשרת את עניינם של הנושים בהליך של חדלות הפירעון.⁸⁸ די לדין כי יורה להנהלה שחובות האמונים שלה בעת הליך חדלות פירעון מכוונות, בראש ובראשונה, לקידום עניינם של נושיה למען תצלח החלפת הנאמנויות.⁸⁹ זאת ועוד, לכשיאמיר מחירה של הפרמיה ברכישת הפוליסה לביטוח האחריות של המנהלים, יגלו המנהלים את הרגישות הנדרשת לעניינם של הנושים.⁹⁰ אכן, לכשתשכיל ההנהלה להפנים כי הנושים הם בעלי הכוח והעניין הכלכלי בחברה חדלת הפירעון וכי הם צפויים להיות בעלי הזכויות בה בתום הליך ההבראה, מן הסתם תמקד ההנהלה את תשומת לבה בנושים ולא בבעלי המניות אם חפצת משרה היא.⁹¹ לשון אחר, ההפרדה האישית בין הנהלת חברה בבעלות מבוזרת לבין בעלי מניותיה אמנם מהווה בעיה שעה שהחברה היא בעלת כושר פירעון. ברם, באופן מעט מפתיע, אותה "בעיה" מהווה דווקא פתרון לעניינם של הנושים שעה שהחברה היא חדלת פירעון! זאת ועוד, העברת הנאמנות של ההנהלה אל נושי החברה תצליח במיוחד כאשר ההנהלה המכהנת בשעת פתיחת הליך ההבראה היא הנהלה חדשה, המשוחררת מכבלי ההנהלה הכושלת ומליקוייה.⁹²

- 87 אירית חביב-סגל דיני חברות 496–491 (התשס"ז-2007); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* 90–93 (1991).
- 88 John C. Coffee, Jr., *Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game*, 78 GEORGETOWN L.J. 1495, 1539–1542 (1990).
- 89 David Hahn, *Concentrated Ownership and Control of Corporate Reorganisations*, 4 J. CORP. L. STUD. 117, 131 (2004). החלפת הנאמנויות מוכחת גם במחקר מעשי המלמד כי בחברות ציבוריות רבות בארצות-הברית, הנתונות בהליך הבראה לפי Chapter 11, נוטה ההנהלה לייצג את עניינם של הנושים יותר מאשר את עניינם של בעלי המניות. ראו LoPucki & Whitford, לעיל ה"ש 66, בעמ' 742–747.
- 90 Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Chapter 11 at Twilight*, 56 STAN. L. REV. 673, 697 (2003).
- 91 Martin J. Bienenstock, *Conflicts Between Management and the Debtor-in-Possession's Fiduciary Duties*, 62 U. CINN. L. REV. 543, 545 (1992); David A. Skeel, Jr., *The Nature and Effect of Corporate Voting in Chapter 11 Reorganisation Cases* 78 VA. L. REV. 461, 509 (1992) (טוען כי חרף דרישת הדין לחילופי נאמנויות, יוסיפו הדיקטורים לגלות נאמנות לעניינם של בעלי המניות).
- 92 Triantis, לעיל ה"ש 75, בעמ' 917.

9.38 שלא כחברה בבעלות מבוזרת, מתאים יותר לחברה בבעלות מרוכזת דגם השליטה של בעל תפקיד חיצוני. בחברה בבעלות מרוכזת, הנהלת החברה מורכבת בעיקרה מאנשי אמונו של בעל מניות השליטה. מנהלים אלה קשורים לא אחת לבעל השליטה לא רק בפעילותו העסקית בחברה המסוימת, כי אם הולכים עמו כברת דרך עסקית ארוכה. בעל השליטה מנצח לא אחת על קבוצה עסקית אשר המנהלים הבכירים בה מחזיקים במשרות אחדות בקבוצה. התפתחותם המקצועית כמנהלים נכרכת לא פעם בעסקיו של בעל השליטה. זיקתם לבעל השליטה אינה נמדדת אפוא אך בקשריהם העסקיים בחברה הנדונה, אלא במעגל עסקי רחב יותר. גילוי נאמנות לבעל השליטה יסייע למנהלים לקדם את עצמם בעסקיו הנוספים ובחברות נוספות.⁹³ בהתחשב במערכת יחסים קרובה כאמור בין ההנהלה לבין בעל השליטה, אין זה מעשי לסמוך על ההנהלה כי תשכיל להתעלם מן הקשרים המסופעים שביניהם ותמקד את נאמנותה בנושי החברה. אפילו בנסיבות שבהן תיקלע החברה לקשיים כספיים, יהיו מעייני ההנהלה נתונים יותר מכול לבעל השליטה.⁹⁴ לפיכך, דומני כי בחברה בבעלות מרוכזת החלפת ההנהלה בבעל תפקיד חיצוני תגשים טוב יותר את שאיפת הדין למנות מקבל החלטות, שיפעל להשאת הערך הכללי של החברה ויתמקד בהגנה על ערך תביעותיהם של הנושים.⁹⁵

9.39 דומני כי החלוקה הבסיסית שהצעתי, בין חברות בבעלות מבוזרת לבין חברות בבעלות מרוכזת, ניכרת בהתפלגותן של שיטות המשפט בעולם לשיטות המאמצות את דגם השליטה בידי ההנהלה ולשיטות המאמצות את שליטת בעל התפקיד. כך, למשל, ארצות-הברית בולטת באימוץ דגם השליטה בידי ההנהלה לפי Chapter 11. אמנם גם בארצות-הברית קיימות חברות פרטיות בבעלות מרוכזת, על

93 מטעם זה, תהה Triantis שמא עדיף למנהלים לגלות נאמנות לבעל השליטה אף בשעה שהכוח בחברה נוטה אל עבר נושי החברה מחמת קשייה הכספיים. אף כי המנהלים מודעים לכך שחוסר נאמנות לנושים עלול לעלות להם במשרתם בחברה, הם מעדיפים לרצות את בעל השליטה, שכן הלה יספק להם תעסוקה בעתיד בעסקיו הנוספים. Triantis, שם.

94 H. Nejat Seyhun & Douglas G. Baird, *Elements of Bankruptcy* 182 (3rd ed., 2001). אולם ראו Michael Bradley, *Corporate Bankruptcy and Insider Trading*, 70 J. Bus. 189 (1997) (המחברים מזהים מכירה רחבה של מניות בחברות בקשיים המוחזקות על ידי המנהלים ערב הכניסה להליך של חדלות פירעון, ותוהים שמא הדבר מעיב על ההנחה כי המנהלים יפעלו להשאת ערך ההשקעה של בעלי המניות אף בהליך חדלות הפירעון).

95 גישה שונה בעניין השפעת אופי החברה על דגם השליטה הרצוי בעבורה בעת הבראה הוצגה על ידי Baird ו-Rasmussen. לשיטתם, בחברה פרטית קטנה, שבה כישורי הניהול הייחודיים של בעל המניות העיקרי הם רכיב עיקרי בערכה הכלכלי, חשוב לשמור את בעל המניות כמנהל החברה אף בעת הבראתה. לעומת זאת, חברה ציבורית גדולה ניתן לנהל על ידי צוות מנהלים מקצועיים. מנהלים כאמור ניתן לאתר בשוק ועל כן ההנהלה הנוכחית היא בתחליף. מכאן, לטענתם, שדווקא בחברות כאלה ראוי למנות בעל תפקיד חיצוני. ראו Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, 87 VA. L. REV. 921 (2001). ברם, דומני כי טיעונם זה של Baird & Rasmussen נשען במידה שאינה מבוטלת על אמונתם הכללית כי אין טעם להבריא חברה ציבורית בדרך של ניהולה הנמשך, כי אם להעמיד את כל נכסיה למכירה מוקדם ככל האפשר. ראו על כך להלן בפרק עשרים ושניים. ואכן, אם זו המשימה העומדת לפני מקבל החלטות בחברה, פוחת יתרונה של ההנהלה המקצועית בהשוואה לבעל תפקיד חדש. ראוי לציין כי השקפתם של Baird ו-Rasmussen על אודות רציות שליטת ההנהלה בהבראת חברה פרטית קטנה, דווקא זכתה ליישום בחוק האנגלי. מאז שנת 2000 "חברה קטנה" יכולה להיחלץ מקשייה הכספיים באמצעות הליך המכונה "voluntary arrangement". בהליך זה שולטת הנהלת החברה. על תיקון חקיקה זה ראו לעיל פסקה 9.24.

פי רוב, אולם דומה כי המאפיין המובהק של שוק ההון האמריקני, המעצב את החשיבה המשפטית שם בנושא חברות, הוא ביזור הבעלות בחברות הגדולות.⁹⁶ על רקע מציאות כאמור בשוק ההון האמריקני והתודעה המפותחת בקשר למאפיין זה, לא ייפלא כי בדיני חדלות פירעון שם אומץ דגם השליטה בידי ההנהלה.⁹⁷ לעומת זאת, ברוב ארצות האיחוד האירופי, המתאפיינות בשוקי הון שבהם בולטת נוכחותן של חברות בבעלות ריכוזית, דגם השליטה הנוהג בהבראת חברות הוא הדגם של בעל התפקיד החיצוני.⁹⁸ בחלוקה דו-קוטבית זו בין שני הדגמים, בולטת אנגליה בחריגותה. כמקבילו האמריקני, שוק ההון האנגלי מתאפיין בבעלות מבוזרת. ברם, דגם השליטה בחברה הנתונה בהליך הבראה באנגליה הוא דגם בעל התפקיד החיצוני, כמקובל בשאר ארצות אירופה. את התופעה החריגה של אנגליה ניתן להסביר באופנים שונים. ראשית, ראוי לציין כי אף שאנגליה מתאפיינת בשוק מניות ביזורי, הנה בהשוואה לארצות-הברית, הביזוריות שם מתונה יותר, שכן נתחים נכבדים ממניות החברות הציבוריות שם מוחזקים בידי משקיעים מוסדיים אחדים, המתואמים ביניהם.⁹⁹ ברם, לנוכח הסבילות היחסית של משקיעים מוסדיים בהשוואה לבעלי שליטה ריכוזיים, הסבר זה אינו משכנע דיו.¹⁰⁰ Deakin ו-Armour ניסו להסביר את פשר החריגות האנגלית בכך שמרבית החברות המבראות שם, עושות כן באמצעות גיבושן של תכניות הבראה מחוץ לכותלי בית המשפט (יוזמות כאמור מתואמות בין החברות שם לבין הבנקים וזכו לכינוי The London Approach).¹⁰¹ תכניות הבראה כאמור מתגבשות כאשר הנהלת החברה מוסיפה לשלוט בחברה. טענתם היא אפוא כי, הלכה למעשה, נוהג

- 96 Skeel, Cheffins, Armour ו-Skeel טענו כי בין מבנה ההון של החברה והשליטה בה לבין דיני חדלות פירעונה יש הזנה הדדית והשלמה. ראו Armour, Cheffins & Skeel, לעיל ה"ש 2, בעמ' 1723.
- 97 David Skeel דן בקשר בין מבנה הבעלות בחברה הטיפוסית האמריקנית לבין שליטת הנהלת החברה בהליך ההבראה, מנקודת מוצא מנוגדת. לטענתו, קביעת הדין כי ההנהלה תוסיף לשלוט בחברה בהליך הבראה היא הסיבה ואילו מבנה הבעלות הביזורית בחברות היא המסובב. הסברו הוא כי לו הייתה הנהלת חברה יודעת שהיא תחלף בהליך של חדלות פירעון, היה הדבר מרתיע אותה מלאמץ דרכי הגנה מפני השתלטויות עוינות (כלומר, הצעות רכש) באמצעות העמסתם של חובות גבוהים על החברה. מינוף חברה כאמור עלול לסכן את החברה מבחינה כלכלית ולהביא אפוא לידי החלפת אותם מנהלים. לפיכך, החלופה המעשית עבור מנהלים להתגוננות מראש מפני הצעות רכש במשטר המחליף מנהלים בעת חדלות פירעון של החברה, היא לתור אחר חברות שרוב מניותיהן מוחזקות בידי בעל מניות אחד אשר יבטיח למנהלים כי מניותיו לא יימכרו לאחר. אם כן, מסקנתו היא כי בעלות מרוכזת היא תוצאה של משטר המחליף את הנהלה בהליך של חדלות פירעון, ואילו בעלות ביזורית נוצרת בעקבות אימוץ דגם השליטה שלפיו הנהלת החברה מוסיפה לנהל אותה בעת הבראה. ראו David A. Skeel, Jr., *An Evolutionary Theory of Corporate Law and Corporate Bankruptcy*, 51 VAND. L. REV. 1325 (1998).
- 98 לפני שנים אחדות העירו Morrison ו-Baird כי אף בארצות-הברית מחטיאים משפטנים את העיקר בדונם בהליך ההבראה לפי Chapter 11. לדבריהם, אף כי עיקר תשומת הלב מופנית להבראה של חברות גדולות (שמניותיהן מבוזרות), השימוש השגרתי ב-Chapter 11 הוא של עסקים קטנים. לפיכך, הם קראו לבחינה מחודשת של Chapter 11, על מעלותיו וחסרונותיו, בנוגע לעסקים כאמור שבהם המשאב העיקרי הוא ההון האנושי של היזם ולא נכסים כלכליים חיצוניים. ראו Douglas G. Baird & Edward R. Morrison, *Serial Entrepreneurs and Small Business Bankruptcies*, 105 COLUM. L. REV. 2310 (2005).
- 99 John C. Coffee, Jr., *The SEC and the Institutional Investor: A Half-Time Report*, 15 CARDOZO L. REV. 837, 853 (1994).
- 100 Armour, Cheffins & Skeel, לעיל ה"ש 2, בעמ' 1751–1750.
- 101 John Armour & Simon Deakin, Norms in Private Insolvency: The "London Approach" to the Resolution of Financial Distress, 1 J. CORP. L. STUD. 21 (2001).

דגם השליטה באמצעות הנהלת החברה במרבית יוזמות ההבראה באנגליה.¹⁰² הסבר אפשרי נוסף שאציע הוא שהתקופה שבה גובש חוק חדלות הפירעון האנגלי חופפת את השנים שבהן עבר שוק ההון האנגלי ממבנה ריכוזי למבנה ביזורי. ועדת Cork גיבשה את המלצותיה לחוק חדלות פירעון חדש בסוף שנות השבעים ובראשית שנות השמונים של המאה העשרים. אף המעבר של שוק ההון האנגלי לשוק ביזורי, אשר החל בשנות החמישים של המאה העשרים הושלם רק בתקופה האמורה.¹⁰³ על כן, ייתכן שהמשפטים האנגלים טרם הפנימו את השינויים המבניים שהתחוללו ממש באותה עת בשוק ההון המקומי ולכן לא הגיבו עליו באותה עת.¹⁰⁴ הסבר אחרון זה ראוי לתשומת לב מיוחדת אצל מעצבי הדין בישראל, בשל השינויים המפליגים שעוברים על שוק ההון הישראלי בשנים האחרונות.

6. ריכוזיות החובות הכספיים או ביזורם

9.40 לפני שאסיים את הדיון העיוני בדפוס השליטה הרצוי לחברה בהבראה, ראוי לציין כי מלומדים אחדים הצביעו על גורם נוסף אשר משפיע, לטענתם, על הדיון האמור. גורם זה הוא מאפיין חובות החברה עובר לחדלות פירעונה. Armour, Cheffins & Skeel טוענים כי יש להבחין בין חברות שחובותיהן הכספיים מרוכזים לבין חברות שחובותיהן הכספיים מבוזרים.¹⁰⁵ חברות שמקור האשראי העיקרי שלהן הוא האשראי הבנקאי, אשר ניתן, על פי רוב, על ידי מספר מצומצם של בנקים, הן חברות שחובותיהן מרוכזים. חברות אלה נתונות בדרך כלל גם בשליטה ריכוזית של בעל מניות עיקרי. לעומתן, חברות המגייסות מימון גם בדרך של הנפקת אגרות חוב לציבור הן חברות שחובותיהן מבוזרים ומניותיהן גם מוחזקות, על פי רוב, בידי הציבור. טענתם העיקרית היא כי ניגודי העניינים שבין בעלי המניות בחברה לבין נושיה (financial agency costs, בלע"ז) חריפים במיוחד בחברות בעלות מבנה השליטה הריכוזי. ההתמודדות עם ניגודי עניינים אלה תהיה יעילה יותר בחברות החבות חובות כספיים מרוכזים.¹⁰⁶ הטעם לכך הוא שעלויות התיאום בין הנושים פוחתות כאשר החובות מרוכזים בידי נושים מועטים וכי לנושים אלה, כאשר הם בנקים, יכולות משופרות לבקר את החברות

102 Armour, Cheffins & Skeel, לעיל ה"ש 2, בעמ' 1754–1762.

103 על שינוי מבנה שוק ההון האנגלי ראו Brian R. Cheffins, *Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*, 30 J. LEG. STUD. 459, 466–467 (2001).

104 Armour, Cheffins & Skeel, לעיל ה"ש 2, בעמ' 1773–1774. ואמנם המגמה הערכנית באנגליה היא לרענן את דיני חדלות הפירעון שם ולהטותם לכיוון מאוזן יותר, בהשוואה להטיה המובהקת להגנת עניינם של הנושים שבוטאה בעבודתה של ועדת Cork. זה עיקרם של שינויי החקיקה בתחום חדלות הפירעון שהתקבלו באמצעות ה-Enterprise Act, 2002. להבהרת המדיניות שביסוד תיקוני חקיקה אלה ראו INSOLVENCY – A SECOND CHANCE (Presented to Parliament by the Secretary of State for Trade and Industry by Command of Her Majesty, July 2001), available at: <http://www.archive.official-documents.co.uk/document/cm52/5234/5234.htm>.

105 Armour, Cheffins & Skeel, לעיל ה"ש 2.

106 התמקדותם היא בניגודי העניינים מלכתחילה בין שתי אוכלוסיות אלה, כלומר ניגודי העניינים המתגלעים בעת ניהול החברה עובר לחדלות פירעונה. ניגודי עניינים אלה מתבטאים בעיקר באימוץ מדיניות עסקית מסוכנת מדי (זו תופעת ה-overinvestment) ובהוצאת כספים מוגזמת מן החברה לבעלי מניותיה. ראו על כך לעיל פסקה 9.30. בין בעלי המניות לבין הנושים מתגלעים ניגודי עניינים חריפים אף יותר משעה שהחברה נקלעה לחדלות פירעון. ראו על כך לעיל פסקאות 1.4, 1.23.

הלוות ולפקח עליהן.¹⁰⁷ בהתאמה, הם מוסיפים, החלפת ההנהלה בבעל תפקיד חיצוני תחדד עוד יותר את הפיקוח האמור של הנושים על הסיכונים הרובצים לפתחם מטעם בעלי המניות. בשונה מדגם השליטה בהליכי הבראה באמצעות ההנהלה, האיום בהחלפת ההנהלה בבעל תפקיד חיצוני (באמצעות הכנסת החברה להליך חדלות פירעון) ירתיע את זו מלהקדיח את התביעה שהיא רוקחת במטבח החברה ויאלצה לשקול כל העת אף את טובת הנושים.¹⁰⁸ מכאן, הם טוענים, שלחברות המתאפיינות בחובות כספיים מרוכזים מתאים דגם השליטה של בעל תפקיד חיצוני בהבראת חברות והוא עשוי להקטין מעיקרא את ניגודי העניינים שבין בעל השליטה הריכוזי לבין הנושים. לעומת זאת, לטענתם, בחברות המתאפיינות בחובות מבוזרים קטן ניגוד העניינים שבין בעלי המניות לבין נושי החברה. שתי הקבוצות אדישות באופן יחסי לשיעור נטילת הסיכונים של החברה. הצורך בצעד החריף של החלפת ההנהלה בבעל תפקיד חיצוני לשם מיתון ניגוד העניינים שבין שתי קבוצות אלה – קטן. עוד הם סוברים כי נושים בזורים יתקשו לתאם ביניהם יוזמה להחלפתה של הנהלת החברה בבעל תפקיד חיצוני. לפיכך, לטענתם, בחברות בעלות מבנה חובות ביזורי מתאים דגם השליטה של הנהלת החברה.¹⁰⁹

9.41 עם כל הכבוד לטענה שצוינה לעיל, דומני כי מאפיין החובות של חברה אינו צריך שיהא גורם בעל השפעה עצמאית על דגם השליטה הנבחר להבראת חברות. כאמור, עיקר טענתם של Armour, Cheffins & Skeel הוא כי בעל תפקיד חיצוני מתאים לחברה המתאפיינת בחובות מרוכזים וכי במבנה חובות כאמור קל יותר להתמודד עם ניגודי העניינים בין בעלי המניות לבין הנושים. לשיטתם, עיקר הבעיה, שמינוי בעל תפקיד אמור לצמצם, הוא ניגודי העניינים האמורים. ברם, כאמור, בחלק מוקדם יותר במאמרם גם הם גורסים, כמוני, כי ניגודי העניינים האמורים חריפים במיוחד וטעונום טיפול בחברות שבהן מרוכזת הבעלות במניות בידי בעל שליטה בולט.¹¹⁰ לעומתן, בחברות שבהן הבעלות במניות מבוזרת, החשש לניגודי עניינים כאמור קטן, ולכן קטן בהתאמה הצורך לטפל בו. אם כן, נמצאנו למדים כי עיקר הצורך בבעל תפקיד חיצוני נובע מן הבעלות המרוכזת במניות החברה. מאפיין חובות החברה הוא נלווה לגורם האמור ונסמך עליו. לפיכך, לעניות דעתי, אין להצביע על חובות החברה כעל מאפיין עצמאי האמור להשפיע על בחירת דגם השליטה הראוי לחברה בעת הבראתה, כי אם גורם משני לכל היותר.¹¹¹

107 Armour, Cheffins & Skeel, לעיל ה"ש 2, בעמ' 1770.

108 לטענה דומה, ראו גם Franken, לעיל ה"ש 70, בעמ' 659.

109 Armour, Cheffins & Skeel, לעיל ה"ש 2, בעמ' 1770–1772.

110 שם, בעמ' 1732–1733.

111 יצוין כי סברתם של Armour, Cheffins & Skeel שלפיה נושים בזורים יתקשו לזוּם מהלך להחלפתה של הנהלת החברה והובלת הליך למינוי בעל תפקיד, הוזמה במידה מסוימת במציאות בישראל. תקדים אי. די. בי פיתוח מלמד דווקא על כוחם המאיים של נושים בזורים, מחזיקי אג"חים, מול הנהלת החברה ובעלי השליטה בה. לדיון בעניין אי. די. בי פיתוח ראו לעיל פסקאות 7.53–7.57. עם זה, המציאות בישראל אכן מלמדת כי נושים בזורים כמחזיקי האג"חים מעדיפים פעמים רבות משא ומתן עם החברות לגיבוש תכנית הבראה ללא מינוי בעל תפקיד. ראו לעיל פסקאות 8.15–8.18. מציאות זו מתיישבת עם טענתם של Armour, Cheffins & Skeel.

ה. השליטה הרצויה בהליך הבראה בישראל

1. נקודות המוצא

9.42 לשם שקילת דגם השליטה הרצוי לחברות הנתונות בהליך הבראה בישראל ראוי להבליט תחילה את גורמי ההשפעה העיקריים בסוגיה זו. לעניות דעתי, שני גורמי השפעה עיקריים הם: מאפיין הבעלות במניות החברה ונטיית ההנהלה ליטול סיכונים עסקיים בעת ניהול החברה סמוך לפני היקלעותה למצב של חדלות פירעון. שני גורמים אלה קשורים זה בזה. בחברות שבהן המניות נתונות בבעלות מרוכזת, גוברת נטיית ההנהלה ליטול סיכונים עסקיים בשם החברה, כדי לרצות את שאיפות הרווח של בעלי המניות שההנהלה קשורה אליהם בעבותות. בחברות כאמור החשש מפני הסתכנות יתר של החברה גדול, בדרך כלל, מן החשש מפני הסתכנות חסר שלה.¹¹² כפי שנדון לעיל, בעלות מרוכזת במניות החברה מהדקת את הקשרים האישיים שבין הנהלת החברה לבין בעלי מניותיה. לאור קשרים הדוקים אלה, ניגודי העניינים שבין בעלי המניות והנהלת החברה מזה, לבין נושיה מזה, מתחדדים הן בהתנהלות העסקית הקודמת לחדלות הפירעון (כלומר, ניכרת נטייה להסתכנונות יתר) והן בהתנהלות העסקית בעת חדלות הפירעון (כלומר, ניכרים ניסיונות נואשים לחילוץ החברה, נטולי סבירות כלכלית).¹¹³ לפיכך, עבור חברות כאמור, בעל תפקיד חיצוני הוא גורם בעל השפעה חיובית ממתנת. בשלב הקודם לחדלות הפירעון של החברה, צלו המאיים של בעל התפקיד מרחף כאמור מעל ראשיהם של מנהלי החברה ומרסנם מפני החלטות מסוכנות במיוחד. משנקלעה החברה להליך של חדלות פירעון, יוכל בעל תפקיד להתמודד כראוי עם נושי החברה ולנהל את החברה לפי אמות מידה כלכליות, בלא הטיות מוקדמות לטובת בעלי המניות. לעומת זאת, בחברות שמניותיהן מבוזרות, ניגודי העניינים שבין הנהלת החברה לבין נושי החברה לפני חדלות הפירעון של החברה, כמו גם בעת חדלות הפירעון, מצומצמים יותר. עצמאות ההנהלה כלפי בעלי המניות פועלת לטובת נושי החברה. על כן, בעבור חברות אלה, ניכר היתרון שבשליטת ההנהלה בהליך הבראה בהשוואה למינוי בעל תפקיד חיצוני. שיקול נוסף שייבחן הוא מתווה הבראה המוצע. בעניין זה דומני כי יש הבדל בין מתווה צפוי למימוש עסקי החברה לבין מתווה צפוי לשינוי מבנה הונה בתכנית הבראה (או "הסדר", כפי שהיא מכונה לא פעם).

(א) מבנה הבעלות במניות החברה

9.43 בפרקים חמישי ושישי ציינתי כי מבנה הבעלות במניות שהיה אופייני לחברות בישראל בעשורים קודמים משתנה בשנים האחרונות. שוק ההון הישראלי עובר לאטו ממבנה של בעלות מרוכזת במניות (כמו גם חובות בנקאיים מרוכזים) למבנה של שוק בזור יותר, שבו גורמים רבים נוספים

¹¹² עם זה, ראוי לזכור שאת הסתכנות היתר בולמת היטב התעקשות המלווים לקבל ערבות אישית של בעל המניות העיקרי או של מנהלי החברה הבכירים להתחייבויות החברה כלפיהם. ראו David Hahn, *Velvet Bankruptcy*, 7 THEORETICAL INQUIRIES IN LAW 523 (2006).

¹¹³ בחברות ציבוריות אמנם מכהנים בדירקטוריון לכל הפחות שני דירקטורים חיצוניים. ראו סעיף 239 לחוק החברות. ברם, המציאות מלמדת כי כוחם של אלה לבדם אין די בו לריסון השפעת בעלי השליטה על נושאי המשרה בחברה.

מעורבים במימון החברה לצד בעלי השליטה. חלקים גדלים והולכים ממניותיהן של החברות הציבוריות מוחזקים בידי משקיעים מוסדיים ומשקיעים מן הציבור. חברות גם פונות לגיוס אשראי ממקורות חוץ-בנקאיים, לרבות באמצעות הנפקתן של אגרות חוב. על כן, אפיון שוק החברות המקומי כשוק של בעלות ריכוזית יחטא, לדעתי, במידת-מה למציאות, ונראה כי לא יתאים לעתיד לבוא. עם זה, ישראל עדיין רחוקה מרחק רב מאפיונה כשוק ביזורי מובהק כמו השוק האמריקני. יהיה נכון יותר, אפוא, לבחון את החברות הציבוריות בישראל בזירות לפני קביעת מאפייני הבעלות במניות של כל אחת ואחת מהן. יש מהן שיתאפיינו בביזוריות יחסית, ויש עדיין רבות עוד יותר שיימצא בהן בעל שליטה ריכוזי. לצד החברות הציבוריות ניצבות גם החברות הפרטיות. החברות בישראל הן, רובן ככולן, חברות פרטיות המתאפיינות בבעלות ריכוזית מובהקת במניותיהן.

(ב) הסתברות הכניסה להליך חדלות פירעון

9.44 לצד גורמי ההשפעה האמורים, ראוי לשקול גם את השפעתה של בחירת השולט בהליך ההבראה על הסתברות הכניסה להליך של חדלות פירעון בעתו. שאיפת הדין היא למנוע עיכובים בזבזניים בנקיטת ההליך כאמור משעה שהחברה נעשתה חדלת פירעון, שכן הותרת המשטר המשפטי היחידני תוסיף לפגוע בה מבחינה כלכלית. לפיכך, יש לזכור כי לעומת שני היתרונות הגדולים של מינוי בעל תפקיד לחברה בבעלות ריכוזית, קיים החיסרון של מינוי כאמור המעודד את הנהלת החברה לדחות ככל האפשר את כניסת החברה להליך חדלות הפירעון. ואמנם, מלומדים שונים הדגישו כי בבחירה בין שני דגמי השליטה בהליך הבראת חברות, קיים מתח מובנה בין השאיפה לרסן את ההנהלה מפני ניהול מסוכן של החברה מזה, לבין השאיפה לעודד את ההנהלה לפתוח בהליך חדלות פירעון במועד – מזה.¹¹⁴

(ג) המתווה המוצע להבראת החברה

9.45 שיקול נוסף שראוי לבחון לשם קביעת מאפייני השליטה הראוי להליכי הבראת חברות בישראל הוא המתווה העסקי שההליך האמור חותר לקדמו. לעניות דעתי, לא הרי הליך הבראה, המתבסס בעיקרו על מכירת העסק הפעיל של החברה למשקיע חיצוני חדש המזרים הון לחברה אשר ממנו ייפרעו גם נושיה, כהרי הליך הבראה המכוון לשינוי המבנה הפיננסי של הון החברה והתחייבויותיה בהסכמה רובנית עם נושיה.¹¹⁵ המתווה הראשון הוא מתווה של מימוש רכוש, גם אם במתכונת מקיפה

114 Francken, לעיל ה"ש 70; Schwartz, לעיל ה"ש 70; Michelle White, *The Costs of Corporate Bankruptcy: A U.S.-European Comparison*, in CORPORATE BANKRUPTCY: ECONOMIC AND LEGAL PERSPECTIVES 467, 483–487 (Jagdeep S. Bhandari & Lawrence A. Weiss eds., 1996).

115 מתווה הבראה הראשון יכונה "הבראה חיצונית" והמתווה השני יכונה "הבראה פנימית". ראו להלן פרק עשרים-ושניים.

של כלל עסקי החברה, לכל דבר ועניין.¹¹⁶ במתווה כאמור דומה כי קיים ערך מוסף בריכוז הליך המכירה בידיו של בעל תפקיד ממונה, אשר יפעל כמתווך המכירה (ברוקר, בלע"ז). לעומת זאת, כאשר הליך ההבראה מתנהל לשם קידום תכנית הבראה שאינה כוללת הזרמה חיצונית של הון חדש לחברה – כי אם פריסת מועדי התשלום של החובות הקיימים, קיצוץ חלק מן החובות הללו, המרת החובות להון עצמי בחברה, או שילוב של האמצעים האמורים – קשה יותר לזהות את ערכו המוסף של בעל תפקיד חיצוני בניווט משא ומתן כאמור בין החברה לבין נושיה. משא ומתן כאמור יכול שיתנהל ביניהם במישרין, ללא גורמי תיווך נוספים.¹¹⁷ במתווה הבראה כאמור מתחזקת רצינותו של הליך הבראה הנשלט והמנווט במישרין על ידי נושאי המשרה בחברה, המנהלים ממילא מגעים ישירים מול הנושים לעדכון המבנה הפיננסי של הון החברה והתחייבויותיה.

2. ההמלצה – שיקול דעת שיפוטי

9.46 לאור מאפיינים אלה של השוק הישראלי והדיון העיוני הקודם, אני ממליץ למחוקק הישראלי לאמץ שני כללים משלימים בנוגע לשליטה בחברה הנתונה בהליך הבראה:

(א) בחברה ציבורית אשר אין לה בעל שליטה ריכוזי¹¹⁸ – יוסיפו נושאי המשרה לשלוט בחברה גם בעת הליך ההבראה.

(ב) בכל חברה אחרת – יכריע בית המשפט, בכל מקרה לפי הנסיבות, על אחת האפשרויות הבאות:

(1) מינוי בעל תפקיד חיצוני;

(2) הותרת נושאי המשרה לשלוט בחברה ללא כל מינוי נוסף;

(3) הותרת נושאי המשרה בחברה, תוך מינוי בעל תפקיד לצידם, שיפעל עימם בשיתוף פעולה;¹¹⁹

¹¹⁶ דוגמאות למתווי הבראה כאמור קיימות למכביר. שתיים מן הדוגמאות הגדולות ביותר בהיקפן למתווים כאמור היו עניין קלאבמרקט בשנת 2005 (פשו"ר (מחוזי ת"א) 1700/05), ועניין אי. די. בי בשנת 2013 (פר"ק (מחוזי ת"א) 11478-06-13).

¹¹⁷ ספק רב בעיניי הוא אם בעל התפקיד עשוי לגשר על פער המידע שבין החברה, נושאי המשרה ובעלי השליטה מזה, לבין הנושים מזה. גם בעל התפקיד זקוק למידע מן החברה ואינו מצויד במידע זה בעצמו. נוסף לכך, נציגי הנושים הבנקאיים ונאמני האג"חים עשויים לדרוש את המידע מן החברה באופן דומה לבעל תפקיד ממונה.

¹¹⁸ שליטה ריכוזית תוגדר בחוק על פי המבחנים המקובלים להגדרת "שליטה" בסעיף 1 לחוק החברות ובסעיף 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, כלומר – היכולת לכוון את פעילות התאגיד.

¹¹⁹ לרעיון דומה כתחליף למשטר הנוהג ב-Chapter 11 בארצות-הברית, אך עם קריאה ליישומו הן על חברות בבעלות ריכוזית והן על חברות בבעלות ביזורית, ראו Edward S. Adams, *Governance in Chapter 11* (1993) 73 BOSTON U. L. REV. 295. *Reorganizations: Reducing Costs, Improving Results*, דגם שליטה דומה באופן יחסי נוהג בהליכי הבראה בהולנד ובדרום-קוריאה. ראו, בהתאמה, 3 COLLIER, INTERNATIONAL BUSINESS INSOLVENCY GUIDE ¶ 33.05[3][a] (Richard F. Broude et al. eds-in-chief, Aug. 2007); Note, *Corporate Insolvency Law & Practice in South Korea in the Aftermath of the Asian Financial Crisis*, 21 CONN. J. INT'L L. 155 (2005).

(4) הותרת נושאי המשרה בחברה, תוך צירוף דירקטורים חדשים לדירקטוריון למשך תקופת ההבראה.

9.47 הכלל המוצע הראשון אינו טעון ביאור נרחב בשלב זה. לאור יתרונה המקצועי של ההנהלה, הרצון להכפיף במועד את החברה להליך של חדלות פירעון והחשש המצומצם מפני היותה של ההנהלה עושת דברם של בעלי המניות, בולט יתרונה של ההנהלה לעומת בעל תפקיד חיצוני. דומה כי עבור חברות כאמור יהיה מינוי בעל תפקיד בבחינת בזבז משאבים מיותר.

9.48 הכלל המוצע השני מבקש להתמודד עם בעיות הנציג שמעוררת בעלות ריכוזית במניותיה של חברה. ואולם, כלל מוצע זה חותר לאזן באופן ראוי ופרטני את המתח המובנה שבין השפעותיה של הבעלות הריכוזית, מחד גיסא, לבין השאיפה לעודד את הנהלת החברה לפתוח בהליך של חדלות פירעון בעתו והרצון שלא לבזבז את הידע המקצועי של ההנהלה, מאידך גיסא. הכלל המוצע השני מבקש גם לשמור על הגמישות בהתאם לנסיבות הנפרשות לפני בית המשפט. גמישות זו תאפשר לבית המשפט לשקלל בין השאר גם שיקולים באשר למבנה החובות של החברה, למתווה הליך ההבראה המוצע, לרצונם של הצדדים בשילובם של גורמים חיצוניים חדשים או באי שילובם,¹²⁰ וליחסי הכוחות המתבררים בין ממסד החברה לבין נושיה השונים. כלל מוצע זה נזהר מאפיון מקדמי נחרץ של יחסי הכוחות כמוטים לטובת בעלי השליטה מזה, או נושים מסוימים מזה.¹²¹ יחסי כוחות אלה יתבררו, הלכה למעשה, בערכאה השיפוטית המרכזת את הליך ההבראה.

9.49 הכלל המוצע השני מותיר לבית המשפט מגוון רחב של אפשרויות בקביעת אופן השליטה וקבלת ההחלטות בחברה במשך הליך הבראתה. בשונה מן החקיקה הישראלית, כלל מוצע זה אינו קובע עדיפות מקדמית לאחת האפשרויות על פני רעותה.¹²² בכך, הוא מותיר פתח של תקווה אמיתי לפני הנהלות של חברות הבוחנות אם לפתוח בהליך הבראה רשמי לחברה ושוקלות אם לדחות מהלך כאמור עוד אל העתיד. כניסה להליך אינה מטה את ההכרעה כשלעצמה אל עבר מינוי בעל תפקיד במקומן או אפילו לצידן. זוהי שאלה שבית המשפט יבחן לפי הנסיבות. ככל שנושאי המשרה ישכילו לשכנע את בית המשפט כי לא כשל ניהולי שלהם הוא שהביא את החברה למצבה הנוכחי, כך תתחזק האפשרות כי בית המשפט יותירם בעמדת קבלת ההחלטות בחברה. אפשרות זו תתחזק עוד אם ישכילו נושאי המשרה להציג תמיכה של נושים בהמשך כהונתם.¹²³ דבר זה יקהה את החשש מפני הטייתם של נושאי המשרה לטובתם של בעלי השליטה בחברה.

120 לעיל פסקאות 8.15–8.18.

121 אפיון כאמור ניכר בדו"ח ועדת אנדרון, אשר זיהתה את בעל השליטה כצד החזק במובהק ואת הנושים כצד החלש במשא ומתן. ראו, בעמ' 60.

122 החקיקה הישראלית קבעה את מינוי בעל התפקיד כברירת המחדל שלה. ראו לעיל פסקאות 9.4–9.8.

123 עם זה, לטעמי, אין זה תנאי בלעדיו אין להמשך כהונתם.

9.50 על פי הכלל המוצע השני, תעמוד לפני בית המשפט גם האפשרות לנקוט גישת ביניים המשלבת בין נושאי המשרה לבין גורמים חיצוניים שיתמנו להליך ההבראה, בין בדרך של מינוי בעל תפקיד רשמי, בין במינוי "רך" יותר של דירקטורים חדשים בחברה.¹²⁴ ניתן לנקוט אפשרות משלבת כאמור, בין השאר, באמצעות נקיטת צעדים אלה:

- בפתחת הליך ההבראה ימונה בעל תפקיד לחברה או שימונו דירקטורים חדשים לדירקטוריון לפי המלצת הנושים או הכונס הרשמי. מינוי זה לא יפגע בכהונתם של נושאי המשרה המכהנים בחברה.
- אם התמנה בעל תפקיד, הוא יכהן מכוח תפקידו כיושב ראש של דירקטוריון פעיל של החברה ויכהן בכל ועדה מוועדותיה. לבעל התפקיד יהיה קול חוסם (וטו, בלע"ז) בכל הצבעה בדירקטוריון החברה או בוועדה מוועדות הדירקטוריון.
- אם התמנו דירקטורים חדשים לדירקטוריון, הם יכהנו עד לאישור תכנית הבראה המקבלת תוקף משפטי כדין, או עד למועד מאוחר יותר כפי שייקבע בתנאיה של תכנית ההבראה.
- הארכתה של תקופת ההבראה בבית המשפט תתאפשר רק בעקבות בקשה של החברה החתומה על ידי דירקטוריון החברה, שהיא על דעת בעל התפקיד או הדירקטורים החדשים, לפי העניין.

9.51 לגישה זו יתרונות אחדים. ראשית, היא משמשת תמריץ להנהלה שלא לדחות יתר על המידה את פתיחת הליך ההבראה.¹²⁵ אמנם, בהשוואה לאפשרות להותיר את השליטה בידי ההנהלה באופן בלעדי, תמריץ זה הוא חלש יחסית, אולם משום כך אני מציע להותיר את הבחירה בין האפשרויות השונות בעניין זה לשיקול הדעת הפרטני של בית המשפט.¹²⁶ שנית, שיתוף ההנהלה של החברה לצדו של בעל התפקיד יסייע לו להכיר במהרה את נבכי החברה ואת פעילותה. החברה תוסיף להתנהל באמצעות צוות בעלי המקצוע המיומנים לכך. זהו כוח עזר של ממש לבעל תפקיד אם זה ימונה. שלישית, צוות משולב יוכל לשאת ולתת בלא משוא פנים עם כל בעלי העניין בחברה, על גווניהם והעדפותיהם השונים. בדגם כאמור ייוצג כראוי עניינם של נושי החברה מזה (בזכות נוכחותם של בעל התפקיד או הדירקטורים החדשים), ועניינם של בעלי המניות ובעלי עניין נוספים בגורל החברה מזה (לאור זיקתם ההדוקה של נושאי המשרה אליהם). ייצוג מורכב כאמור עשוי לשפר את תהליך קבלת

124 לתקדימים ברוח זו ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 13-04-36681 בעניין אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ד אייר התשע"ג, 4.5.2013) (מינוי משקיף בדירקטוריון החברה); פר"ק (מחוזי י-ם) 26836-07-14 בעניין חברת דואר ישראל (פורסם בנבו, מיום ט' אלול התשע"ד, 4.9.2014) (מינוי משקיף בדירקטוריון החברה); עניין מגה לעיל ה"ש 45 (פרוטוקול והחלטה מיום כ"ז תמוז התשע"ה, 14.7.2015) (מינוי דירקטורים על ידי הנושים).

125 כאמצעי המרצה משלים לנושאי המשרה, הצעתי בפרק שמיני לעיל להטיל, במשורה, אחריות אישית על נושאי משרה שגרמו לדחייה בפתיחת הליך של חדלות הפירעון בשל עניין אישי ובכך הזיקו עוד לחברה הנתונה בקשיים.

126 להבלטת יתרונותיהם של פתרונות שונים על בסיס יחסי, חרף קיומן של עלויות מסוימות בפתרון המועדף, ראו Barry E. Adler, *Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy*, 45 STAN. L. REV. 311, 331 (1993).

ההחלטות בחברה ולהעשירו.¹²⁷ בעל התפקיד או הדירקטורים החדשים ישכילו לרסן כל חשש מפני התנהגות בלתי ראויה של הנהלת החברה ומפני הטיותיה המתמידות לטובת בעלי המניות. עם זה, החברה ונושיה יוסיפו ליהנות משירותי הניהול המקצועיים של ההנהלה, כמו גם מנקודת ראותה המקצועית בכל עניין עסקי שיידרש להחליט בו. כזכור, על השולט לנהל את החברה העסקית ובו בזמן לגבש עם נושי החברה ושאר בעלי העניין בה תכנית הבראה הנדרשת לזכויותיהם המשפטיות של אלה. שילוב בין הנהלת החברה הקיימת ובין מצטרפים חדשים עשוי לסייע במילוי משימות אלה בהצלחה.

9.52 את גישתי זו ניתן לבקר. ביקורת אפשרית אחת היא כי שילוב בין שני מקבלי החלטות, אשר כל אחד מהם מוטה לטובת קבוצת עניין שונה, הוא מתכון לכישלון ולא להצלחה. הטענה היא כי תהליך קבלת ההחלטות בנסיבות כאמור יהפוך לזירת התגוששות מתמדת בין קבוצות הכוח השונות.¹²⁸ קבלת ההחלטות תהפוך מסורבלת עד בלתי אפשרית. שכרה ייצא בהפסדה. ניתן אף לטעון כי הנהלת החברה, אשר נגישותה למידע המצוי בחברה טובה מזו של בעל התפקיד, תמָדָר בעקיבות את בעל התפקיד ותמנע ממנו מידע חיוני לצורך הפעלת החברה כראוי. ההנהלה עלולה לספק לו מידע חלקי התואם את העדפותיה. תרגילים אפשריים נוספים הם ניסיון עקיב להשבית את פעילות הדירקטוריון באמצעות צמצום מספר הישיבות והעברת עניינים רבים ככל האפשר לוועדות משנה מטעמו.¹²⁹ ברם, המענה על ביקורות אפשריות אלה טמון בכללי הפעולה שהוצעו לעיל לעיצוב פניו של השילוב בין בעל תפקיד לבין הנהלת החברה. כללי הפעולה בנוגע לתפקוד בעל התפקיד בדירקטוריון של החברה מכוונים להתמודד עם פחים אפשריים שיטמנו לו הנהלת החברה ובעלי המניות, בין מראש באמצעות תקנון החברה ובין בדיעבד לאחר מינויו. כהונת בעל התפקיד כיושב ראש הדירקטוריון נועדה לתת בידיו שליטה מלאה על פעולת הדירקטוריון, תכיפות ישיבותיו וקביעת סדר היום שלו. כיושב ראש פעיל יוכל בעל התפקיד לשלוט במישרין על מנכ"ל החברה ולהכתיב לו כיצד לפעול. קביעת סדר היום של

127 Mark J. Roe, *Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan and the United States*, 102 YALE L.J. 1927 (1993) (המחבר טוען כי הסמכות המשותפת לקבל החלטות, של הנהלות החברות ומוסדות כספיים גדולים המממנים אותן בגרמניה וביפן משפרת את תהליך קבלת ההחלטות בחברות, שכן גורמים רבים יותר מעורבים, וכל אחד מהם איננו מסוגל להתגבר לבדו על ההטיות המובנות שמהן הוא סובל). אכן, מלומדים אחדים הביעו תמיכה ברעיון של קבלת החלטות משותפת בחברה על ידי קבוצת בעלי המניות וקבוצת העובדים. ראו Stephen M. Bainbridge, *Participatory Management Within a Theory of the Firm*, 21 IOWA J. CORP. L. 657 (1996); Marleen A. O'Connor, *The Human Capital Era: Reconceptualizing Corporate Law to Facilitate Labor-Management Cooperation*, 78 CORNELL L. REV. 899 (1993); David Kershaw, *No End in Sight for the History of Corporate Law: The Case of Employee Participation in Corporate Governance*, 2 J. CORP. L. STUD. 34 (2002); Jonathan Michie & Christine Oughton, *Employee participation and Ownership Rights*, 2 J. CORP. L. STUD. 139 (2002).

128 Henry Hansmann, *When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination, and Economic Democracy*, 99 YALE L.J. 1749 (1990); Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Rights and Production Functions: An Application to Labor Managed Firms and Codetermination*, 52 J. BUS. 469 (1979); Oliver Williamson, *Corporate Governance*, 93 YALE L.J. 1197 (1984).

129 Mark J. Roe, *German Codetermination and German Securities Markets*, [1998] COLUM. BUS. L. REV. 167, 171–176.

ישיבות הדירקטוריון תאפשר לבעל התפקיד למנוע התערבות מיותרת מצד דירקטורים אחרים ולמנוע יוזמות עצמאיות של הללו שאינן על דעתו. הכלל המוצע, אשר לפיו יכהן בעל התפקיד בכל ועדת משנה של הדירקטוריון, נועד למנוע את טרפוד שליטתו של בעל התפקיד בדירקטוריון באמצעות אצילת סמכויות הדירקטוריון לוועדות משנה וריקון הדירקטוריון מסמכויות מעשיות. לבסוף, הכלל המוצע, אשר לפיו יינה בעל התפקיד מקול חוסם בכל הצבעה בדירקטוריון או בוועדה מועדויות, נועד להדגיש את מעמדו העליון של בעל התפקיד ואת כפיפותה של הנהלת החברה אליו. כללי הרוב המקובלים בקבלת החלטות בחברה בעתות שגרה לא יחולו בעת חירום זו. הטעם לכך הוא כי הנהלת החברה נותרת בתפקידה על מנת לשתף פעולה עם בעל התפקיד ולסייע לו במילוי משימתו, אולם לא יהיה בכוחה להחליט בעבור החברה ונושיה שלא על דעתו של בעל התפקיד. בחברה הנתונה בהליך הבראה לא תתקבל כל החלטה זולת זו המקובלת על בעל התפקיד. נוסף לכך, כרי שבין בעל התפקיד לבין דירקטורים חדשים שימונו יוכלו לפנות בבקשות לבית המשפט לקבלת הוראות כל אימת שיחוו שהנהלת החברה אינה משתפת עימם פעולה באופן ראוי.

9.53 עניין אחרון שיש לענות בו הוא כיצד ניתן למנוע אפשרות שהנהלת החברה תבקש לנצל את המשך כהונתה בחברה כדי לעכב את גיבושה של תכנית ההבראה, במטרה להשיג מבעל התפקיד ומנושי החברה ויתורים כלכליים לטובת הנהלת החברה ובעלי מניותיה. ואמנם חשש כאמור עמד במרכז ביקורתם של אחדים מן המלומדים שתקפו בשעתו את Chapter 11 בארצות-הברית.¹³⁰ לעניות דעתי, חשש כאמור לא יתקיים אם יינקטו צעדים מתאימים. ראשית, אם חשש כאמור יבוסס, מראשית הדרך, ישקול זאת בית המשפט באופן שיטהו מן הסתם אל עבר ההחלטה למנות בעל תפקיד שיחליף את נושאי המשרה המכהנים. שנית, ניתן לקבוע בחוק הוראה שתתחום את פרק הזמן המרבי לניהול הליך הבראה. הוראה כאמור הופיעה בסעיף 350(ב) לחוק החברות והגבילה את הליך ההבראה לתקופה של עד תשעה חודשים. גם חוק חדלות פירעון קוצב תקופה מרבית כאמור לצד הקפאת הליכים, ומסמך את בית המשפט להאריך את הצו לתקופות קצובות נוספות של שלושה חודשים כל פעם.¹³¹ אכן, הצעתי לאפשר את הארכת תוקפו של הליך ההבראה רק בעקבות בקשה שתוגש לבית המשפט כשהיא חתומה בידי בעל התפקיד או הדירקטורים החדשים שמונו. במקרה של הותרת השליטה באופן בלעדי בידי נושאי המשרה, תוגש בקשת ההארכה בידי הנושים. לבעלי המניות ולהנהלת החברה לא תהיה זכות לפנות אל בית המשפט בבקשה כאמור. כך יניף בעל התפקיד שוט מעל ראשיהם של אלה שיבקשו לעצור בעדו ובעד הנושים מלגבש תכנית הבראה ולאשרה. כל עיכוב מכוון מצד אלה עלול לחזור ולפגוע בהם. בעל תפקיד שיחוש כי הנהלת החברה אינה משתפת עמו פעולה באופן כן וראוי יימנע מלהגיש בקשה להארכת הליך ההבראה כאמור. יתרה מזו, בעל התפקיד עלול אף לפנות לבית המשפט בטרם יגיע מועד פקיעתו המקורי של הצו האמור ולבקש מבית המשפט לבטלו בשל חוסר שיתוף הפעולה מצד הנהלתה. גם בנסיבות כאמור ימיר בית המשפט את הליך ההבראה בהליך פירוק, והנהלת החברה תחויב לפנות את מקומה לאלתר. שוט זה אמור להרתיע את הנהלת החברה ולמנוע בעדה מלשחק עם בעל התפקיד משחקי השהיה בלתי ראויים.

130 ראו, למשל, Bradley & Rosenzweig, לעיל ה"ש 82.

131 סעיף 23(ב) לחוק.

ו. השליטה בהליכים – בראיית ועדת אנדורן

9.54 ועדת אנדורן המליצה על שני שלבים לטיפול במשבר שחברה נקלעה אליו בשל חובותיה.¹³² **השלב הראשון** המומלץ אמור להתנהל באופן בלתי אמצעי בין החברה לנושיה, לפני כל מעורבות שיפוטית. הוועדה המליצה כי בשלב זה לא יתמנה בעל תפקיד לחברה, אך הנושים הפיננסיים יהיו זכאים בשלב זה למנות "נציג מיוחד", או משקיף, מטעמם בדירקטוריון החברה.¹³³ למשקיף לא תהיינה סמכויות הצבעה אך הוא יהיה זכאי לנכוח בכל ישיבות הדירקטוריון וועדותיו ולדווח לנושים שמינוהו על התפתחות המשא ומתן וגיבוש תכנית ההבראה המתקמת בין החברה לבינם. **השלב השני** מתעורר כאשר חברה אינה פורעת חוב במשך 45 ימים ממועד פירעונו המקורי. לפי המלצות הוועדה, בשלב זה יחויבו הנושים לפנות לבית המשפט בבקשה לפתוח הליך רשמי של חדלות פירעון.¹³⁴ לפי ההמלצות, בית המשפט ימנה בעל תפקיד לחברה, שידחוק החוצה את שליטתם של נושאי המשרה ושל בעל השליטה בה.¹³⁵

9.55 הדגם שמציעה ועדת אנדורן הוא דגם של הליכים שעיקרם הנפת שוט מאיים מוחשי מעל ראשו של בעל השליטה אם לא ישכיל לנהל משא ומתן עם הנושים מבעוד מועד ולסכם עימם את תכנית ההבראה.¹³⁶ השוט המאיים הוא דחיקתו החוצה ומינוי בעל תפקיד לחברה בשלב השני. לעומת זאת, בשלב הראשון, מתנהלים הנהלת החברה והדירקטוריון, בליווי משקיף, במישרין מול הנושים. גישתה של ועדת אנדורן בוקרה כבר לעיל בהרחבה בפרק שביעי.¹³⁷ כאמור במסקנתי שם, ספק רב אם גישתה הנוקשה של ועדת אנדורן רצויה. קיים חשש כי השוט המונף על ידי הוועדה אינו מאוזן דיו ועלול להוביל במקרים רבים לתוצאות בלתי יעילות.

ז. השליטה בהליכים – בראיית חוק חדלות פירעון

1. משא ומתן מוגן

(א) הוראות החקיקה

9.56 חוק חדלות פירעון ממשיך את כיווני ההמלצות של ועדת אנדורן. המלצותיה של ועדת אנדורן גלומות, בשינויים מסוימים, בפרק הנושא את השם "משא ומתן מוגן". פרק זה הוא פרק ד' בחלק י' של

132 פרק 7 המלצה א', בדו"ח ועדת אנדורן.

133 על היחס המפלה לטובה נושים פיננסיים לעומת יתר נושיה של חברה, שגלום בהמלצותיה של ועדת אנדורן, ראו לעיל פסקה 7.78.

134 כחריג לכלל קבעה הוועדה כי אם רוב הנושים המחזיקים יחד בשלושה-רבעים מערך החוב לפחות מתנגדים לפנייה לבית המשפט, אזי תבוטל החובה האמורה.

135 לעיל פסקה 7.77.

136 שם.

137 לעיל פסקאות 7.77–7.84.

לחוק, החלק שכותרתו היא "הסדר חוב שלא במסגרת צו לפתיחת הליכים".¹³⁸ בפרק קודם כיניתי חלק זה בשם "המסלול הקל להבראת חברות".¹³⁹ הצעת חוק חדלות פירעון התכונה להחיל את הפרק "משא ומתן מוגן" על כל חברה. לבסוף, לאחר ביקורות שהושמעו נגד פרק זה בוועדת חוקה, חוק ומשפט, הוחל פרק זה בחוק רק על חברות ציבוריות, על חברות אג"ח או על שותפויות מוגבלות ציבוריות.¹⁴⁰ חלק ב' לחוק, הלא הוא המסלול המלא להבראת חברות, מעגן את מינוי בעל התפקיד כבירית המחדל לכל הליך של הבראה.¹⁴¹ חלק י', ופרק המשא ומתן המוגן שבלבו, קובעים מהלך שונה של הדברים. בדומה לשלב הראשון המוצע בהמלצותיה של ועדת אנדרון, גם החוק קובע כי משא ומתן מוגן ייפתח, ללא מעורבות בית המשפט, כאשר החברה פונה לנושיה ומבקשת להיכנס עימם למשא ומתן לשם גיבוש תכנית הבראה ביניהם (או, כלשון החוק, "הסדר חוב"). בדומה לוועדת אנדרון, גם החוק קובע כי בשלב של "משא ומתן מוגן" לא יתמנה בעל תפקיד לחברה. ברם, הנושים יהיו זכאים למנות נציג מטעמם כמשקיף לדירקטוריון החברה לתקופת המשא ומתן המוגן.¹⁴²

9.57 עם זה, בעניין עיתוי פתיחתו של מהלך כאמור, החוק שונה מגישתה של ועדת אנדרון. הוועדה הותירה את עיתוי פתיחתו של מהלך כאמור לקביעה באמצעות התניות פיננסיות שיוגדרו באופן פרטני בין כל חברה לבין נושיה.¹⁴³ לעומתה, החוק קובע שני תנאי סף מצטברים שרק אם תצלח אותם החברה היא תוכל לפתוח במהלך של "משא ומתן מוגן". תנאי סף אלה הם:¹⁴⁴

- (א) אין לחברה חוב שהגיע מועד פירעונו ושטרם נפרע, למעט חוב השנוי במחלוקת בתום לב.
- (ב) אין חשש סביר שהחברה לא תוכל לפרוע במועדם את חובותיה שמועד פירעונם חל בתשעת החודשים הקרובים.

9.58 בתקופת המשא ומתן המוגן נהנית החברה מכך שהנושים שעיימם היא בחרה לנהל את המשא ומתן לא יהיו רשאים להעמיד את חובותיהם לפירעון מידי ולא יוכלו לממש שעבודים המבטיחים את זכויותיהם.¹⁴⁵ הגנה זו היא במהותה עיכוב הליכים (מול חלק מן הנושים) לכל דבר ועניין,¹⁴⁶ גם אם המחוקק נמנע מלכנות זאת כך ב"רחל בתך הקטנה". תקופת ההגנה (או עיכוב ההליכים) היא מוגבלת בזמן, לפי המוקדם מבין אחד משלושת המועדים או האירועים הבאים:¹⁴⁷

- (א) שישה חודשים מן המועד שהדירקטוריון אישר את עמידתה של החברה בתנאי הסף האמורים לכניסה למשא ומתן המוגן.

- 138 לאור ביקורות שהושמעו נגד הנחיצות של פרק זה נקבע בחוק כי הוא יחול כהוראת שעה לפרק זמן של ארבע שנים. בתום תקופה זו תישקל שוב נחיצותו.
- 139 לעיל פסקאות 8.13–8.14.
- 140 סעיף 338(א) לחוק חדלות פירעון.
- 141 לעיל פסקאות 9.4–9.8.
- 142 סעיף 341(א) לחוק חדלות פירעון.
- 143 פרק 7 המלצה א'1, בדו"ח ועדת אנדרון.
- 144 סעיף 338(א) לחוק חדלות פירעון.
- 145 שם, סעיף 339(א)(2).
- 146 לבחינה מה היקפו של עיכוב ההליכים הגלום במשא ומתן המוגן ראו להלן פסקאות 12.53–12.57.
- 147 סעיף 339(ב) לחוק חדלות פירעון.

- (ב) 45 ימים מן היום שבו נמסרה לחברה הודעה מנושה על קיומה של עילה להעמדת החוב לפירעון מיידי או למימוש שעבוד המבטיח את זכותו.
- (ג) החברה לא שילמה חוב במועדו.

9.59 נמצאנו למדים אפוא כי, בתקופת משא ומתן מוגן, ניתן לקיים משא ומתן לגיבוש תכנית הבראה ללא מינוי בעל תפקיד. זהו דגם שדומה במידה מסוימת לדגם ה-Debtor-In-Possession (DIP) של Chapter 11 האמריקני. אמנם הנושים זכאים למנות משקיף מטעמם, אך ניתן לנהל את המשא ומתן לגיבוש תכנית הבראה (ההסדר, כלשון החוק) באופן ישיר בין החברה לבין נושיה. ציינתי כי גיבוש תכנית הבראה תחת משטר של DIP מתאים למתווה הבראה החותר לקראת ארגון מחדש של מבנה ההון של החברה ועדכון התחייבויותיה מול הנושים, ומועדי תשלומן.¹⁴⁸ עוד הראיתי כי זו גם העדפת השוק.¹⁴⁹ במובן זה, המשא ומתן המוגן לגיבוש תכנית הבראה כאמור נחזה כמסגרת הולמת לקידום הליכי הבראה. ברם, כפי שכבר הוער בשלהי פרק שמיני, לעניות דעתי עדיף היה לבטל את פרק המשא ומתן המוגן שבחלק י' לחוק ולהותיר את הליך הבראה המלא כמסלול הבראה היחיד בחקיקה. דברים אלה יורחבו בגדרי הביקורת שלהלן.

(ב) ביקורת עיונית

9.60 פרק המשא ומתן המוגן שבחוק מעורר קושי עיוני. מחד גיסא, הוא מאפשר לקדם הליך הבראה, במשא ומתן ישיר של ההנהלה הנוותרת בשלב זה בתפקידה, מול הנושים. במתכונת זו לא יתמנה בעל תפקיד. דבר זה כשלעצמו עשוי לעודד הנהלות של חברות לנקוט, כאמור, הליך ידידותי באופן יחסי.¹⁵⁰ ברם, מאידך גיסא, כל אי תשלום של חוב או קיומה של עילה להעמדת חוב לפירעון מיידי או למימוש שעבוד לטובתו של נושה, יקטע את המשא ומתן המוגן לאלתר, או למצער כחלוף 45 ימים בלבד.¹⁵¹ מרגע זה לא תיהנה עוד החברה מכל הגנה של עיכוב ההליכים המשולב אל מסגרת המשא ומתן המוגן. הנפקות המעשית הברורה של קטיעת מסגרת זו והגנותיה היא הובלה של החברה והנושים אל חיקן של הליך רשמי של חדלות פירעון, יהא זה הליך הבראה או פירוק, לפי חלק ב' לחוק. בהליך כאמור ימנה בית המשפט בעל תפקיד לחברה.¹⁵²

148 לעיל פסקה 9.45.

149 לעיל פסקאות 8.15–8.18.

150 החובה למנות נציג (משקיף) מטעם הנושים, שילווה בתקופה זו את הדירקטוריון, עודה מעיבה במשהו על נכונות הדירקטוריון לפתוח במשא ומתן מוגן.

151 להבדיל מעיכוב ההליכים לפי חלק ב' לחוק, לפי סעיף 339(א) לחוק עיכוב ההליכים במשא ומתן מוגן הוא רק כלפי הנושים שמולם בחרה החברה לנהל משא ומתן זה. לא ייפלא אפוא אם נושה אחר, שמולו בחרה החברה שלא לנהל משא ומתן כאמור, ימהר לפנות לבית המשפט ולנקוט נגדה הליכים או לבקש ערובות בטענה לשינוי נסיבות לרעה עקב הדרתו מן המשא ומתן הקיבוצי. החברה תידרש לשכנע את בית המשפט כי פירות המשא ומתן דווקא ישפרו את הסתברות הפירעון לנושה זה, בהפחיתם את נטל ההתחייבויות של החברה.

152 סעיף 33(א) לחוק.

9.61 מעבר חד זה ממשטר של הבראה לפי חלק י' של החוק, שיפעל בשליטת ה-DIP, למשטר של הבראה לפי חלק ב', הנשלט בידי בעל תפקיד, רק בשל אי תשלום חוב מסוים או מימוש שעבוד כלשהו, אינו מוצדק. ראשית, מבחינה עיונית, המחוקק סובר כי ראוי למנות בישראל בעל תפקיד גם בהליך של הבראת חברה בשל זאת שהחברות נשלטות ברובן בידי בעל שליטה ושכתוצאה מכך יתקשו מנהלי החברה והדירקטורים שלה לשאת ולתת באופן מאוזן והגון מול נושיה.¹⁵³ ההנחה היא כי ממסד החברה מוטה הטיית יתר לטובתו של בעל השליטה. לפיכך, ראוי להמיר את ממסד החברה בבעל תפקיד ממונה שזה מקרוב בא.¹⁵⁴ דא עקא, אין כל קשר ענייני בין השאלה אם ניתן לסמוך על הנהלת החברה כי תתנהל באופן מאוזן והגון מול נושי החברה תוך גילוי עצמאות מול בעל השליטה, או שלא ניתן לסמוך עליה בשל זיקתה לבעל השליטה, לבין המציאות שבה החברה לא פרעה חוב מסוים של נושה. הנהלת חברה הנתונה למרותו של בעל השליטה, הלכה למעשה, תתקשה לשאת ולתת באופן ראוי עם נושי החברה על תכנית הבראה בין לפני מועד פירעון מסוים של חוב ובין לאחריו. לחלופין, הנהלת חברה אשר מסוגלת להציג עמוד שדרה עצמאי מול בעל השליטה, תנהג כך בין לפני מועד פירעון של חוב מסוים לנושה ובין שהחברה לא פרעה חוב כאמור מחוסר יכולת. הסוגיה בדבר נאמנות ההנהלה מזה, ושאלת פירעון חוב מסוים על ידי החברה או אי פירעונו מזה, הם כשמן למים. אלה הם שני עניינים נפרדים שאינם מתערבבים זה בזה. לפיכך, קשה להצדיק מסגרת חקיקתית של DIP המגבילה את עצמה רק לנסיבות של טרום אי פירעון חוב.

9.62 שנית, מבחינה מעשית, משא ומתן נכבד להצלת החברה שנפתח זה לא מכבר בין הצדדים בהתאם למשא ומתן המוגן ייקטע באיבו כעבור 45 ימים לכל היותר.¹⁵⁵ המשא ומתן בין הצדדים יתחדש לאחר מכן במעורבות ובשליטה של שחקן חדש, בעל התפקיד. זהו אובדן מאמצים מיותר שיכביד עד מאוד לגבש לחברה תכנית הבראה מעשית. זאת ועוד: לעתים קרובות, 45 ימים, ואף תקופה של שבועות אחדים נוספים, אינם מספיקים כדי לגבש תכנית הבראה יסודית, שורשית, המטפלת בכל תחלואיה של החברה ומשנה אותם מכאן ולהבא. משא ומתן כאמור דורש זמן וישוב הדעת. זה אינו מתכון ל"תכנית מהירה כבקשתך". בנסיבות של מגבלת זמן מלאכותית (ובלתי מוצדקת מבחינה עיונית, כאמור), ספק בעיניי אם יתקיים משא ומתן ענייני בין הצדדים. מגבלת זמן קצרה כאמור מעניקה לנושים כוח מיקוח מועצם, אם לא מעבר לכך. נושה שיודע כי תניה חוזית עומדת לטובתו והוא יוכל להפעילה בתוך 45 ימים לא יתרצה בקלות ובמהירות במשא ומתן מול החברה. הוא יידע כי בתוך זמן קצר ביותר הוא יוכל לקבל לידי, ללא מאמץ, את מפתחות השליטה לחברה על חשבון ההנהלה ובעלי השליטה. כתוצאה מכך, הוא ידרוש מן החברה ומיתר הנושים הטבות פרטיות יתרות כנגד הסכמתו

153 על המגמה העקיבה להפחתת ריכוזיות השליטה בשוק ההון הישראלי ראו לעיל פרקים חמישי ושישי.

154 ראו דברי ההסבר לפרק ו' בחלק ב' להצעת החוק.

155 החוק אינו קובע הוראה כלשהי באשר לתוכן התניות אשר יאפשרו לנושה להעמיד את חובו לפירעון מיידי או לממש את השעבוד המבטיח את זכותו. דבר זה נותר אפוא לעיצוב חוזי בין החברה לבין נושיה. מבחינה מעשית, חזקה על הנושים כי הם ישכילו להתנות תניות אשר יעוררו זכות להעמיד לפירעון מיידי של חובם או למימוש שעבודים להבטחת זכויותיהם בשל עצם פתיחת הליך משא ומתן מוגן. פתיחת המשא ומתן המוגן אמנם תשעה את ההעמדה לפירעון מיידי, אולם התקיימות העילה תקצוב את יתרת התקופה לניהול משא ומתן מוגן ל-45 ימים בלבד.

להוסיף לשאת ולתת עימם על הבראת החברה. ספק אם זהו המשא ומתן הקיבוצי והענייני הרצוי לקידום הבראה כלכלית והבראה משפטית ראויה של חברה.

9.63 לבסוף, מאליו יובן כי הצבת המסלול הקל להבראת חברה, באמצעות משא ומתן מוגן, כמסלול ידידותי להנהלת החברה ולדירקטוריון שלה, לצד המסלול המלא של ההבראה ובמקביל לו בחוק, תהפוך את המסלול המלא, מבחינה תודעתית, למסלול שנרתעים מפני השימוש בו. המסלול המלא יסבול מתיוג שלילי. ברם, רק בו מצויים הכלים המשפטיים שמאפשרים ניתוח שורש לתחלואיהן של חברות שנקלעו לקשיים כספיים.¹⁵⁶ המסלול המלא להבראת חברות עלול להפוך לאות מתה בספר החוקים. בפועל, הימשכותן של חברות למסלול הקל יהפוך את המסלול המלא למסלול שנוקטים לו רק עת כלו כל הקיצין.¹⁵⁷ בשעה זו, יקשה עוד להבריאת את החברה והיא תידון מן הסתם לפירוק. דברים אלה מקבלים משנה תוקף באשר לחברות תפעוליות, הקשורות בקשרים מסחריים עם ספקים ומשכירי נכסים והמעסיקות עובדים רבים. אני מתקשה להשתכנע שניתן יהיה להבריאת בהצלחה חברות תפעוליות באמצעות המסלול הקל. הבראה שורשית, שתשפר את החברה לאורך זמן רב ותייצבה, לא תצמח לחברות תפעוליות ממסלול זה. לפיכך, לא ברור גם מה ראה המחוקק לתחום את המשא ומתן המוגן לחברות ציבוריות וחברות אג"ח. השאלה החשובה בעניין זה היא אם מדובר בחברות החזקות פיננסית גרידא או בחברה תפעולית. אם החברה היא ציבורית או פרטית, כלומר: מי מחזיקים במניותיה, אינה שאלה חשובה לעניין זה.

9.64 אשר על כן, אני שב על עמדתי, שהובעה לעיל גם בשלהי פרק שביעי ובשלהי פרק שמיני, כי ראוי לבטל את פרק המשא ומתן המוגן שבחלק י' לחוק. לאור הביקורות שהוצגו בפרקים האמורים נגדו, נראה כי נזקו של המסלול הקל להבראת חברה רב מתועלתו. במקום זאת, היה המחוקק מייטיב לעשות לו היה מאמץ את משטר ה-DIP, שאותו כבר נקט בפרק המשא ומתן המוגן, והופכו למשטר שווה ערך לבעל התפקיד בהליך ההבראה המלא שבחלק ב' לחוק, ללא הגבלות מיותרות של התקופה שבה מתאפשרת הפעלתו. כאמור לעיל, הפיכת משטר ה-DIP למשטר תאגידי שווה ערך לבעל התפקיד בהליכי ההבראה בישראל תסייע לקידום הליכי ההבראה באופן ראוי ומועיל.

2. החובה למנות בעל תפקיד בהבראה

9.65 חוק חדלות פירעון נסוג מתיקון מס' 19 בדבר סמכותו של בית המשפט שלא למנות בעל תפקיד. תיקון מס' 19 הותיר לבית המשפט שיקול דעת אם למנות בעל תפקיד או להותיר את הנהלת החברה בתפקידה, בלי למנות בעל תפקיד. לעומת זאת, סעיף 33(א) לחוק חדלות פירעון שלל שיקול דעת שיפוטי כאמור בקובעו כי "בית המשפט ימנה נאמן ליישום הליכי חדלות הפירעון עם מתן צו חדלות הפירעון או בהקדם האפשרי לאחר מכן". בהמשך מורה סעיף 36:

156 אמצעים אלה כוללים את אימוץ חוזים נמשכים או ויתור עליהם ואת אופני המימון האפשריים לחברה בעת הבראתה. ראו על נושאים אלה, בהתאמה, להלן פרקים ארבעה-עשר ושישה-עשר.
157 ראו עוד לעיל פסקאות 8.63–8.65.

”(א) בית המשפט רשאי למנות נושא משרה בתאגיד לנאמן גם אם אינו כלול ברשימת הנאמנים, אם שוכנע, לאחר שנתן לנושים הזדמנות לטעון את טענותיהם, כי יהיה בכך כדי לסייע להליכי חדלות הפירעון וכי אין בכך כדי לפגוע בנושים; בית המשפט יקבע את סמכויותיו ואת חובותיו של נאמן כאמור בהתחשב, בין השאר, בכך שלא ייווצר ניגוד עניינים בינו ובין תפקידו ומעמדו של נושא המשרה בתאגיד.

(ב) מינה בית המשפט נושא משרה בתאגיד לנאמן, ימנה נאמן נוסף מתוך רשימת הנאמנים, ויקבע את חלוקת הסמכויות ביניהם.”

9.66 כלומר, החוק אינו מאפשר להותיר את נושאי המשרה בתפקידיהם בחברה, בעת הליך של הבראה, ללא מינוי בעל תפקיד חיצוני. כפי שהובהר מוקדם יותר בדיון העיוני שבפרק זה, הוראה זו אינה רצויה. היא כובלת יתר על המידה את ידי בית המשפט באופן אשר אינו מקדם את הליך ההבראה אלא הופכו מאיים עוד יותר על משתמשיו האפשריים, החברה מזה והנושים מזה. הוראה כאמור מרתיעה עד מאוד את קברניטי החברה מלנקוט הליך הבראה לחברה בעיתוי מוקדם וראוי, ובכך עלולה לגרום נזק מיותר לחברה ולנושיה. הוראה זו אף אינה מבחינה כלל ועיקר בין חברה שבבעלות ריכוזית לבין חברה שבבעלות מבוזרת או בין הליך של חדלות פירעון במתווה מימושי לבין הליך במתווה של ארגון מחדש של מבנה ההון של החברה. על נוקשות זו וחד ממדיות זו, שמגלה המחוקק, יש להצטער. כאמור, שיטתי בעניין זה שונה והוצגה בהרחבה לעיל בתת-פרק ה.

9.67 נוסף לכך, יש בחוק חדלות פירעון חידוש מרחיק לכת לכיוון השני אשר אינו מוכר בשיטות משפט אחרות בעולם. הוראת סעיף 36, בדבר הותרת נושאי המשרה בתפקידיהם, אינה מגבילה את עצמה רק להליכי הבראה של חברה. היא מחילה את עצמה כאפשרות זמינה בכל הליך של חדלות פירעון שייפתח בבית המשפט, בין שהוא הליך הבראה ובין שהוא הליך מימושי כפירוק. קשה למצוא טעם עיוני או מעשי להחלת אפשרות זו בהליכי פירוק. לפיכך, טוב יעשה המחוקק אם יתקן את הוראתו בשני עניינים אלה.

בקרת השליטה בהליך של חדלות פירעון

א. כללי

10.1 ניהול הליך של חדלות פירעון וקידומו נמשכים לא פעם על פני זמן. במהלך תקופה זו עשויות להתקבל החלטות רבות על ידי בעל התפקיד שהתמנה לחייב, או על ידי נושאי המשרה של החברה החייבת עת לא התמנה בעל תפקיד.¹ החלטות אלה ישפיעו, לטוב או לרע, על זכויותיהם של נושי החייב. בעל התפקיד, השולט בחייב שמצוי בהליך של חדלות פירעון, עשוי לקבל החלטות ראויות יותר או ראויות פחות. הוא מרכז בידיו סמכויות ניהול בנוגע לכל נכסי החייב. בעל התפקיד חולש על ההחלטות העסקיות של החייב בשלב זה. הוא הקובע את דרכי מימונו. אף הפן המשפטי לא נעלם ממנו. השולט הוא האמון על ריכוז תביעות החוב של הנושים השונים, על אישורן או דחייתן. הוא המוסמך להגיש תביעות בשם החייב נגד צדדים שלישיים. תביעות אלה עשויות להיות מבוססות על עילות בדין הכללי, כגון תביעות מכוח דיני החוזים, הנזיקין, החברות, ועוד. גם עילות מכוח דיני חדלות פירעון פתוחות לפניו, כגון תביעה לביטולה של העברת רכוש לידי נושה ערב פתיחת הליך חדלות הפירעון. הנה כי כן, סמכויותיו של השולט בחייב בעת הליך חדלות הפירעון הן רחבות ביותר. בניין-אב במשפט הוא העיקרון שסמכות מולידה חובה לפעול בזהירות, בתום לב ובאמון. ככל שאדם מרכז בידיו סמכויות רחבות יותר בנוגע לגורלו של אדם אחר או בנוגע לרכושו, כך מצפה המשפט מבעל הסמכות להפעיל את סמכויותיו באחריות ובהירות ראויות.² דברים אלה יסודם בהיגיון אנושי פשוט. בעל הסמכות עלול לפעול באופן בלתי ראוי או לחדול מפעול מקום שראוי לפעול, ובכך להרע לזולתו. זוהי בתמצית התופעה המכונה בספרות הכלכלית "בעיית הנציג".³ כאשר קיים חשש שאין בידי הזולת אמצעים יעילים כשלעצמם לגרום לבעל הסמכות לפעול כלפיו כמצופה ממנו, המשפט נחלץ להגן על הזולת. לפיכך, כאשר השולט בחייב הנתון בהליך של חדלות פירעון מרכז בידיו סמכויות רחבות בנוגע לגורלו של החייב ולרכושו, יש לבחון כיצד המשפט מבטיח כי השולט יפעל כמצופה ממנו.

- 1 לשם נוחות הדיון בלבד, הכתב העיקרי להלן יתייחס אל השולט בחייב בעת הליך של חדלות פירעון בשם "בעל תפקיד". ברם, שם עצם כוללני זה יכול גם את המקרים שבהם השולט בחייב בעת הבראתו הוא נושאי המשרה של אותה חברה בלי למנות בעל תפקיד חיצוני.
- 2 אהרן ברק **שיקול דעת שיפוטי** 491–492 (התשמ"ז).
- 3 Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).

- 10.2 לשם מיתונה של בעיית הנציג האמורה יש לפתח דרכי בקרה על פעילותו של בעל התפקיד.⁴
 בקרה זו עשויה להתבצע באופנים אחדים:
- (א) בקרה פעילה של הנושים.
 - (ב) בקרה של בתי המשפט.
 - (ג) בקרה של הרשמי הממונה על הליכי חדלות פירעון.
 - (ד) הגשת תביעות לאחריות אישית של בעלי תפקיד.

10.3 כבעלי עניין כספי בהתנהלות בעל התפקיד, עשויים הנושים עצמם לבחון את הפעולות האמורות ולפקח על אופן התנהלותו של בעל התפקיד. דרך אחת היא **כינוס הנושים באסיפות** למטרות דיווח, קבלת החלטות או אישור פעולות או החלטות מסוימות שהציע בעל התפקיד. דרך נוספת לפיקוח של הנושים היא באמצעות **מינוי ועדת נושים** שתלווה את בעל התפקיד ותפקח על התנהלותו. כפי שיובהר ביתר הרחבה בהמשך, לפיקוח מצד הנושים נודעות מגבלות מסוימות. בשל מגבלות אלה לא יהיה זה יעיל דיו להתבסס על פיקוח מצד הנושים – למצער, לא להסתפק בפיקוח כאמור לבדו – לשם הבטחת תקינותה של התנהלות ההליך בניצוחו של בעל התפקיד.

10.4 אפשרויות נוספות לפיקוח ולבקרה על תקינות ההליך הן **פיקוח ובקרה מצד מוסדות שלטוניים** המעורבים בהליך חדלות הפירעון. מוסדות אלה הם **בתי המשפט** עצמם, המקבלים החלטות בהליך, והרשות המינהלית המסדירה את תחום חדלות הפירעון ומתמקצעת בו – **הממונה על הליכי חדלות פירעון**.

מלבד בקרה ופיקוח עובר להחלטות ולפעולות שיינקטו בהליך חדלות הפירעון, קיימת אפשרות גם לבחון פעולות אלה בדיעבד. אם צד חש נפגע מהחלטה או מפעולה שהתקבלו או שננקטו בהליך והוא סובר שנגרם נזק כתוצאה מכך, הוא יוכל לפנות אל בית המשפט או אל הממונה על הליכי חדלות פירעון בבקשה להטיל אחריות אישית על בעלי התפקיד בשל החלטתם או פעולתם האמורה. תביעות אלה יבררו לאחר מעשה את אופן התנהלותם של בעלי התפקיד ויבחנו אם פעולותיהם תקינות, אם לאו. דרכי פיקוח ובקרה אלה בהליכים של חדלות פירעון יידונו להלן.

ב. בקרה של הנושים

10.5 מעורבות פעילה של הנושים היא אחת האפשרויות למעקב שוטף אחר התנהלות ההליכים וניווטם בידי בעל התפקיד או נושאי המשרה של החברה. לנושים יש עניין כספי מובהק באופן התנהלות ההליך וביעילותו. הליך המתנהל כראוי יניב מן הסתם מקורות כספיים נוספים שיעשירו את קופת החייב. כל התעשרות נוספת של הקופה תגדיל את הפירעון הכספי לנושים. לפיכך, נוצר תמריץ

⁴ לצד בקרה ופיקוח ניתן לשקול גם את עידוד מקבלי ההחלטות בהבראת חברה באמצעות תגמולם. להצעה לתגמול מנהלי חברה בהבראה, באמצעות הקצאת זכויות לתביעת חובות בלתי מובטחים לטובתם, ראו Yair J. Listokin, *Paying for Performance in Bankruptcy: Why CEOs Should be Compensated with Debt* (2006), available at: <http://lsr.nellco.org/yale/fss/papers/5>

לנושים לפקח על פעילות בעל התפקיד ועל החלטותיו. הנושים יכולים לפקח באמצעות כינוסן של **אסיפות נושים** לעדכון, דיווח והצבעה על החלטות של בעל התפקיד. לחלופין, הנושים יכולים למנות **ועדת נושים** שתפעל בעבורם ותימצא בקשר שוטף והדוק עם בעל התפקיד. להלן ייבחנו אפשרויות אלה.

1. אסיפות נושים

10.6 אסיפת נושים היא המסגרת שבה עשויים נושי החברה לבקר בקרה שוטפת מצדם. כינוס של אסיפות נושים דורש את התקיימותם של שני רכיבים:

(א) דיווח תקין ושוטף של החייב, או בעל התפקיד, לנושים.

(ב) השתתפות פעילה של הנושים באסיפות המתכנסות בעקבות הדיווחים.

את הרכיב הראשון ניתן להגשים באמצעות דרישות בחקיקה או דרישות מינהליות לדיווח על אודות הנעשה אצל החייב. ניתן לדרוש דיווח תקופתי. נוסף לו, ניתן לקבוע חובת דיווח מיידית כאשר מתרחש אירוע אשר עשוי להשפיע באורח ניכר על הנושים וזכויותיהם. ללא דיווח פעיל והעברת המידע אל הנושים לא יוכלו הללו לפקוח עין על המתרחש בחברה במשך הליכי חדלות הפירעון. ללא מידע, אין פיקוח מעשי. לשם עיבוד המידע לכלל מעשה ניתן לכנס אסיפות נושים. באסיפות אלה ניתן לגבש עמדה קבוצתית של הנושים ולקבל החלטות מעשיות באשר להמשך התנהלותה של החברה.

10.7 אולם אליה וקוף בה. אמנם, מבחינה עיונית, קבלת החלטות בידי הנושים היא האמצעי המזוקק ביותר לביטוי העדפותיהם. ברם, מבחינה מעשית, לדרך זו נודעות מגבלות אחדות. ראשית, חרף חשיבותה, החובה בדבר דיווח המידע על ידי בעל התפקיד בעת ההליכים צריך שתהא מאוזנת. אל לה להפוך לדרישה תכופה ומכבידה מדי, פן תעמוד לרועץ. אם יידרש בעל התפקיד להשקיע את עיקר זמנו ומרצו בדיווחים שוטפים לאסיפות נושים, במקום בניהול החברה ובגיבוש תכנית הבראה, תהיה בכך משום חמצה. לפיכך, את חובת הדיווח יש לתחום באורח ראוי.⁵ שנית, כינוס אסיפות נושים הוא כשלעצמו הליך מורכב ואף מסורבל.⁶ כינוס האסיפות עלול לארוך זמן של ימים, אם לא שבועות אחדים. דברים אלה מקבלים משנה תוקף כאשר נושי החברה נחלקים לקבוצות שונות.⁷ בנסיבות שכיחות כאמור יהיה צורך בכינוס אסיפות סוגים של נושים. סרבול זה עלול לעמוד בעוכרי ניהול יעיל של ענייני החייב וקידומם באופן המיטיב עימו ועם כלל הנושים. פעמים רבות, החלטות בהליכים אלה צריך שתתקבלנה באופן מהיר יחסית. השיהוי עלול לעמוד בעוכרי ההחלטה. ריבוי המשתתפים והסוגים מקשה על גיבוש עמדה מזוקקת ואחידה של הנושים. האסיפות השונות ויחסי הכוחות השונים שבתוך כל אסיפה הופכים לא פעם לזירות התגוששות בין נושים שונים.⁸ ריבוי הנושאים שיובאו לפני

5 במובן זה, תיחום ראוי של חובת הדיווח נכון כלפי כל נמען של המידע, יהיה הנמען הנושים, הממונה על הליכי חדלות פירעון או בתי המשפט.

6 דוד האן "דחיית חובות" מחקרי משפט כג 33, 75 (התשס"ד).

7 על סיווג ראוי של נושים, לצורך כינוסם באסיפות, ראו הדיון להלן פרק עשרים-ושלושה.

8 לא אחת, הצעות המועלות להחלטה משמשות לנושים מסוימים מנוף לשם התפשרות של נושים אחרים עימם בעניינים אחרים.

אסיפות הנושים הוא מתכון לסרבול החותר תחת קבלת ההחלטה העניינית והמהירה. **שלישית**, כינוס אסיפות מרובות משתתפים, כאסיפות של בעלי מניות או אסיפות נושים, הוא כינוס שמויחד לענייני מהות ותשתית. ממשל תאגידי ראוי ויעיל אינו מרבה לכנס אסיפות מרובות משתתפים לשם החלטה בעניינים שוטפים ושגרתיים. התועלת שבקבלת החלטות במסגרות מרובות משתתפים כאמור היא נמוכה יחסית.⁹ הדרך היעילה יותר להחליט החלטות כאמור היא באמצעות מינוי אדם, או קבוצת אנשים מצומצמת, שתוסמך לקבל החלטות למען המכלול כולו. קבלת החלטות בידי גורם או קבוצה ריכוזית משמשת גם כמענה לבעיית הפעולה הקיבוצית.¹⁰ דברים אלה נכונים כאשר מדובר בהנהלת החברה ובדירקטוריון שלה. הם יעילים יותר מן האסיפה הכללית של בעלי המניות. מיתרון כאמור נהנה גם נאמן לסדרת אגרות חוב, היעיל יותר בפעולתו מאסיפת המחזיקים באגרות החוב.¹¹ בהתאמה, זוהי גם מעלתו של בעל התפקיד על פני הנושים. במידה רבה, בעל התפקיד מתמנה מלכתחילה על מנת להתגבר על בעיית הפעולה הקיבוצית של הנושים.¹² **לבסוף**, יש לזכור כי, לאמיתו של דבר, כינוס אסיפות נושים הוא אפשרי מבחינה מעשית רק לאחר שהסתיים הליך הזיהוי של נושי החייב והתברר גובה החוב שהלה חב לכל אחד מהם. עד שלא תתבררנה תביעות החוב של הנושים, מתקיים כל כינוס אסיפה על סמך השערות חוב בלבד, באופן בלתי משכנע בעיניי.¹³ קבלת החלטות בנוספות אלה מעוררת קשיים מבחינה עיונית.

10.8 אשר על כן, דרישה משפטית להכפפת פעולותיו ושיקול דעתו של בעל תפקיד לאישור אסיפות נושים על כל צעד ושעל מחטיאה את המטרה. במקום לפתור את בעיית הפעולה הקיבוצית ולייעל את ניהול החייב וקבלת ההחלטות בעניינו, דרישה כאמור רק מכבידה על ההתנהלות. כינוס אסיפות נושים הוא עניין חשוב. אולם, יש לשומרו ולהגבילו רק לענייני תשתית מהותיים כבדי משקל, או לכל עניין שבו מעוצבות זכויות הנושים במישורין.¹⁴ כך, למשל, ניתן לשקול את הצורך בקבלת עמדתם של הנושים עובר לאישור מכירתו של נכס מהותי של החייב. בדומה, יש מקום לשקול אם לקבל את עמדת הנושים עובר לאישור הגשת תביעות על ידי בעל התפקיד נגד נושאי משרה או בעל שליטה לשעבר בחברה או צדדים שלישיים אחרים. מכל מקום, כל דרישה לקבלת עמדתם של הנושים בעניינים כאמור לאורך ההליך אינה אמורה לשמש כהחלטה מכריעה בדבר. עמדת הנושים תהווה עמדה ממליצה וחשובה שבית המשפט ישקלנה. ברם, בית המשפט הוא שיכריע בסופו של דבר. שונה הדבר באשר לאישור תכנית ההבראה המקיפה. תכנית ההבראה היא העיצוב המעודכן של עצם זכויות הנושים כלפי

- 9 השוו David Yermack, *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, 40 J. FIN. ECON. 185 (1996).
- 10 לעיל פסקאות 1.15–1.20.
- 11 סעיפים 35 ו-35 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968; מוטי ימין ואמיר וסרמן **תאגידים וניירות ערך** 317–329 (התשס"ז).
- 12 ע"א 7602/09 **בנק הפועלים בע"מ נ' Cibel Financiere** (פורסם בנבו, מיום ו' אדר א' התשע"א, 10.2.2011).
- 13 השוו תקנה 24(ו) לתקנות ההבראה המאפשרת כינוס של אסיפות נושים לצורך הצבעה על תכנית הבראה אף אם טרם הוכרעו תביעות החוב של הנושים.
- 14 סעיף 260(ב) לחוק חדלות פירעון קובע כי בקשה לכינוס אסיפת נושים ביוזמת הנושים, תוגש מצד נושים מהווים לכל הפחות 25% מערך כלל החובות.

החייב. עיצוב זכויות זה ראוי שייבחן על ידי הנושים עצמם.¹⁵ ככלל, באין הסכמה של הנושים לעיצוב זכויות מחדש כאמור, אין זה מתפקידו של בית המשפט לאשר את עיצוב הזכויות המעודכן בעבורם בעל כורחם.¹⁶

2. ועדת נושים

10.9 דרך נוספת אפשרית לייצוג עניינם הקיבוצי של הנושים מול החייב היא באמצעות מינוי ועדה, או נציגות, מטעמם. ועדה כאמור היא גוף מצומצם, בן חברים ספורים, המבטא את עניינם של הנושים והנושא ונותן מטעמם מול החייב. פקודת החברות הותירה שיקול דעת לבית המשפט לשעות לבקשת המפרק או הכונס הרשמי ולמנות ועדת ביקורת אשר תפעל לצד המפרק ותייעץ לו במילוי תפקידו.¹⁷ עם זאת, סמכות זו ננקטה לעתים רחוקות. ועדות ביקורת מונו בעיקר במקרים סבוכים ומורכבים במיוחד אשר נודעה להם חשיבות יתרה.¹⁸

10.10 משפרץ גל ההכראות של החברות הגדולות במשק בעקבות המשבר הפיננסי העולמי, תרו מחזיקי אגרות החוב אחר הדרך הראויה והיעילה לשאת ולתת עם החברות המנפיקות על תכניות ההכראה שלהן ועל הארגון מחדש של חובותיהן והונן. היה ברור לחברות כי כינוס אסיפות של מחזיקי אגרות חוב על כל צעד ושעל אינו מעשי והוא מכביד ומסרבל. לפיכך, הן ביקשו למנות ועדה מייצגת מטעמם לליווי ולניהול המשא ומתן מול החברות. רשות ניירות ערך נדרשה לצורך האמור והסדירה בהחלטה מינהלית את פעולתן של **נציגויות אגרות חוב** לנוכח קשייהן הכספיים של החברות המנפיקות ושאיפתן לארגן מחדש את החובות.¹⁹ נציגויות אלה הן ועדות נושים לכל דבר ועניין, אולם הן מוגבלות לאב טיפוס מסוים של נושים – מחזיקי אגרות החוב. פעילותן אינה חפה מקשיים. ראשית, לא פעם מונתה נציגות אחת מטעם סדרות שונות של אגרות חוב. בנסיבות אלה, התעוררה הבעיה של הייצוג ההולם של הסדרות השונות בחברות בנציגות. נוסף לכך, פעילותה של הנציגות מעוררת מתח והיא מתנגשת לא פעם עם ייצוג המחזיקים על ידי נאמני אגרות החוב, המכהנים בתפקידם כחובה חקיקתית.²⁰ לא זו אף זו, משהתקבל תיקון מס' 18 לחוק החברות, המחייב את מינויו של "מומחה"

15 חוק חדלות פירעון אימץ את המשטר הקיים בחוק החברות, שעל פיו יש צורך לקבל את אישור אסיפות הנושים לתכנית הכראה. עם זאת, בית המשפט מוסמך לאשר תכנית הכראה שחלק מאסיפות הנושים הצביע בעדה חרף התנגדות אסיפת סוג אחת או יותר. ראו סעיפים 83 ו-87 לחוק. קדמו להם סעיפים 350(ט) ו-350יג לחוק החברות.

16 כינוס אסיפות נושים להצבעה על תכנית הכראה המוצעת לחברה תידון להלן בפרק עשירי-ושלושה. שונה הדבר באשר לחייב בשר ודם. בשל נחיתותו היחסית כלפי נושיו והעניין החברתי בפתחת דף כלכלי חדש בחייו, יש מקום לצוות על שמיטת החובות באופן שיפוטי גם ללא הסכמת הנושים לכך. ראו על כך דיון להלן שער חמישי.

17 סעיף 348 לפקודת החברות.

18 מקרים כאמור הם פרשות הפירוק של **בנק צפון אמריקה בע"מ** (ת"א (מחוזי י-ם) 1595/87); **בנק למסחר בע"מ** (פש"ר (מחוזי ת"א) 1398/02); חברת הבנייה **חפציבה** (פש"ר (מחוזי י-ם) 4202/07).

19 רשות ניירות ערך, החלטה בתחום התאגידים 1-2009(א), "יציירת תשתית לגיבוש הסדרי חוב למחזיקי אג"ח בתאגידים מדווחים" (מיום כ"ז חשון התשס"ט, 25.11.2008).

20 ראו, למשל, אפרת פרץ "הסדרי החוב חושפים נאמני אג"ח כשוק פרוץ ובלתי מפקח" **גלובס** (28.8.2013), זמין באתר: <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000875656>.

לבחינת הסדרי חוב לטובתם של מחזיקי אגרות החוב, נמצאו מחזיקי אגרות החוב מיוצגים מול החברה, הלכה למעשה, בידי שלושה גורמים: הנציגויות, נאמני אגרות החוב והמומחה. זוהי הכבדה ביורוקרטית מיותרת. היא זכתה – בצדק – לביקורת גם מצד ועדת אנדרון.²¹

10.11 חוק חדלות פירעון משליט בעניין זה מעט סדר. בדומה להוראה שבפקודת החברות בעניין מינוי ועדת ביקורת, מתיר החוק מינוי ועדת נושים על ידי בית המשפט.²² נוסף לכך, החוק מגביל את מספר חברי הוועדה לחמישה בלבד.²³ בכך מאזן החוק בין שתי מטרות חשובות. ראשית, במקרים מורכבים באמת, שבהם אכן נדרשת ועדה זו, ניתן למנותה. מנגד, הותרת שיקול הדעת הסופי בידי בית המשפט תוודא כי אכן יש צורך בוועדה זו. הגבלת מספר החברים בוועדה לחמישה בלבד, גם מסייעת לשמור על יעילות ניהולית ועל עלות כלכלית נמוכה יחסית. ליעילות זו יש השפעה חשובה, שכן ממילא מדובר בהליכים מורכבים ומסורבלים, ואין כל עניין להכביד עליהם עוד יותר. כמו כן, העלות הכרוכה בהפעלת הוועדה נופלת, בסופו של דבר, על קופת הפירוק, ולכן ראוי לצמצם ככל הניתן הוצאות אלה לטובת כלל הנושים.²⁴

10.12 לעניות דעתי, מעורבות פעילה ותדירה של ועדת נושים, מזיקה יותר משהיא מועילה. כינונה של ועדת נושים, ביוזמת הנושים כל אימת שירצו בכך, ללא בקרה של בית המשפט, כפי שהציעה במקור הצעת חוק חדלות פירעון, נוספת לשכבה הביורוקרטית של כינוס אסיפות נושים לרוב. לשם השוואה, בארצות-הברית נוהגים הנושים למנות ועדת נושים (creditors' committee) בהליכי Chapter 11, אך לא בהליכים לפי פרקים אחרים לחוק חדלות הפירעון שם. הדבר אינו מקרי. בהליך הבראת חברה לפי Chapter 11 אין מתמנה לחברה בעל תפקיד. הנהלת החברה והדירקטוריון שלה מוסיפים לפעול ולהנהיגה. בנסיבות כאמור, מינוי של ועדה מטעם הנושים הוא אמצעי בקרה על תפקודה של הנהלת החברה. ברם, בישראל, אשר בה אפילו בהליכי הבראה מתמנה בעל תפקיד כדבר שבשגרה, אין בשגרה צורך להוסיף עליו עוד שכבות בקרה של ועדת נושים ושל אסיפות נושים. סוף סוף, בעל תפקיד נועד לשקול מלכתחילה את העניין הקיבוצי של הנושים הבזורים והמגוונים ולגבש עמדה העולה בקנה אחד עם עניינם. הוא אינו הנהלת החברה. דברים אלה יפים גם להליכי מימוש דוגמת הפירוק. שם מתמנה בעל תפקיד ככל תיק, ללא חריגות. בנסיבות שבהן מתמנה בעל תפקיד לחייב אין טעם בהצבת גופי בקרה פעילים מצד הנושים. זוהי ביורוקרטיה מיותרת המסרבלת את ניהול ההליך. היא תוביל להוספת התדיינות מרובות ומכבידות בבית המשפט. ועדת נושים מתאימה לשמש כחלופה רכה ומאזנת לאי מינוי של בעל תפקיד. אך אין היא נדרשת כאמצעי נוסף לו. בחישוב ארוך טווח, שחרם של הנושים בעניין זה ייצא בהפסדם.

- 21 דו"ח ועדת אנדרון, בעמ' 66.
- 22 סעיף 263(א) לחוק. הצעת חוק חדלות פירעון הציעה להסמיך את אסיפת הנושים להחליט על הקמתה של ועדת נושים. ראו סעיף 263(א) להצעת החוק. יש לברך את ועדת חוקה, חוק ומשפט שהכפילה סמכות זאת של אסיפת נושים לשיקול דעתו של בית המשפט.
- 23 סעיף 263(ב) לחוק.
- 24 ראו סעיף 263 להצעת החוק ובדברי ההסבר לו.

ג. בקרה מוסדית: הממונה על הליכי חדלות פירעון

10.13 בקרה חשובה על השולט בחייב שמצוי בהליך של חדלות פירעון מתבטאת בפיקוחה של הרשות המינהלית האמונה על הליכים אלה והמתמקצעת בתחום חדלות הפירעון. בישראל רשות זו היא הממונה על הליכי חדלות פירעון.²⁵

1. פיקוח על בעלי התפקיד

10.14 הממונה על הליכי חדלות פירעון (או, בשמו הקודם: הכונס הרשמי) הוא גורם מינהלי המתמחה בתחום חדלות הפירעון. לממונה הוקנו תפקידים אחדים. תפקידים אלה הם: פיקוח על בעלי התפקיד, פיקוח על תקינות ההליך ועל הגינותו וייעוץ בלתי תלוי לבתי המשפט בענייני חדלות פירעון. אכן, תפקיד עיקרי של הממונה הוא לפקח על התנהלותם של בעלי התפקיד ובכך למתן את בעיית הנציג שהם חשופים לה. פיקוח זה בא לידי ביטוי בהיבטים אחדים: ראשית, לממונה יש השפעה על זהותם של בעלי התפקיד המתמנים. שנית, בעלי התפקיד נדרשים לדווח לממונה, לצד חובות הדיווח לבית המשפט, על אודות פעילותם והתנהלות ההליך ולעדכנו בכל עניין. שלישית, לממונה יש השפעה על פסיקת שכרו של בעל התפקיד.

(א) השפעה על מינוי בעלי תפקיד

10.15 בחקיקה המסורתית, בעלי תפקיד התמנו על ידי בתי המשפט.²⁶ הממונה הוא צד בכל דיון המתקיים בבית המשפט של חדלות פירעון.²⁷ אשר על כן, גם בדיון שבית המשפט מחליט בסופו על זהות בעל התפקיד שיתמנה, זוכה בא כוח הממונה לומר את דברו בנושא. משום כך, רבים טעו לחשוב כי כוחו של הממונה רב לו במינוי בעלי התפקיד. אכן, לפי החקיקה המסורתית, הייתה לכונס הרשמי (כשמו אז) השפעה מסוימת על זהותו של בעל התפקיד המתמנה על ידי בית המשפט. ואולם, ככלל, השפעה זו הייתה מוגבלת למדי. ההשפעה הניכרת ביותר על זהותו של בעל התפקיד המתמנה אינה של הגורם הממונה, קרי: בית המשפט, אף לא של הכונס הרשמי. ההשפעה הרבה ביותר היא של הגורם המציע את זהותו של בעל התפקיד לפני בית המשפט. בחקיקה המסורתית היו אלה הנושים, ובפרט הנושים בסכומים הגבוהים, הפיננסיים, שהציעו מועמדים לבעל תפקיד. בהליכי הבראת חברה, על פי רוב, החברה הציעה מועמד לבעל תפקיד. בית המשפט ביקש את עמדת הכונס הרשמי באשר למועמד

25 הגורמים המקבילים במדינות המערב הם ה-U.S. Trustee, ה-Insolvency Service (אנגליה), ה-Superintendent of Bankruptcy (קנדה) ועוד.

26 סעיף 45(ג) לפקודת פשיטת הרגל (מינוי נאמן בפשיטת רגל); תקנה 2 לתקנות החברות (כללים בדבר מינוי כונסי נכסים ומפרקים ושכרם); סעיף 350ד לחוק החברות (מינוי בעל תפקיד בהבראת חברה). בשלב הראשון של הליך פשיטת הרגל לפי הפקודה, קרי: בין מתן צו כינוס על ידי בית המשפט לבין הכרות החייב כפושט רגל, שימש הכונס הרשמי כבעל תפקיד ראשוני. הנאמן היה מתמנה רק מעת הכרות החייב כפושט רגל ואילך. בפועל, השלב הראשוני היה נמשך למעלה משנה. הכונס הרשמי הפעיל את סמכותו לפי סעיף 23 לפקודת פשיטת הרגל ומינה מטעמו מנהלים מיוחדים מקרב ציבור עורכי הדין. מבחינה מעשית, רובם של המנהלים המיוחדים שהתמנו על ידי הכונס הרשמי מונו על ידי בתי המשפט גם כנאמנים לאחר שהחייבים הוכרו כפושטי רגל.

27 סעיף 270(א) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 139(ה) לפקודת פשיטת הרגל.

שכבר הוצע. ככלל, כל עוד לא נמצא טעם לפגם מסוים בנסיבות המקרה או שלא התגלעו חילוקי דעות נוקבים בין הנושים, נהגו הכונס הרשמי ובתי המשפט לאשר את המועמדות המוצעת.²⁸ בתנאי פעולה אלה, הבקרה המוסדית המתבקשת על בעיית הנציג של בעל התפקיד נחלשת. אדרבה, בעל תפקיד אשר מבין היטב כי הוא חב את משרתו במקרה הנוכחי, כמו גם במקרים הבאים שעשויים להתעורר, לנושה שהציע את מועמדותו, יתקשה לפעול באופן בלתי תלוי בנושה האמור. בכך מופר האיזון הנדרש בין כלל הנושים. בעל תפקיד כאמור שבוי בשביה של בעיית "השחקן החוזר" כלפי הנושה שהציע את מועמדותו.²⁹

10.16 חוק חדלות פירעון נוקט גישה שונה בעניין זה. כאמור, החוק מבחין בין הליך של חדלות פירעון של חייב בשר ודם לבין הליך של חדלות פירעון של תאגיד. בהליך לחייב בשר ודם ימנה הכונס הרשמי בעל תפקיד מקרב מאגר של עורכי דין, רואי חשבון, ובעלי מיומנות מיוחדת או ניסיון מוכח בניהול הליכי חדלות פירעון כשירים. מאגר זה יורכב על ידי ועדה הכפופה לשר המשפטים.³⁰ בהליך המתייחס לחייב תאגידי ימנה בית המשפט בעל תפקיד. ברם, בשונה מן החקיקה המסורתית, הצעת מועמד אינה נמסרת עוד רק על ידי הנושה או החייב שהגישו את הבקשה לפתיחת ההליך. הממונה על הליכי חדלות פירעון הוא שיציע לבית המשפט, בכל הליך, מועמדים אחדים לבעל תפקיד מתוך מאגר בעלי התפקיד הכשירים שינוהל אצלו.³¹ גם התאגיד החייב וכל נושה רשאים להציע לבית המשפט מועמדים. אולם, אם בית המשפט ממנה בעל תפקיד שלא הומלץ על ידי הממונה, עליו להתייחס לכך בהחלטתו.³² החוק מחזק אפוא את השפעת הממונה על זהות בעל התפקיד המתמנה. השפעה מוגברת זו עשויה להפחית את תלותו של בעל התפקיד המתמנה באחד הנושים. היא עשויה גם לחזק את הבקרה המוסדית של הממונה על תפקודו של בעל התפקיד.

(ב) דיווח לממונה

10.17 בעל תפקיד שהתמנה נדרש למסור דיווחים תקופתיים, או מידיים, לממונה על הליכי חדלות פירעון ולבית המשפט.³³ דיווח זה הוא מקור מידע חשוב לצורך קיום בקרה מעשית ויעילה של הממונה על בעל התפקיד. נוסף לכך, הממונה זכאי בכל עת לבקש מבעל תפקיד דיווח או עדכון, ולזמנו

28 כך, למשל, בפר"ק (מחוזי ת"א) 29930/08/14 בעניין צ. לנדאו קבלנות והנדסה בע"מ (פורסם בנבו, מיום ו' אלול התשע"ד, 1.9.2014), נטען מפי חלק מן הנושים כי משרדיהם של בעלי התפקיד המוצעים ייצגו חלק מן הנושים וחלק מבעלי המניות בחברה. ואכן, נפסק כי הדבר הוא בגדר ניגוד עניינים, ומועמדותם לתפקיד נפסלה.

29 בסוגיית "השחקן החוזר" ראו גם בע"מ 4420/13 פלוני נ' פלונית (פורסם בנבו, מיום כ"ב טבת התשע"ה, 13.1.2015). בהליכי הבראה – הדברים שונים. בשונה מנושים, חברה המציעה בעל תפקיד אינה "שחקן חוזר" סדרתי בהליכי חדלות פירעון. לפיכך, החשש בדבר התלות המובהקת של בעל התפקיד במציע מועמדותו בנסיבות אלה, חלש יותר.

30 סעיף 126(ב) לחוק.

31 שם, סעיף 33(ג).

32 שם.

33 סעיף 52(א) לחוק חדלות פירעון. קדמו לו סעיף 148 א לפקודת פשיטת הרגל; סעיפים 199, 292 ו-313 לפקודת החברות; תקנה 47 לתקנות החברות (פירוק), התשמ"ז-1987.

לפגישה אצל הממונה.³⁴ כך יכול הממונה לכוון את בעל התפקיד מבעוד מועד באופן מקצועי וענייני, מחד גיסא, ולהניאו מתקלות תפקודיות, מאידך גיסא. המידע גם יסייע לממונה לגבש עמדה מושכלת שתוגש לבית המשפט באשר לאופן תפקודו של בעל התפקיד.

(ג) פסיקת שכרו של בעל התפקיד

10.18 השפעה נוספת שנודעת לממונה על הליכי חדלות פירעון על תפקודו של בעל התפקיד היא באמצעות קציבת שכרו של האחרון. שכר בעלי תפקיד מחושב על פי בסיסי תגמול הקבועים בתקנות.³⁵ לצד בסיסי התגמול מקנות התקנות לבית המשפט שיקול דעת, ב"גבולות הגזרה" של בסיס התגמול, באשר לשיעור התגמול המדויק, בכל מקרה ומקרה לפי נסיבותיו, ואופן התנהלותו של בעל התפקיד במקרה האמור. אחד הגורמים אשר משפיעים על עמדתו של בית המשפט בעניין זה הוא הממונה באמצעות חוות דעת שהוא מגיש על אודות פעולותיהם של בעלי התפקיד. בית המשפט מבקש לקבל את עמדתו של הממונה ואת התרשמותו מתפקודו של בעל התפקיד לפני שיפסוק את שכרו. בכך נודעות חשיבות רבה והשפעה חשובה לממונה על אופן התנהלותם של בעלי התפקיד. בעיות נציגי שיבואו לידי ביטוי במהלך פעילותו של בעל התפקיד יובאו בחשבון על ידי הממונה ויבטאו על ידיו בעמדתו באשר לפסיקת שכר בעל התפקיד, דבר אשר עשוי להשפיע על שכרו של בעל התפקיד.³⁶ יש להדגיש כי בית המשפט אינו מחויב לפעול בהתאם לחוות דעתו של הממונה, אך זו היא המלצה בעלת חשיבות ניכרת.

2. אכיפה מינהלית

10.19 בשנים האחרונות קונה לה שביתה, בקרב רשויות המינהל, האכיפה המינהלית.³⁷ אמצעי אכיפה אלה מאפשרים לרשויות המינהל להטיל את מרותן על הכפופים לפיקוחן באופן מהיר ויעיל יחסית.³⁸ בעלי תפקיד, בין שמונו על ידי בית המשפט ובין שמונו על ידי הממונה, כפופים (בין השאר) לפיקוחו

- 34 סעיף 273 לחוק חדלות פירעון. קדמו לו סעיף 151(ב) לפקודת פשיטת הרגל; תקנה 44(ב) לתקנות החברות (פירוק).
- 35 התגמול משקף שכר באחוזים מפעולות מימוש שביצע בעל התפקיד או מהכנסות החייב בעת שנוהל על ידי בעל התפקיד. בסיס תגמול נוסף הקבוע בתקנות מתבטא באחוזים מתוך שיעור החלוקה שהשכיל בעל התפקיד לחלק לנושים ביחס לכלל תביעותיהם. ברם, בסיס תגמול זה שנוי במחלוקת. תגמול על סמך אחוזים משיעורי המימוש, או מרווחים שהניב בעל התפקיד לחייב, עשויים להמריץ בעל התפקיד באופן ראוי להשאת ערך. בשונה מכך, שיעור החלוקה לנושים אינו תלוי רק בפעולות בעל התפקיד. שיעור החלוקה נגזר גם מסך כל תביעות הנושים, שהוא נתון קבוע שאינו מושפע כלל מפעילותו של בעל התפקיד. על כן, תמריץ השאת הערך כאן אינו משכנע דיו. ראו תקנות 7-8 לתקנות החברות (כללים בדבר מינוי כונסי נכסים ומפרקים ושכרם), התשמ"א-1981.
- 36 ראו, למשל, פר"ק (מחוזי ת"א) 40721-09-12 בעניין מעריב – הוצאת מודיעין בע"מ (פורסם בנבו, מיום ל' חשון התשע"ד, 3.11.2013), המציג את העמדות הסותרות בין דרישת הנאמנים לבין עמדת הכונס הרשמי, ואת האיזון שעושה בית המשפט בין העמדות.
- 37 ראו חוק העבירות המינהליות, התשמ"ו-1985; פרק ז' 1' לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988; פרקים ח' 3'-ו-4' לחוק ניירות ערך; סעיף 221 לפקודת מס ההכנסה [נוסח חדש].
- 38 הדס אהרוני-ברק עסקאות עם בעלי שליטה: אכיפה ציבורית, ריכוזיות השליטה והגנת המיעוט 214-227 (התשע"ד).

של הממונה. הסמכת הממונה לנקוט סעדים מינהליים כלפי בעלי התפקיד תשפר עוד יותר את הפיקוח הראוי והיעיל של הרשות המינהלית. יעילות הסעד המינהלי, מהירות הפעלתו ותוצאותיו המיידיות מסייעות לממונה בפיקוח על בעלי התפקיד. באמצעות הטלת קנסות מינהליים, או השעיית בעל התפקיד ממאגר בעלי התפקיד, עשוי הממונה לשמור מקרוב ובאופן פעיל על בעלי התפקיד, לוודא כי הם פועלים בהתאם להנחיות הממונה ובית המשפט וכי אינם פוגעים לרעה בזכויות הנושים מזה, ובזכויות החייב מזה.

10.20 אכיפה מינהלית פועלת באופן דווקני ונחרץ במידה מסוימת. היא מאזנת פחות מן הכללים הדיוניים הקפדניים של המערכת השיפוטית. אשר על כן, ראוי להפעילה באופן מידתי ובהקשרים המתאימים. אם מדובר בחריגה מהנחיות מפורשות של הממונה או מהוראות בית המשפט, יש מקום לשקול נקיטתו של סעד מינהלי. ברם, את השאלה אם הפעלת שיקול דעת של בעל תפקיד מכוח סמכויותיו חושפת אותו לאחריות אישית, נכון יהיה להותיר לבקרה שיפוטית מסודרת ושקולה, על פי הכללים הדיוניים. בכך יעסקו הפסקאות הבאות.

ד. בקרה מוסדית: בתי המשפט

1. ההליך השיפוטי בחדלות פירעון

(א) אדני הבקרה השיפוטית

10.21 הבקרה של בתי המשפט באשר לתפקודם של בעלי התפקיד בהליכי חדלות הפירעון נשענת על אדנים אחדים. אדן אחד הוא היזקקותם התכופה של בעלי התפקיד לקבלת אישור מראש של בתי המשפט לפעולות שונות שיש בכוונתם לנקוט. אדן שני הוא בחינה תקופתית המתייחסת לאיכות תפקודם, תוך הסתייעות בחוות דעתו של הממונה בנדון. בחינה תקופתית כזו נערכת באופן שגרתי כל אימת שבעל תפקיד מגיש בקשה לפסיקת שכרו. אדן שלישי שעליו מושתתת הבקרה השיפוטית הוא הגשת תביעות הטוענות לקיומה של אחריות אישית של בעל תפקיד עקב תפקודו או אי תפקודו. להבדיל מן האדן הראשון, זוהי בקרה שיפוטית המתקיימת בדיעבד.³⁹

(ב) ניהול שיפוטי של ההליך אל מול הליך לעומתי

10.22 היחס בין שני האדנים הראשונים של הבקרה השיפוטית לבין האדן השלישי מחדד עניין חשוב באשר לתפקידו של בית המשפט בהליכים של חדלות פירעון. שני האדנים הראשונים מבטאים תפקיד ייחודי ובלתי שגרתי של בית המשפט. בית המשפט משמש כסמכות-על באשר לניהול הליך חדלות הפירעון והנעתו קדימה. כאמור, פעולות שונות שבעל תפקיד מבקש לבצע טעונות אישור מראש של בית המשפט. כך, למשל, בעל תפקיד המבקש למכור נכס של החייב, שלא במהלך העסקים הרגיל, או לממן את פעילות החייב באמצעות אשראי חדש, ידרש לקבל אישור מראש מבית המשפט לפעולות

39 לבד מבקרה זו ניתן לפקוח עין נוספת, בבחינת בקרה בדיעבד, על בעלי תפקיד באמצעות אימוץ מערכת של אכיפה מינהלית אצל הממונה על הליכי חדלות פירעון. ראו לעיל פסקאות 10.9–10.20.

כאמור.⁴⁰ כמו כן, בעל תפקיד אשר סובר כי עליו להגיש תביעה בשם החייב נגד צד שלישי יפנה לבית המשפט ויבקש את אישורו להגשת תביעה כאמור. בבקשות כאמור, המוגשות ונדונות לאורכו של ההליך, בא לידי ביטוי היותו של בעל התפקיד מורשה של בית המשפט. כהונתו היא מתוקף מינויו של בית המשפט.⁴¹ בשונה משגרת יומו של בית המשפט הכללי, בית המשפט של חדלות פירעון אינו מצמצם את עצמו להכרעה בסכסוך לעומתי (אדוורסרי, בלע"ז) בין צדדים ניצים. אכן, גם הליכי משנה לעומתיים מתנהלים באולמות השיפוט של שופטי חדלות הפירעון. כך, למשל, תביעות להשתתף אחריות אישית על בעל תפקיד הן תביעות לעומתיות. ברם, רבים מהליכי המשנה הם כאמור הליכים שבהם מבקש בעל התפקיד הוראות פעולה מבית המשפט. אין בכך כל מהלך לעומתי.⁴² לבית המשפט של חדלות פירעון יש אפוא תפקיד מורכב. מחד גיסא, הוא מנווט את ההליך ומשמש, למעשה, כמחליט הסופי בהחלטות ובפעולות שונות שיש להידרש להן לאורך ההליך. מאידך גיסא, בית המשפט מוסיף לשמש גם בתפקיד המכריע בסכסוכים לעומתיים שמתעוררים בין הצדדים, או בינם לבין צדדים שלישיים, אגב הליך חדלות הפירעון.

2. בקרה לעומתית: אחריות אישית של בעל תפקיד

10.23 כפי שצוין לעיל, אחד מאמצעי הבקרה לבעיית הנציג של השולט בחייב, בעת הליך של חדלות פירעונו, הוא באמצעות תביעה לבית המשפט להשתתף אחריות אישית על בעל תפקיד, או על הנהלת החברה בנסיבות שבהן לא התמנה בעל תפקיד. לנושים תישמר הזכות לפנות לבית המשפט ולהליך על פעולות השולט או על מחדליו. הנושים, בדומה לממונה, עשויים לשמש כפעמון התרעה חשוב אשר יסב את תשומת לבו של בית המשפט לליקויים בתפקוד השולט.⁴³ הבקרה המהותית על תפקודו של השולט תיעשה בידי בית המשפט או באמצעות אכיפה מינהלית של הממונה.

10.24 בקרה שיפוטית על תפקודו של נציג, השולט בגורל אחרים, נעשית באמצעות קביעתן של חובות התנהגות, אשר הפרתן מעוררת עילות לתביעה אישית נגד הנציג. בדיני החברות חובות אלה הן חובות הזהירות וחובות האמונים של נושאי משרה בחברה. חובות אלה, שכל נושא משרה בחברה חב בהן כלפיה, מדריכות ומכוונות את פעולתו שעה שעה. חובות הזהירות מציבה רמת אחריות משפטית

40 ראו סעיפים 59, 62(א), 65 לחוק חדלות פירעון. קדמו להם סעיפים 350(ב) ו-350כב לחוק החברות.
 41 בהליכי חדלות פירעון של חייבים בשר ודם יכהנו בעלי התפקיד (הנאמנים) מתוקף מינוי של הממונה על הליכי חדלות פירעון. ראו סעיף 125 לחוק חדלות פירעון.
 42 מבחינה מעשית, נוהגים צדדים, ומחרים מחזיקים אחרים פקידי בתי המשפט, לסמן גם בקשות אלה במתכונת של מבקש מול משיבים. ברם, מתכונת שיפוטית זו מתאימה להליך לעומתי. בקשות שהן בקשות למתן הוראות מצד בית המשפט המוסמך אינן לעומתיות ואין הכרח כי יוצב מול המבקש משיב מסוים.
 43 גורם נוסף, הפונה לא פעם לבית המשפט בתלונה על תפקוד השולט בהליך חדלות הפירעון, הוא בעל תפקיד חדש המתמנה בעקבות סיום תפקידו של הקודם לו. כך, למשל, כאשר מתמנה מפרק עקב כישלון הליך הבראה, עשוי המפרק לבחון את תפקוד השולט בהליך ההבראה ולהתלונן נגדו אם ימצא כי תפקוד זה היה לקוי. דוגמה מובהקת לכך היא עניין **מיאב**, אשר יידון להלן בפסקה 10.26.

בגין רשלנות, עילה מוכרת בדיני הנזיקין.⁴⁴ זו החובה המעודדת נושא משרה שלא להקל ראש ושלא לזלזל בתפקידו אלא לגלות אחריות וזהירות ראויים בטפלו במשאבי הזולת. עם זה, חובת הזהירות היא שטר ושוברו בצדו. לצד קביעת חובה זו, הדין מעמיד לימינם של נושאי משרה כלי מגן חשוב מפני אחריות בגין הפרת החובה. בתביעה נגד נושא משרה, שעילתה הפרת חובת הזהירות שלו כלפי החברה, נהנה נושא המשרה מחזקה ראייתית רבת עוצמה ולפיה הוא פעל באופן סביר והפעיל שיקול דעת ראוי. חזקה זו מכונה בלשון דיני החברות "כלל שיקול הדעת העסקי" (the business judgment rule, ובקצרה: BJR).⁴⁵ נפקותו של כלל שיקול הדעת העסקי היא כי בית המשפט לא ידקדק עם השולט ולא יהרהר בדיעבד אחר שיקוליו והחלטתו.⁴⁶ אפילו הוברר לבסוף כי החלטת השולט הייתה שגויה, ובשל כך ניזוקה החברה, הוא לא יישא באחריות אישית כל עוד החלטתו הייתה פרי של שיקול דעת עסקי. לשון אחר, לא תוצאות ההחלטה קובעות את אחריות המחליט, כי אם שיקול דעתו בזמן קבלת ההחלטה. בית המשפט אינו משים עצמו במקום בעל זכות ההחלטה בחברה. על כן, כל עוד לא הופרכה חזקת שיקול הדעת העסקי באמצעות ראיות המעידות על תפקוד כושל וחסר שיקול דעת, יקשה לבסס עילת תביעה בגין הפרתה של חובת הזהירות. לצד חובת הזהירות, חובת האמונים היא בבחינת תמרוך האזהרה מפני ניצול המשאבים הנתונים בידיו של הנציג לתועלתו האישית. זו החובה המתרה בנציג, בין השאר, לבל יפעל בניגוד עניינים, לבל יתחרה בעסקי החברה ולבל ינצל באופן אישי הזדמנות עסקית הנקרת בדרכה של החברה.⁴⁷

10.25 לעניות דעתי, גם כאשר נתונה חברה בהליך של חדלות פירעון, מוטלת על השולט בה חובת אמונים. אין הבחנה מהותית בין נושא משרה השולט בחברה בימים כתיקונם לבין הגורם השולט בה בעת הליך של חדלות פירעון. ניצול משאביה לטובתם האישית אסור לשניהם, ואין צריך להכביר מילים. ברם, השאלה המעניינת היא מהי רמת האחריות אשר תוטל על השולט בחברה בעת הליך

44 סעיף 252(א) לחוק החברות קובע: "נושא משרה חב כלפי החברה חובת זהירות כאמור בסעיפים 35 ו-36 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש]". ראו גם ע"א 610/94, 1989 בוכבינדר נ' מפרק בנק צפון אמריקה, פ"ד נז(4) 289 (התשס"ג-2003).

45 ארית חביב-סגל **דיני חברות** 511–521 (התשס"ז); שרון חנס "כלל שיקול הדעת העסקי" **עיוני משפט** לא(2) 313–368 (2009). בפסק דין שנתן השופט יצחק עמית בבית המשפט העליון, התקבל לראשונה באופן רשמי כלל שיקול הדעת העסקי במשפט הישראלי. ראו ע"א 7735/14 **ורדניקוב נ' אלוביץ** (פורסם בנבו, מיום כ"ח בכסלו התשע"ז, 28.12.2016).

46 *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914, 927–928 (Del. 2003) ("The business judgment rule, as a standard of judicial review, is a common-law recognition of the statutory authority to manage a corporation that is vested in the board of directors. The business judgment rule is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken is in the best interests of the company. An application of the traditional business judgment rule places the burden on the party challenging the board's decision to establish facts rebutting the presumption. The effect of a proper invocation of the business judgment rule, as a standard of judicial review, is powerful because it operates deferentially. Unless the procedural presumption of the business judgment rule is rebutted, a court will not substitute its judgment for that of the board if the board's decision can be attributed to any rational business purpose").

47 סעיף 254(א) לחוק החברות.

חדלות פירעונה בשל כשל כלשהו בתפקודו שאינו קשור בטובתו האישית. האם ראוי להטיל על השולט חובת זהירות אשר תחייב אותו באופן אישי בשל רשלנות? אולי ראוי בעת כזאת להטיל עליו אחריות קפידה יותר? האם גם בעניין זה יוקש דין השולט בעת הליך של חדלות פירעון לדין נושא משרה בחברה עסקית רגילה? שמא בעניין זה אין להקיש מהאחד לזולתו?

(א) עניין מיאב – בקרה שיפוטית קפידה

10.26 שאלה זו התעוררה בפסיקת בתי המשפט המחוזיים. פסק דין עיקרי שעסק בה היה פסק דינו של בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו בעניין **מיאב**.⁴⁸ חברה זו נקלעה לקשיים כספיים ונפתח לגביה הליך הבראה. בשעה שציווה על הקפאת הליכים כלפי החברה, אסר בית המשפט על בעל התפקיד שהתמנה להגדיל את הגירעון הכספי של החברה. במשך הזמן דיווח בעל התפקיד לבית המשפט כי החברה פועלת בתזרים מזומנים חיובי. כלומר, שיעור הכספים המתקבלים אצלה בפועל גבוה משיעור הכספים שהיא מוציאה. עם זה, כעבור חודשים אחדים, התברר כי ההבראה אינה מתקדמת וההליך הומר בכינוס נכסים. בשלב זה פנו ספקים אחדים ותבעו תשלום בעבור סחורות ושירותים שסופקו לחברה בעת הבראתה. לכונסת הנכסים נודע כי בקופת החברה אין כסף מזומן לתשלום התחייבויות חדשות אלה. לפיכך, הגישה כונסת הנכסים תביעה נגד בעל התפקיד הקודם בטענה שהפר את חובתו כלפי החברה וכי הוא נושא בחבות אישית בשיעור התחייבויות אלה. בעל התפקיד טען להגנתו כי הפעיל שיקול דעת עסקי. לטענתו, החלטתו ליטול בשם החברה התחייבויות חדשות כלפי ספקים ונותני שירותים בעת הליך חדלות הפירעון, ולא לשלם להם כסף מזומן, נבעה מאמונתו ומתחזיתו העסקית, הכנות והסבירות, כי המשך פעילות החברה יניב לה מזומנים בשיעור מספיק למימון ההתחייבויות האמורות. בסופו של דבר, המזומנים שזרמו לקופת החברה היו נמוכים מן הצפוי. ברם, תוצאה כאמור אינה סותרת את חזקת שיקול הדעת העסקי העומדת לזכותו. בית המשפט המחוזי דחה טענה זו בשתי ידיים וקבע כי דינו של בעל תפקיד בהליך של חדלות פירעון שונה מדינו של נושא משרה בחברה עסקית. בעל תפקיד אינו נהנה מכלל שיקול הדעת העסקי.⁴⁹ לדעת בית המשפט, בעל תפקיד כפוף ל"חובות אמון וזהירות מוגברות כלפי הנושים, בית המשפט וצדדי ג' הבאים עמו במגע

48 פש"ר (מחוזי ת"א) 1734/02, בש"א 12929/02 בעניין **מיאב**, חברה קבלנית לבנין בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ט כסלו התשס"ד, 24.12.2003).

49 שם, בפסקה 1; פש"ר (מחוזי ת"א) 1019/01, בש"א 11364/01 **מסעדת מאכלי טובה נ' פינטו** (פורסם בנבו, מיום ט"ו טבת התשס"ב, 30.12.2001) ("נאמן בהקפאת הליכים, כמו גם מפרק או כונס נכסים, אינם מנהלים של חברה סולבנטית הפועלת בשוק העסקי הרגיל. נהפוך הוא; נקודת המוצא, גם בהקפאת הליכים, הינה כי החברה אינה סולבנטית, וקיים סיכוי כי תסיים את דרכה בפירוק, כאשר קופתה ריקה או כמעט ריקה. אין נפקא מינא [כך במקור – ד' ה'], לעניין זה, אם כשלון הקפאת ההליכים בא בשל היות החברה 'חסרת תקווה' מלכתחילה, או פרי תנודות בשוק העסקי (דבר צפוי לכשעצמו). טעמים אלו הם המביאים את בית המשפט, לחזור שוב ושוב בעת מינוי נאמנים על ההוראה המפורשת, לפיה אין להיכנס להוצאות וחובות חדשים אשר הנאמן אינו רואה מראש כי יש להן כיסוי בקופת הנאמנות. אין לתת לתניה זו פירוש מצמצם, כאילו יכול הנאמן, על דעת עצמו, להיכנס לסיכונים עסקיים כאשר הוא צופה כי סביר, או יתכן, שיוכל לכסות את ההוצאות הנובעות מהן. דין זה יפה למנהליה של חברה סולבנטית, הנהנים מחזקת ה-Business Judgment Rule, המונעת התערבות או שיפוט בדיעבד של בית המשפט לעניין שיקול דעת עסקי סביר שהפעילו בעת כהונתם. אולם אין דין זה יפה לנאמן או מפרק, שחובת הזהירות המוטלת עליהם, מעצם מצב הדברים השונה, היא גדולה בהרבה").

במסגרת הניהול⁵⁰. בהיות החברה במצב כספי רגיש ובעייתי מעיקרא, על בעל התפקיד להימנע מנטילת סיכונים עסקיים. עליו לשוות לנגד עיניו את פירעון החובות לנושים, ולא לפעול עוד, כבימי השגרה של החברה, להשאת רווחים. לכן, הגדלת הגירעון הכספי בקופת החברה, עקב יצירת ההתחייבויות החדשות כלפי ספקים שונים בעת ההכרזה, מהווה הפרה של חובות בעל התפקיד. בגין הפרתן של חובות אלה הוטלה על בעל התפקיד אחריות אישית.⁵¹

(ב) השגה וביקורת – רציונה של בקרה שיפוטית קפידה

10.27 לעניות דעתי, בית המשפט לא דק פורתא בקביעותיו בעניין **מיאב**. לטעמי, העובדה שבעל תפקיד מנהל קופה כספית מצומקת בהשוואה לנושאי משרה בחברה בת פירעון אינה משנה מבחינה מהותית את הגדרת משימותיו הניהוליות. הן נושא משרה והן בעל תפקיד אמורים לפעול לשם השאת ערך הקופה שהם מופקדים עליה. אם מהשאת הערך ייהנו אך נושי החברה או גם בעלי מניותיה היא שאלה שהמענה עליה הוא עובדתי. תלוי כמה כסף יהיה, בסופו של דבר, בקופה ומה גובה ההתחייבויות הכוללות של החברה. ככל שערך הקופה שהושג יהיה גבוה מערך ההתחייבויות, ייהנו בעלי המניות מן המותר. המצב הכספי המצומק אינו צריך להניא בעל תפקיד מלשאוף להשאת ערך החברה.⁵² לפיכך, דומה כי נקודת המוצא לעניין חובות בעל תפקיד ואחריותו צריך שתהא אותה נקודת מוצא המשמשת בעניינם של נושאי משרה. כמי שאמון על כספם של המשקיעים בחברה (נושים ובעלי מניות כאחד), חב בעל תפקיד חובת זהירות וחובת אמונים כלפי החברה. קיום חובת הזהירות משמעו עמידה ברמת התנהגות סבירה, כדין עולת הרשלנות.⁵³ אמת, מצבה הכספי הרגיש של החברה עלול לדרוש דפוס ניהולי שונה.⁵⁴ לנוכח המצוקה הכספית של החברה, ראוי לנקוט פעולות בזהירות מופלגת. החלטות השקעה בעלות סיכון גבוה בנסיבות כאמור עלולות להיחשב להחלטות בלתי סבירות. משל למה הדבר דומה? לאדם המהלך על פי התהום. כל עוד לא הרחיק עצמו ממקום הסכנה, הוא צועד צעדים מדודים וזהירים. אפילו יראה חוף מבטחים, הוא לא יקפוץ לקראתו בקפיצה נחשנית, כי אם ישקול את צעדיו. כך גם המנהל חברה בעת מצוקה. ברם, אחת היא אם מנהל זה הוא

50 עניין **מיאב**, שם.

51 בעל התפקיד בעניין **מיאב** ערער לבית המשפט העליון על החלטתו של בית המשפט המחוזי. ערעור זה הסתיים בפשרה. ראו ע"א 1759/04 עו"ד בן-טל נ' כונסת הנכסים של **מיאב**, חברה קבלנית לבניין בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ז סיון התשס"ו, 13.6.2006).

52 ואמנם, התכלית בדבר השאת ערך הקופה, שממנה ייפרעו הנושים, היא תכלית של דיני חדלות הפירעון המוסכמת על הכול. ראו לעיל פרק שלישי.

53 בתי המשפט לערעורים הפדרליים בארצות-הברית חלוקים בשאלה אם יש מקום להטיל על בעל תפקיד בהליך של חדלות פירעון אחריות בגין רשלנות גרידא (כלומר, הפרת חובת הזהירות שלו). לפסיקה המטילה אחריות בנסיבות כאמור ראו *In re Mailman Steam Carpet Cleaning Corp.*, 196 F.3d 1 (1st Cir. 1999); *In re Gorski*, 766 F.2d 723, 727 (2nd Cir. 1985); *Red Carpet Corp. v. Miller*, 708 F.2d 1576, 1578 (11th Cir. 1983); *Hall v. Perry (In re Cochise College Park, Inc.)*, 703 F.2d 1339, 1357 (9th Cir. 1983). לפסיקה השוללת אחריות בנסיבות כאמור ראו *In re Chicago Pac. Corp.*, 773 F.2d 909 (7th Cir. 1985); *Ford Motor Credit Co. v. Weaver*, 680 F.2d 451, 461–62 (6th Cir. 1982); *Sherr v. Winkler*, 552 F.2d 1367, 1375 (10th Cir. 1977).

54 השו"ע עניין **בוכבינדר**, לעיל ה"ש 44 (חובת הזהירות של נושאי משרה בבנק היא אותה חובה החלה על נושאי משרה בכל תאגיד אחר, אף כי קיום החובה עשוי להשתנות לאור הנסיבות השונות).

נושא משרה (עובר להליך רשמי של חדלות פירעון) או בעל תפקיד (בהליך). בשונה מבית המשפט, לשיטתי אפוא, גם בעל תפקיד ראוי לחסות בצל כנפיו של כלל שיקול הדעת העסקי. כלל זה אמור לגונן עליו מבחינה ראייתית אם תוגש נגדו תביעה על הפרתה של חובת הזהירות שלו כלפי החברה.

10.28 למיטב השגתי, עיון קפדני בנימוקי החלטתו של בית המשפט בעניין **מיאב** מלמד כי חרף הלשון הנחרצת, השוללת את כלל שיקול הדעת העסקי, הטלת האחריות האישית על בעל התפקיד נבעה מעניין עיקרי אחד. בית המשפט קבע, כממצא עובדתי, כי בעל התפקיד חרג מההרשאה ומהסמכויות שהעניק לו בית המשפט. בעל התפקיד לא גילה לבית המשפט כי המקורות לפעילותו אינם שנענים, כפי שנצטווה, רק על הכספים שבקופת החברה. משהתחייב בהתחייבויות חדשות, בשם החברה בעת הבראתה, הפר בעל התפקיד את האיסור המפורש של בית המשפט להגדיל את הגירעון בקופת החברה. לפיכך, דומני כי עיקר קצפו של בית המשפט לא יצא על חוסר סבירות שיקול דעתו של בעל התפקיד, כי אם על עצם הפעלת שיקול דעת עצמאי מצדו.⁵⁵ לדעת בית המשפט, אסור היה לבעל התפקיד ליטול התחייבות כלשהי בשם החברה בלא לקבל לכך אישור מראש מבית המשפט. זה היה יסוד מצוותו של בית המשפט בעת מינוי בעל התפקיד. בעל התפקיד הותיר את בית המשפט בעלת מידע ופעל על דעת עצמו. על כך קנסו בית המשפט והטיל עליו אחריות אישית. לפי תפישתו העקרונית של בית המשפט, תפקודם של נושא משרה ושל בעל תפקיד כמנהלים של עסקי החברה שונה שינוי מהותי. נושא משרה בחברה מוסמך להפעיל שיקול דעת ניהולי עצמאי. לכן שיקול דעת זה מוגן באמצעות כלל שיקול הדעת העסקי. בשונה ממנו, לבעל תפקיד אין מוענק מעיקרא כל שיקול דעת כאמור.⁵⁶ בעל התפקיד חייב להסיג את שיקול דעתו העסקי מפני זה של בית המשפט. בית המשפט אוזר אפוא בהשקפה שיפוטית שלפיה הוא (בית המשפט), ולא בעל התפקיד, משמש כשומר החברה. בית המשפט הוא היחיד הראוי לעמוד בפרץ ולהגן על עניינם של הנושים מפני פגיעה עסקית-כלכלית נוספת בהליך חדלות הפירעון.

10.29 עמדתי שהובעה קודם לכן, שלפיה יש לבחון בעל תפקיד לפי אמות המידה של חובת הזהירות החלה על נושאי משרה ולהעמיד לימינו את כלל שיקול הדעת העסקי, אינה מנוגדת לעצם הכפפתו של בעל התפקיד למצוותו ולברכתו של בית המשפט. לשיטתי, בית משפט המצווה על בעל תפקיד כיצד לפעול, ראוי שיותיר בידי בעל התפקיד מרחב של שיקול דעת עסקי ויכבד את שיפוטו העסקי של בעל

55 עניין **מיאב**, לעיל ה"ש 48, פסקה 3 ("איזון האינטרסים שהותווה קודם לכן, מתנקז במידה רבה אל שאלת ההיתר: בית המשפט, לאחר ששמע את עמדת הנאמן עצמו, והתייעץ עם הכני'ר [ובמידת הצורך גם נושי החברה], מתווה לנאמן סמכויות מותרות להפעלה ומסגרת פעולה מסויימת; אם פעל הנאמן במסגרת אותו תיחום מותר, הרי שבית המשפט לא ימהר להטיל עליו אחריות אישית לכשלון, אף אם טעה הנאמן בשיקול דעתו. אלא, שאם בחר הנאמן, **ביודעין**, לחרוג מן המסגרת המותרת ולפעול בלא או בניגוד להיתר בית המשפט, הרי שבכך **חרג מסמכותו**, והפר הפרה יסודית את חובת האמון שלו כלפי בית המשפט, הנושים ושאר הצדדים המעורבים") (ההדגשות במקור – ד' ה'); ורדה אלשיך וגדעון אורבך **הקפאת הליכים – הלכה למעשה** 227–228 (מהדורה שנייה, התשע"א).

56 ראו גם ע"א (מחוזי חי') 2068/05 **מ.ק.ש.י. סחר בע"מ נ' ויליפוד אינטרנשיונל בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"ד סיון התשס"ז, 10.6.2007) (בסיס האחריות האישית של בעל תפקיד בעניין גירעון תקציבי אינו רשלנות גרידא, כי אם חריגה מהוראותיו של בית המשפט).

התפקיד. על בית המשפט להפנים כי הוא עצמו אינו מומחה עסקי וניהולי. בעל התפקיד אמור להיות עדיף בכישורים אלה מבית המשפט. לפיכך, ראוי שבית המשפט יהפוך את היוצרות. בית המשפט ייטיב לעשות אם יקבל את הכרעותיו העסקיות של בעל התפקיד ויאמץ בהחלטה שיפוטית מחייבת ומחסנת. אל לו לבית המשפט להצר מראש את צעדיו של בעל התפקיד.⁵⁷ רצוני לומר, מצד אחד, בשונה מנושא משרה, ראוי כי בהתנהלות הרגישה של חברה הנתונה בהליך של חדלות פירעון ידווח בעל תפקיד בכל עת, מראש, על החלטותיו העסקיות ועל פעולותיו לבית המשפט ויבקש את אישורו. אכן, בית המשפט מנהל את ההליך ומפקח על תקינותו באופן שוטף וצמוד. מצד אחר, אל לבית המשפט לקבוע מראש מסמרות עסקיים, כגון איסור מוחלט לחרוג מן הגירעון התקציבי הקיים של החברה, העלולים לחבל במאמצי ההפעלה של בעל התפקיד. על בית המשפט להותיר לבעל התפקיד בעניינים כאמור שיקול דעת ומרחב תמרון. לעתים ראוי ליטול סיכון מחושב כאמור, לעתים – לא. לא על בית המשפט לשקול אימתי נטילת סיכון כאמור היא ראויה ואימתי אין היא ראויה, כי אם על בעל התפקיד לעשות כן. אף כי בית המשפט אמנם ישמש כפוסק האחרון בעניין, ראוי כי היוזמה העסקית ושיקוליה יבואו מצד בעל התפקיד. אמנם בית המשפט לא ישמש כחותמת גומי של בעל התפקיד. אולם, מצד אחר, אני קורא לבית המשפט שלא לשמש גם כחותמת שעווה, המקבעת את בעל התפקיד מראש בסד נוקשה יתר על המידה. לשיטתי, אפוא, ראוי כי בעל תפקיד ייהנה ממרחב שיקול דעת אשר יחסה בצל ההגנה של כלל שיקול הדעת העסקי. אכן, טוב יעשה בעל התפקיד אם ישטח את שיקול דעתו העסקי לפני בית המשפט, עובר לעשייה. לכשיקבל בעל התפקיד אישור מראש מבית המשפט, הוא ייהנה מחסינות מפני תביעה מאוחרת המבקשת להטיל אחריות אישית על כתפיו.

57 ראו גם יחיאל בהט חברות – החוק החדש והדין כרך ג 401 (מהדורה 13, התשע"ה).

חלופות מוצעות לבית המשפט: חדלות פירעון בניצוחם של נושים

א. כללי

11.1 הפרקים הקודמים דנו בתנאים הראויים לפתיחתו של הליך חדלות פירעון ובדגם השליטה הראוי להליך כאמור. ההנחה ביסוד הדברים הייתה כי המהלך הראוי לטיפול במשבר כספי שחברה נקלעת אליו הוא הליך קיבוצי רשמי המתנהל בסמכותו של בית המשפט. יהיה הגורם היוזם את ההליך אשר יהיה, ויהיה מנהל החברה אשר יהיה, הגורם המקבל, בסופו של דבר, את ההחלטות המעשיות בנוגע לחברה בהליך הקיבוצי הוא בית המשפט. בית המשפט הוא גורם חיצוני, בלתי קשור לצדדים המעוניינים. ההנחה המשתמעת היא כי בית המשפט ישכיל לאזן כראוי בין ההעדפות המתנגשות של בעלי העניין השונים ולהכריע באופן ענייני בדבר הדרך הראויה לכל חברה אשר בעתידה הוא דן. ההנחה ביסוד הדיון שהובא לעיל היא אפוא כי מעורבות בית המשפט בנוגע לחברה חדלת פירעון היא מעורבות הכרחית. ההכרח הוא כפול: ראשית, יש לכפוף את כל הצדדים המעוניינים לרפואי פעולה שיכתיב בית המשפט, כגון עיכוב הליכים, קציבת מועדים להתקדמות בהליך, ועוד. שנית, יש לכפוף את כל הצדדים להכרעתו המהותית של בית המשפט על אודות אופי הליך חדלות הפירעון שיינקט – מימוש נכסים או הבראה. על כן, הדיון שהובא לעיל הניח כי הזכות ליזום הליך של חדלות פירעון נתונה לכל אחד מן הצדדים והיא זכות מוצקה אשר לא ניתן לשוללה. עוד הונח כי קיומה של זכות ליזום הליך של חדלות פירעון משמעו גם קיומה של יכולת מעשית לממש את הזכות.

11.2 הנחות אלה אינן מקובלות על הכול. ברבות השנים נשמעו גם קולות שביקשו לבחון את ההיגיון שביסוד הנחות אלה. בספרות האקדמית, כמו גם בחיי המעשה, יש המצדדים בחלופות שונות שייתרו את עצם הצורך בהליך של חדלות פירעון, או – למצער – שייטו את מוקד ההכרעה בהליך כאמור מבית המשפט אל עבר אחדים מן הנושים.¹ הדיון שיובא להלן יציג את החלופות השונות הקיימות בחיי המעשה ואת אלה שהוצעו בספרות. לצד הצגתן, תיבחן תקפות הנחות היסוד של המצדדים בחלופות אלה כהסדרים עדיפים מהליכי חדלות פירעון הנוהגים על פי דין. אקדים ואומר כי מסקנתי האישית היא שאף כי חלק מחלופות אלה נושא בשורה חיובית ומתברר כהסדר יעיל, בשורה זו תוגשם

1 יש להבחין בין הצעות שהוצעו כתחליף להליך חדלות הפירעון בכללותו לבין הצעות שהוצעו כתחליף לאופן גיבושה של תכנית ההבראה בהליך הבראה רשמי המתקיים בשליטתו של בית המשפט. פרק זה יעסוק בחלופות מן הסוג הראשון. חלופות מן הסוג השני יידונו להלן בפרק עשרים-ושניים.

רק אם חלופות אלה יפעלו לצד הליכי חדלות הפירעון שבהם שופרו של בית המשפט נשמע ברמה, ולא במקומם.

- 11.3 ניתן לתאר חלופות שונות להליך של חדלות פירעון המתנהל תחת שרביטו של בית המשפט ולפי שיקול דעתו. חלופות אלה הן:
- (א) גיבוש תכניות הבראה מחוץ לבית המשפט.
 - (ב) פיצול תאגידיים.
 - (ג) הסכמת הנושה כתנאי לפתיחת הליך של חדלות פירעון.

החלופה הראשונה מבקשת ליישב את המשבר הכספי של החייב בין הצדדים לבין עצמם בלי לערב בעניין את בית המשפט. החלופות האחרות מבקשות לצמצם את תלותם של נושים בהליכי חדלות פירעון אשר אינם לרוחם. החלופה השנייה תשיג זאת באמצעות תכנון מבני-משפטי שיפחית את ההסתברות להיקלע לחדלות פירעון. החלופה האחרונה תשיג זאת באמצעות הסטת מרכז הכובד של הליך חדלות הפירעון מבית המשפט אל הנושים, כולם או מקצתם. להלן יבורר עוד כי הדין או הצדדים עשויים להשתמש באחדות מן החלופות האמורות במשולב. כך, למשל, ניתן לחשוב על התניה חוזית על עצם פתיחתו של הליך חדלות הפירעון, המתנה את הזכות ליזום הליך כאמור במיצוי של חלופת ההבראה מחוץ לבית המשפט ובכישלונה תחילה. בדומה, חלופת ההבראה מחוץ לבית המשפט עשויה להשתלב בהוראת דין השוללת כל עיקר את קיומו של הליך הבראה בבית המשפט, או המתנה את קיומו של הליך כאמור בהסכמה מפורשת של נושה מסוים של החברה.

ב. תכניות הבראה מחוץ לבית המשפט

11.4 בחיי המעשה, חלופה זו היא חלופה רווחת, אפילו אהודה באופן יחסי, לניהול הליך הבראה רשמי בין כותלי בית המשפט. חלופה זו עניינה עיצוב מחדש של חובות החברה כלפי נושיה בדרך של הסכם. מדובר במשא ומתן בין החברה לבין נושיה. הרקע הכלכלי למשא ומתן הוא ההכרה של הצדדים כי החברה נתונה במשבר כספי, אשר אינו מאפשר להמשיך בפירעון החובות כסדרם, והשלמת הנושים עם מציאות עובדתית זו. הנושים מפנימים כי נקיטת קו פעולה של "ייקוב הדין את ההר" והתעקשות על פירעון החובות כלפיהם, במועדים ובאופנים שהחברה מחויבת בהם, לא יצמיחו להם כל תועלת בשל חוסר יכולתה הנתון של החברה. הנושים נוטים להקל על החברה לשעה, במטרה שהדבר יסייע לחברה לפרוע להם בהמשך שיעור גבוה יותר מן החובות. הצדדים גם סבורים כי משא ומתן פרטי ביניהם, בלא מעורבותו של גורם חיצוני חדש, הוא הדרך השקטה, המהירה, הזולה והגמישה ביותר לעיצוב מחדש של חובות החברה. אלה הן הנחות היסוד למשא ומתן בין הצדדים.

11.5 באופן מסורתי, הגורם הפעיל ביותר במשא ומתן כאמור היה הנושים הבנקאיים. הבנקים עשויים לפעול כלפי החברה החייבת וכלפי נושים אחרים תוך תיאום פנימי בינם לבין עצמם. הבנקים עשויים גם להעמיד אחד מהם בחזית המשא ומתן (בבחינת הבנק המוביל). כדי לקדם את המשא ומתן בין הצדדים, דרושים לחברה שקט יחסי והפוגה ממאבקי ההישרדות היומיומיים שבהם היא נתונה בשל קשייה הכספיים. כל עוד פועלים הנושים לגבות ממנה, אין המשא ומתן יכול להתקדם ברצינות.

המשך הגבייה מנוגד מניה וביה להנחות היסוד של המשא ומתן האמור. לפיכך, כשלב ראשון בקידומה של תכנית הבראה, הצדדים מקבלים עליהם בהסכמה להימנע מפעולות גבייה מן החברה כל עוד מתקיים המשא ומתן. בד בבד, הצדדים פונים לבחינת התחייבויותיה של החברה ותזרים המזומנים הקיים והצפוי שלה. בחינה זו תיעשה, על פי רוב, על ידי גורם מטעמם של הנושים, יהיה זה רואה חשבון או איש מקצוע אחר. על רקע בחינה זו של יכולת הפירעון של החברה, יישקלו חלופות שונות לפתרון המשבר. חלופות אלה תתמקדנה בדרך כלל בגיבוש מועדים חדש לפירעון החובות ובמחיקה אפשרית של חלק מן החובות. קציבת הפירעון המעודכן לחובות השונים תיעשה על פי רוב לפי סדרי העדיפות היחסיים של כל חוב על פי דין, אולם ניתן גם לסטות מסדר עדיפות זה. בחלופות הבראה המוצעות להשתלב גם הוראות בדבר מימוש חלק מנכסי החברה, בדבר שינויים מבניים בחברה וחילופים אישיים בהנהגתה.

11.6 משא ומתן פרטי בין חברה לבין נושיה, המתנהל מחוץ לכותלי בית המשפט, הוא חידוץ נפוץ יחסית, בארץ וברחבי העולם. יוזמות כאמור אף זכו בשעתו במגזר הפיננסי האנגלי לשם משל עצמן: The London Approach.² דומה כי השימוש הנרחב בתכניות הבראה הנרקמות מחוץ למסגרת השיפוטית בארץ, כמו באנגליה, אינו מקרי. ארצות אלה התאפיינו, לפחות עד לעת האחרונה, במבנה שוק של חובות ריכוזיים. עיקר החובות של חברות מסחריות היה כלפי מספר מצומצם של נושים, לרוב נושים בנקאיים. כאשר מספר הנושים של חברה הוא מצומצם באופן יחסי, קטנות עלויות התיאום בין הנושים. כך גם קל יותר לגבש הסכמה בין הנושים. משא ומתן פרטי בנסיבות אלה הופך אפוא למעשי יותר.³ עסקים קטנים מתאפיינים, בדרך כלל, בריכוז חובות כלפי נושים מועטים יחסית. דבר זה קורה גם בארצות-הברית. משום כך משא ומתן פרטי כאמור מתקיים ב-80% ממקרי חדלות הפירעון של עסקים קטנים בארצות-הברית.⁴

2 John Armour & Simon Deakin, *Norms in Private Insolvency: The "London Approach" to the Resolution of Financial Distress*, 1 J. CORP. L. STUD. 21 (2001); Peter Brierley & Gertjan Vleighe, *Corporate Workouts, the London Approach and Financial Stability*, 7 FIN. STABILITY REV. 168 (1999); Courtney C. Carter, *Saving Face in Southeast Asia: The Implementation of Prepackaged Plans of Reorganization in Thailand, Malaysia, and Indonesia*, 17 BANKR. DEV. J. 295, 313 (2000); John Armour, Brian R. Cheffins & David A. Skeel, *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom*, 55 VAND. L. REV. 1699, 1754–1762 (2002).

3 John Armour, Brian R. Cheffins & David A. Skeel, Jr., *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom*, 55 VAND. L. REV. 1699, 1756 (2002); Stuart C. Gilson et al., *Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Julian R. Franks & ארן ראו, Reorganization of Firms in Default*, 27 J. FIN. ECON. 315, 354 (1990) Walter N. Torous, *A Comparison of Financial Recontracting in Distressed Exchanges and Chapter 11 Workouts*, 35 J. FIN. ECON. 349 (1994).

4 Edward R. Morrison, *Bargaining Around Bankruptcy: Small Business Workouts and State Law* (January 2008), COLUMBIA LAW AND ECONOMICS WORKING PAPER NO. 320, available at: <http://ssrn.com/abstract=1065543>.

1. יתרונות ההבראה ההסכמית

11.7 יוזמות הסכמיות עצמאיות לפתרון משברים כספיים של חברות נהנות מיתרונות אחדים. היתרון הראשון הוא שהמשא ומתן מתנהל **בחשאיות** יחסית והרחק מן העין הציבורית. חשאיות זו מונעת זעזועים ומסייעת לחברה לשמור לפי שעה על מעמדה החיובי ולהציג חזות של עסק פעיל. היוזמה ההסכמית שומרת על יציבות החברה וחוסכת, לפי שעה, את הצורך בשידוד מערכות פנימי בה. היתרון השני הוא שלעומת הליך של חדלות פירעון רשמי בבית משפט, יוזמה הסכמית **חוסכת מן החברה "אות קין" כלכלי הנכרך**, בצדק או שלא בצדק, בכניסה להליך רשמי. היתרון השלישי הוא שביזומה הסכמית, הנושים נהנים מפתרון הנרקם באופן גמיש באופן יחסי, ומתאים להעדפותיהם הפרטיות. הנושים אינם חשים כבולים בסד משפטי שכפה עליהם בית משפט. עיצוב מחדש של מבנה החובות אינו תהליך הנכפה עליהם, כי אם תהליך המתואם עמם ואשר יש להם שליטה רבה בו ובפירוטיו. יתרון רביעי למשא ומתן הפרטי הוא שהאווירה במשא ומתן ישיר ובלתי אמצעי עשויה להיות חיובית יותר ולהפחית מעוצמת הרגשות השליליים והתסכולים הנלווים לא פעם להליכים לעומתיים המתנהלים בבתי משפט. לבסוף, משא ומתן כאמור עשוי להתגלות כדרך יעילה יחסית וזולה בעלויותיה בהשוואה להליך רשמי המתנהל תחת שרביטו של בית המשפט.⁵ משא ומתן כאמור אינו דורש מן החברה עמידה בדרישות נוקשות של גילוי, בהגשת דו"חות רשמיים תקופתיים ובמועדים שבית המשפט קובע. גמישות זו תחסוך לחברה עלויות כספיות הקיימות בהליך הבראה רשמי. חיסכון זה יועיל לחברה ולנושיה כאחד.

2. חסרונות ההבראה ההסכמית

11.8 לצד היתרונות הרבים של תכניות הבראה המתגבשות מחוץ לכותלי בית המשפט, יוזמות אלה לוקות גם בחסרונות אחדים.⁶ חסרונות אלה הם:

- (א) נקיטה עצמאית של הליכים בידי נושה.
- (ב) היעדר האמצעים המשפטיים להבראה.
- (ג) הצורך בהסכמה פה אחד.
- (ד) חוסר איזון בכוח המיקוח.

(א) נקיטה עצמאית של הליכים בידי נושה

11.9 ליוזמה הפרטית להבראת חברה מחוץ לכותלי בית המשפט יש מגבלה חמורה ההופכת אותה לשברירית במיוחד. כזכור, משבר כספי מְעָרַב נושים רבים. לפיכך, המשא ומתן שיתנהל לשם התמודדות עם המשבר הכספי יהיה מטבעו משא ומתן רב-צדדי. לצד החייב, ישתתפו בו נושים שונים, בעלי העדפות שונות. לצד נושים אשר יתמכו ביוזמה, עלולים להימצא נושים שיתנגדו לניסיון ההבראה

5 Staurt C. Gilson, Kose John & Larry H. P. Lang, *Troubled Debt Restructuring: An Empirical Study of Private Reorganizations of Firms in Default*, 27 J. FIN. ECON. 315 (1990)

6 ראו גם ישראל קנטור "נושים מובטחים – מול חברה קורסת וחברה בשיקום פתרון לדורות והצורך בפתרון לשעה" רבעון לבנקאות כט 85, 89 (התשנ"א); מיכל הורוביץ הגנה על זכויות עובדים במסגרת הבראת חברות 179–180 (התשס"ג).

האמור. נושים המתנגדים ליוזמה הפרטית יסרבו לקבל עליהם פסק זמן מרצון. הם ימשיכו בהליכי גבייה מן החייב וישתמשו בסעדים שהדין מעמיד לרשותם לשם מימוש זכויותיהם.⁷ פעולות יחידניות אלה עלולות לסכל את היוזמה הנרקמת. באין כל שליטה משפטית בפעולות הגבייה של הנושים כולם, מתחילה יוזמת הבראה פרטית מעמדת נחיתות. זוהי יוזמה גמישה אך שברירית. היא תלויה בהסכמה מלאה של נושי החברה. אף כי הסכמה כאמור היא בת השגה, ההשגה כרוכה בתיאום פרטי דו-צדדי עם כל אחד מן הנושים. תיאום כאמור כרוך בעלויות ועלול להימצא בזבזני.⁸

11.10 חיסרון זה בולט בעיקר בשווקים המתאפיינים בהרכב חובות מבוזר.⁹ בשווקים שבהם חלק לא-מבוטל מחובות החברה הוא כלפי מחזיקי סדרות של אגרות חוב, גדל מספר הנושים הממוצע של חברה, ובעיות התיאום בין הנושים גדלות גם הן.¹⁰ אכן, ציינתי לעיל כי עד לראשית שנות האלפיים התאפיין השוק הישראלי, בדומה לזה האנגלי, בחובות ריכוזיים, אך השוק הישראלי השתנה מאז באופן ניכר.¹¹ חברות ישראליות, ובראשן החברות הציבוריות, גיוונו את מקורות המימון שלהן ונעו ממימון בנקאי מסורתי גם למימון חוץ בנקאי, בין מגופים מוסדיים ובין בגיוסים בשוק ההון. לפיכך, החיסרון האמור מחריף ומקשה לגבש יוזמות הבראה הסכמיות מחוץ לבית המשפט.¹² אכן, למראה ההתכתשויות הפומביות וההדלפות התקשורתיות שהיינו עדים להן בהליכי ההבראה הרשמית שעברו החברות הגדולות במשק הישראלי מאז פרוץ המשבר הפיננסי העולמי,¹³ נקל להפנים את החסמים ואת הקשיים המעשיים העומדים בפני החברות ונושיהן בגיבוש הבראה הסכמית מחוץ לבית המשפט.

7 מקרה מובהק שבו עלולה החברה להיחשף למאמצי גבייה מצד נושה (או נושים), חרף קיומו של משא ומתן ידידותי, הוא כאשר תובע זכה בפסק דין אזרחי נגד החברה ועתה הוא מבקש לממש את זכיותו בלשכת ההוצאה לפועל. נושה כאמור לא יסכים בהכרח להמתין מפאת קיומו של משא ומתן עם מלווים בנקאיים של החברה. דברים אלה כוחם יפה אף כאשר מדובר בתובענה ייצוגית נגד החברה.

8 דוגמה מובהקת לקשיי תיאום כאמור, כפי שהתגלו בניסיון הצלתה של "כור", מפורטת אצל בני גאון **רק המעז מנצח** 128–160 (התשנ"ז).

9 עם זה, בשוק שבו החובות מרוכזים בידי כמה נושים בנקאיים, עלולים הבנקים להכשיל משא ומתן לגיבוש הסכם הבראה מחוץ לכותלי בית המשפט ולדחוף את חייביהם לפירוק, בשל רצון לשמור על תדמית של נושה קשוח. תדמית זו מסייעת לבנקים, כנושים, בהתמודדותם עם חייבים אחרים אשר יהססו לסכן את השקעות הבנקים בהם. ראו Aydin Ozkan, *Corporate Bankruptcies, Liquidation Costs and the Role of Banks*, 64 MANCHESTER SCHOOL ECON. & SOC. STUD. 104 (1996).

10 ראו גם Jennifer Payne, *The Role of the Court in Debt Restructuring*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2902528> (January 20, 2017), text accompanying footnote 7.

11 לסקירת מאפייני שוק ההון הישראלי והתמורות שפקדוהו בשנות האלפיים, ראו לעיל פרקים חמישי ושישי.

12 מטעם דומה, משך בשנים האחרונות הבנק המרכזי של אנגליה את ידיו מעידוד פעיל של תכניות ההבראה ההסכמיות, המכונות The London Approach. ראו http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/businessandhousehold/corporate_workout.htm.

13 ראו, למשל, המאבק אשר התרחש במהלך הסדר החוב בחברת אפריקה ישראל. גיל קיליאן "אפריקה תוקפת חזיתית את מחזיקי אג"ח ט': מאבקם אינו מוצדק" **כלכליסט** (15.11.2009), זמין באתר: <https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3367460,00.html>. ומן הצד השני, גיל קיליאן "בעל אג"ח ט' שוב תוקפים את ההסדר באפריקה: מתבססים על עובדות שגויות" **כלכליסט**

(ב) היעדר האמצעים המשפטיים להבראה

11.11 יוזמת הבראה מחוץ לכותלי בית המשפט עלולה לפגום, בטווח הארוך, בהשאת הערך לחברה, שכן היא חסרה כלים אחדים הקיימים בהליך רשמי של חדלות פירעון והמסייעים בהבראתה של חברה. עם כלים אלה ראוי למנות את עיכוב ההליכים,¹⁴ עדיפותו של מממן הליך ההבראה ויכולת בעל התפקיד לאמץ חוזים אשר עדיין טעונים קיום על ידי שני הצדדים, אך הם רווחיים לחברה, ולוותר על חוזים כאמור המסבים לה הפסדים כספיים.¹⁵ ללא כלים אלה ניתן להסכים לכל היותר על שינוי מבנה ההון והמימון של החברה. ברם, לא ניתן לערוך לחברה ניתוח שורש כלכלי, לרבות שינויי הסדרים חוזיים, בין שאלה חוזי שכירות או חוזי עבודה, אשר ישפיעו לטווח ארוך על הפעלתה ועל רווחיותה. תכניות הבראה מחוץ לבית המשפט עלולות להיות אפוא תכניות הבראה "קוסמטיות", אשר משפרות את מצבה של החברה בטווח הקצר. ברם, ספק אם הן תחסוכנה מן החברה ומנושיה בטווח הארוך את הצורך לשוב ולהידרש לתכנית הבראה נוספת, בשל הותרתם של נושאי ליבה כלכליים ללא טיפול מעמיק בהבראה הראשונה.

(ג) הצורך בהסכמה פה אחד

11.12 גם בנסיבות שבהן התקדמה היוזמה הפרטית וגובשה תכנית הבראה לחברה, אימוצה של התכנית ותחולתה ידרשו הסכמה פרטית של כל אחד מן הנושים. מחוץ להליך רשמי של חדלות פירעון, טעונה כל סטייה מזכות תביעה של נושה הסכמת אותו נושה מסוים שאת זכויותיו מצמצמים. לפיכך, כל עוד לא השיגה התכנית המתגבשת תמיכה מלאה של כל נושי החברה, לא פחות, היא לא תשיג את יעדה. השגת תמיכה מלאה לחלוטין היא כמובן קשה ביותר מבחינה מעשית. לשם השגת תמיכה כאמור תידרש עבודת שתדלנות מקדימה ומקיפה. ברם, שתדלנות כאמור כרוכה אף היא בעלויות ניכרות. היא גם פותחת פתח רחב לסחטנות-בכוח מצד כל נושה בודד.¹⁶ כל נושה היודע כי הסכמתו היא דרישה

http://www.calcalist.co.il/Ext/Comp/ArticleLayout/CdaArticlePrint1280/ (29.11.2009), זמין באתר: http://www.calcalist.co.il/Ext/Comp/ArticleLayout/CdaArticlePrint1280/0,16492,3369252,00.html

Gertner & David Scharfstein, *A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law*, 46 J. FIN. 1189 (1991). אכן, כניסיון לפתור בעיה מעשית זו, הועלתה הצעה לכלול תניה בכל חוזי ההלוואה, ולפיה בעת שהחייב נקלע לקשיים כספיים ומנהל משא ומתן רב-צדדי עם נושיו להיחלצות ממצבו, תושעה זכות הגבייה של כל מלווה לפרק זמן מוגדר. ראו *Financial Distress as a Noncooperative Game: A Proposal for Overcoming Obstacles to Private Workouts*, 102 YALE L.J. 2205 (1993). נוסף לכך, הליך המשא ומתן המוגן, הקבוע במסלול ההבראה הקל של חלק י' לחוק חדלות פירעון, קובע עיכוב הליכים מוגבל בניהול המשא ומתן. ראו סעיף 339 לחוק. ואולם, עיכוב הליכים זה אינו מספק. ראו להלן פסקה 12.55.

Sris Chatterjee, Upinder S. Dhillon & Gabriel G. Ramirez, *Resolution of Financial Distress: Debt Restructurings via Chapter 11, Prepackaged Bankruptcies, and Workouts*, 25 FIN. MANAGEMENT 5 (1996). על מימון הליך הבראה, ראו להלן פסקאות 11.37–11.41, 16.42–16.46. על חוזים נמשכים, הטעונים קיום, ראו להלן פרק ארבעה-עשר.

Sris Chatterjee, Upinder S. Dhillon & Gabriel G. Ramirez, *Coercive Tender and Exchange Offers in Distressed High-Yield Debt Restructurings: An Empirical Analysis*, 38 J. FIN. ECON. 333 (1995); John C. Coffee, Jr. & William A. Klein, *Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt*

בלעדיה אין לצורך יישום תכנית ההבראה, מחזיק בידי כוח הכרעה בעל עוצמה. כוח הכרעה זה מעודדו להתנהגות אנוכית של סחיטת פשרות מן היתר כתנאי להסכמתו.¹⁷ תופעה זו מערימה קושי נוסף בגיבוש תכנית הבראה.¹⁸

(ד) חוסר איזון בכוח המיקוח

11.13 במשטר משפטי אשר לא יקבע הליך הבראה רשמי, יתגלע חוסר איזון בין יכולת המיקוח של הנושים מזה, ושל החייב מזה. כאשר אין לחייב כל אפשרות משפטית לחלץ את עצמו מן המשבר הכספי שאליו נקלע אלא בהסכמת כל נושיו, ולפתח פירוק רובץ, יהיה החייב נתון בידיהם כחומר ביד היוצר. החייב יתגלה כחסר כל עמדת מיקוח. הנושים יוכלו להשליט באופן חד-צדדי את תנאיהם לפרישת חובותיו או לשמיטתם. הנושים, ובראשם הנושים הפיננסיים, יוכלו להקשיח עמדות, ונכונותם לפשרה תלך ותפתח.¹⁹ בתנאים כאלה יקשה לגבש הסכמות מאוזנות בין החברה, בעלי המניות בה והנושים. זאת ועוד: אפילו לדעת חסידי הגישה הגורסת כי התכלית הבלעדית של דיני חדלות פירעון היא השאת ערך לנושים והוזלת עלויות האשראי במשק, דומה כי היעדר חלופת הבראה רשמית בדין עלולה לעודד נוקשות יתר מצד הנושים הפיננסיים והמיומנים על חשבון נושים אחרים, מתוחכמים פחות ובעלי עמדת מיקוח חלשה יותר.²⁰

3. חוק חדלות פירעון: תמרוץ להבראה מחוץ לבית המשפט

(א) אמצעי התמרוץ

11.14 חוק חדלות פירעון ייחד חלק ליוזמות הבראה שיתקיימו מחוץ לבית המשפט.²¹ חלק זה מבקש לקדם הבראות הסכמיות כאמור, בלי שיתנהלו לאורך כל הדרך תחת פטישו המונף של בית המשפט. התקווה היא לקידום הבראות באופן ידידותי וענייני, תוך מזעור העוצמות הרגשיות וההתנגשויות שעוללות לאפיין הליך רשמי המתנהל בבית המשפט. החברה ונושיה יפנו לבית המשפט רק בשלב

Tender Offers and Recapitalizations, 58 U. CHI. L. REV. 1207 (1991); Mark J. Roe, *The Voting Prohibition in Bond Workouts*, 97 YALE L.J. 232 (1987); Gertner & Scharfstein, *Prohibition in Bond Workouts*, 97 YALE L.J. 232 (1987).
14. Lloyd Cohen, *Holdouts and Free Riders*, 20 J. LEG. STUD. 351 (1991) 17
18 על חיסרון זה, כשלעצמו, ניתן להתגבר בדרך של גיבוש הסכמה רחבה באופן יחסי מחוץ לכותלי בית המשפט ופנייה בעקבות זאת לבית המשפט לשם כינוסן של אסיפות נושים להצבעה על ההסכמה האמורה ואישורה על ידי בית המשפט כתכנית הבראה (או, בלשון החוק: הסדר בין החברה לבין נושיה). אישור כאמור טעון הכרעה רובנית ולא הסכמה פה אחד של כל הנושים. ראו סעיפים 85 ו-324 לחוק חדלות פירעון. קדם להם סעיף 350(ט) לחוק החברות. עם זה, שאר החסרונות הטמונים בגיבושה של תכנית הבראה מחוץ לבית המשפט, המנויים בכתב העיקרי, אינם נפתרים בהנהגה זו.
19 להשקפת החסידים האדוקים של הגישה הכלכלית, אין בהקשחת עמדות זו כל רבב. סוף סוף, לשיטתם, אין לחברה (כחייב) כל ערך עצמאי בר הגנה הנבדל מעניינם של הנושים הכספיים. לפיכך, עמדותיו של החייב במשא ומתן אינן חשובות כל עיקר. ברם, כאמור, אני חולק על גישה ערכית זו.
20 מגבלה נוספת של יוזמות הסכמיות מחוץ לכותלי בית משפט היא שהן עשויות לפעול רק בנסיבות שבהן החייב ומנהליו שמרו על יחסים עסקיים תקינים עם המלווים העיקריים ונותר אמון בין הצדדים. בנסיבות שבהן האמון של המלווים בהנהלת החייב אבד, יוזמות אלה לא יצלחו. ראו Morrison, לעיל ה"ש 4.
21 חלק י' לחוק.

האחרון, לאחר גיבוש ההסכמות, לשם ההכרעה הרובנית באסיפות הנושים. החוק אכן יוצר תנאים סביבתיים אשר יעודדו צדדים להידרש להבראות ההסכמיות מחוץ לכותלי בית המשפט. שלושה תמריצים עיקריים יש בחוק בעניין זה: ראשית, המסגרת הרשמית שבה יפעלו החברה והנושים מכונה "הסדר חוב שלא במסגרת צו לפתיחת הליכים". החברה חשופה פחות לתיוגה בתיוג כספי שלילי רשמי. ברם, החוק מעצים זאת. החוק חופן את הליך ההבראה הרשמי בבית המשפט תחת כנפי "צו פתיחת הליכים". אמנם, שם ההליך אינו מעיד דווקא על חדלות פירעון של החברה. אולם, החוק דורש את חדלות פירעונו של החייב, או את היותו על סף חדלות פירעון (בבקשות שהחייב עצמו מגיש), כתנאי לפתיחת ההליך.²² ביוצרו הנגדה ברורה בין שני המסלולים, זה הרשמי שהוא הליך של חברה חדלת פירעון, וזה הלא-רשמי, שלא יישא כל תגית מפוקפקת כאמור, נראה כי החוק ימריץ את החברות, רובן ככולן, לפנות דווקא אל עבר המסלול הלא-רשמי.²³

11.15 שנית, ניהול משא ומתן בין החברה לבין נושיה מחוץ לכותלי בית המשפט אינו משנה דבר בממשל התאגידי של החברה. ניהול המשא ומתן ירוכז וינווט על ידי נושאי המשרה בחברה, ולא יתמנה כל בעל תפקיד חיצוני.²⁴ לעומת זאת, החוק דורש כי בעת פתיחתו של הליך רשמי ימנה בית המשפט בעל תפקיד שיחליף את נושאי המשרה בחברה, והוא אינו מבחין לעניין זה בין הליך של הבראה לבין הליך של פירוק.²⁵ הלכה למעשה, המסלול הקל להבראת חברות – מחוץ לבית המשפט – מאפשר לחברה להתנהל בדומה למשטר ה-debtor-in-possession של Chapter 11. לעומתו, הליך ההבראה הרשמי מונע זאת, למעט במקרים חריגים. זהו תמריץ מובהק לנושאי המשרה ולבעל השליטה בחברה שלא להידרש למסלול ההבראה הרשמי בבית המשפט, אלא לעשות כל שלאל ידם כדי לקדם הבראה מוסכמת, במסלול הקל, ללא מעורבות בית המשפט עד לשלב אישורה של התכנית. אכן, השפעתה של סוגיית השליטה וקבלת החלטות בהליך הבראה על עצם פתיחת ההליך, על עיתויו וסוג המסלול המסוים שייבחר, נדונה כבר בהרחבה בפרקים קודמים.²⁶

11.16 שלישית, בעת ניהול משא ומתן מוגן על פי המסלול הקל להבראת חברות של חלק י' לחוק נהנית החברה מזכות בלעדית להצעת תכנית הבראה שתידון בינה לבין נושיה. בלעדיות כאמור אינה מפורשת במסלול ההבראה המלא שבחלק ב' לחוק. במסלול זה החברה עלולה אפוא להיחשף להצעת תכנית הבראה חלופית מטעם נושיה.

- 22 סעיפים 7(א)(1), 9 לחוק.
- 23 יוער כי חלק י' אינו שולל אפשרות שלפיה גם חברה שהיא חדלת פירעון מבחינה מאזנית תפנה למסלול ההבראה "בלא צו לפתיחת הליכים". ראו סעיף 321 להצעת חוק חדלות פירעון ודברי ההסבר לו.
- 24 עם זה, לפי פרק ד' לחלק י' לחוק חדלות פירעון, עשויה החברה לפתוח ב"משא ומתן מוגן" מול הנושים. אם כך תבחר החברה לעשות, יהיו הנושים זכאים למנות נציג מיוחד מטעמם לדירקטוריון החברה לתקופת המשא ומתן המוגן. ראו סעיף 341 לחוק.
- 25 אי מינוי בעל תפקיד, והותרת נושאי המשרה לנווט הליך הבראה רשמי של החברה בבית המשפט, הם בבחינת חריג שקבע המחוקק, ולא הכלל. ראו שם, סעיף 33.
- 26 לעיל פרקים שמיני ותשיעי.

11.17 לאור קיומם של התמריצים האמורים, ניתן להעריך כי חלק י' לחוק, "הסדר חוב שלא במסגרת צו לפתיחת הליכים", יהפוך הלכה למעשה למתכונת ההבראה העיקרית, שלא לומר הבלעדית כמעט, של חברות בישראל. לעומת זאת, השימוש בפועל בהליך ההבראה הרשמי יהיה מן הסתם מועט.

(ב) ביקורת עיונית

11.18 המבנה החקיקתי שמציב החוק בעניין זה מעורר קשיים אחדים. ראשית, אין זה ברור מדוע יש בכלל להסדיר בחוק מסלול משא ומתן להבראה שמתנהל מחוץ לבית המשפט. סוף סוף, זהו משא ומתן חוזי לכל דבר ועניין. טרם אישור תכנית ההבראה אין כל שינוי של זכויות משפטיות או מניעה כלשהי המוטלת מבחינה משפטית על החברה מזה, או על הנושים מזה. דומה כי ההוראה המשפטית היחידה הנדרשת היא הוראה המאפשרת פנייה לבית המשפט לשם כינוס אסיפות, הצבעה והכרעה רובנית. ברם, אף לשם כך אין כל צורך בהוראות חוק נפרדות. דיים לחברה, לנושיה ולבעלי מניותיה שיפנו לבית המשפט בהליך ההבראה הרשמי ויבקשו באופן מעשי כינוס אסיפות לצורך הצבעה. הוראה כאמור נמצאת בהליך ההבראה הרשמי. לפיכך, דומה כי הצורך בחקיקת הוראות נפרדות בעניין זה אינו קיים.

11.19 יטען הטוען כי הוראות החוק נועדו לעודד ניהול משא ומתן חוזי בין הצדדים שיתקיים ב"צל" הדין המחייב. ברם, אף לשם כך אין צורך בחקיקה נפרדת. משקבע המחוקק מסלול פירוק והבראה רשמי, יכולים כל הצדדים לנהל כל משא ומתן חוזי שימצאו לנכון בצל הליך זה.²⁷ אין צורך בחקיקה נוספת ייעודית בנדון. אכן, בארצות-הברית, ה-pre-packaged reorganizations נערכים ב"צילו" של Chapter 11, לא ב"צילו" של הליך נפרד או מקביל לו. גם ההכרעה הרובנית לאישורו של ה-prepackaged plan מושגת באמצעות היזקקות ל-Chapter 11 עצמו עם גיבוש ההסכמות בין הצדדים למשא ומתן.

11.20 קושי שני שמעורר המבנה החקיקתי של חוק חדלות פירעון הוא שהחוק צפוי לתעל כמעט את כל יוזמות ההבראה למסלול ההבראה החוץ שיפוטי. לנוכח מגבלות ההבראה החוץ שיפוטי, שנזכרו לעיל,²⁸ עלול הדבר להוביל לניהול משא ומתן בתנאים לא יעילים ולגיבוש תכניות הבראה הרחוקות מלהיות מיטביות. כל עוד לא ניתן לרסן את כל הנושים, בהיעדר עיכוב הליכים, ולא ניתן לנתח את החברה ניתוח שורש משפטי (באמצעות התערבות ביחסים החוזיים), יקשה על החברות לגבש בהצלחה תכניות הבראה של ממש. דברים אלה מקבלים משנה תוקף כאשר לחברות התפעוליות (להבדיל מחברות החזקות גרידא), שהן רובן של החברות במשק. בחברות אלה אין די בעיצוב מבנה ההון מחדש

27 יתר על כן, אם המחוקק ייחס חשיבות רק למשא ומתן המתקיים ב"צל" החוק, והוראות החוק עצמן חשובות פחות, ניתן יהיה לשוב אל ימי טרום התשנ"ה-1995, שבהם נערך משא ומתן בין חברה לבין נושיה ללא הליך של הבראה על פי חוק. המשא ומתן התנהל בשנים ההן ב"צל" חלופת הפירוק הממתינה מעבר לאופק. דא עקא שמשאים ומתנים כאמור אינם מאוזנים והם מאפשרים לנושים לסחוט את החברה יתר על המידה. ראו עוד לעיל פסקה 11.13.

28 לעיל פסקאות 11.9–11.13.

כדי לחלץ את החברה מתחלואיה. נדרש גם שינוי במערכות הארגונית, התפעולית והמסחרית של החברה. כאמור, את זאת יתקשו חברות להשלים ללא האמצעים המשפטיים שמעמיד לרשותם הליך הבראה מלא בבית המשפט. החוק לוקה אפוא בכך שהוא מציב אמצעים משפטיים נאותים להבראה של חברות בגדרו של הליך ההבראה המלא והרשמי, אך בה בעת הוא ממריץ את החברות להדיר את רגליהן מהליך זה לטובתו של המסלול הקל, שהוא נטול האמצעים המשפטיים האמורים.

ג. פיצול תאגידים

11.21 החלופה השנייה אשר יש בה כדי לסייע לנושים לצמצם את תלותם בבית המשפט ובשיקול דעתו בנוגע ליישוב משבר כספי של החייב היא החלופה של פיצול תאגידים. פיצול תאגידים משמרו הוא שלפני העמדת אשראי לחברה, תקים החברה אישיות משפטית חדשה אשר תהיה בשליטתה. האישיות החדשה שתוקם תהיה, על פי רוב, אישיות ייעודית לגיוס המימון החדש. כאמור בפרק שמיני לעיל, אישיות זו מכונה בחיי המעשה ובספרות המקצועית (SPV) special purpose vehicle. אישיות זו תגייס את המימון החדש, בין באמצעות הלוואה בנקאית ובין באמצעות הנפקתן של אגרות חוב. כספי המימון יועברו מן ה-SPV אל החברה השולטת (צרכנית המימון המקורית), כנגד נכסים שהועברו מן החברה ל-SPV בעת הקמתה של האחרונה. נכסים אלה משמשים כביטחון למימון שגייסה ה-SPV. בפרק שמיני הבהרתי כיצד השימוש ב-SPVs עשוי לסייע למממן חדש לבודד עצמו מפני יוזמות של הליכי חדלות פירעון שאינן מקובלות עליו.²⁹ עיקר פועלם של הפיצול התאגידי והקמת ה-SPV הוא בצמצום ההסתברות שהחייב (כלומר, ה-SPV) ייקלע להליך רשמי של חדלות פירעון שלא על דעתו של המממן שלו.³⁰ בשל צמצום ההסתברות האמורה, תאגידים אלה מכונים בארצות-הברית גם bankruptcy remote entities.³¹ צמצום ההסתברות שהחייב ייכנס להליך של חדלות פירעון מצמצם את תלותו של המממן בהחלטות החברה השולטת ב-SPV ובהתנהגות נושיה האחרים. ברם, חשוב לא פחות הוא שהפיצול התאגידי משחרר את המממן מתלותו בבית המשפט. לא שיקול דעתו של בית

29 לעיל פסקה 8.25.

30 בשל צמצום ההסתברות שה-SPV ייקלע להליך חדלות הפירעון, הוא ייהנה בדרך כלל מדירוג אשראי גבוה יותר מדירוג החברה-האם השולטת בו. כך תוכל הקבוצה העסקית לגייס מימון במחיר זול יותר ממחיר גיוס באמצעות החברה-האם עצמה. ראו Joseph C. Shenker & Anthony J. Colletta, *Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers*, 69 TEX. L. REV. 1369, 1373–1375 (1991); Steven L. Schwarcz, *The Alchemy of Asset Securitization*, 1 STAN. J. L. BUS. & FIN. 133, 136–138 (1994).

31 על מגוון האמצעים שנועדו להרתיע חייב מליזום פתיחת הליך של חדלות פירעון בעניינו, ראו גם Michael D. Fielding, *Preventing Voluntary and Involuntary Bankruptcy Petitions by Limited Liability Companies*, 18 BANK. DEV. J. 51 (2001); Lynn LoPucki, *The Death of Liability*, 106 YALE L. J. 1 (1996); Randal C. Picker, *Pulling a Rabbi Out of His Hat: The Bankruptcy Magic of Dick Posner*, 74 U. CHI. L. REV. 1845 (2007).

המשפט יקבע אם יתנהל הליך של חדלות פירעון בנוגע לחייב ואם כן – איזה הליך. הפיצול התאגידי מסייע למממן להשיג מעמד כמעט בלעדי להחליט אם יפתח הליך כאמור, אם לאו.³²

11.22 הפיצול התאגידי נבדל מגיבוש תכנית הבראה מחוץ לכותלי בית המשפט. פיצול תאגידי מכין מבעוד מועד תשתית משפטית למצב הכלכלי של חדלות פירעון. גיבוש תכנית הבראה מחוץ לכותלי בית המשפט הוא יוזמה הנרקמת רק משנקלע החייב בפועל למשבר כספי. זו יוזמה התלויה בשיתוף פעולה וברצונם הטוב של נושים רבים. הפיצול התאגידי, לעומת זאת, מסייע למממן להבטיח מראש את שליטתו בתגובה המשפטית על המשבר הכספי. זהו יתרון גדול למממן. לפיכך, חלופת ה-SPV היא הבטחה גדולה בחיי המעשה. עם זה, חלופה זו משמשת יותר במימון חברות גדולות יחסית, המגייסות מימון בסכומים גבוהים במיוחד.³³ חלופה זו אינה נפוצה במימון של חברות קטנות יחסית. לפיכך, כאשר חברות שלא פוצלו לצורכי מימון נקלעות לחדלות פירעון, תיוודע חשיבות ליוזמת הבראה הנרקמת מחוץ לכותלי בית המשפט.

11.23 הפיצול התאגידי הוא תכנון עסקי מקובל בימינו. כפי שכבר הוסבר, הוא אכן עשוי לסייע לחברה ולנושיה להפחית את ההסתברות לחדלות הפירעון. הפיצול עשוי לגרום לכך שמממני התאגידי הייעודי (ה-SPV) ישלטו, למעשה, באופן בלעדי או כמעט בלעדי, בקביעת גורלו. יתרון עסקי זה הוא רצוי. אין בו פגיעה ממשית בחייב, בעובדיו או בנושים אחרים שלו.³⁴ על כן, שימוש בפיצול התאגידי עשוי לשרת את שוק המימון ולהפחית את סיכוני חדלות הפירעון. בכך הפיצול התאגידי הוא תרומה חיובית לעולם העסקים. ברם, עדיין אין בו כדי לשמש תחליף מלא לדיני חדלות פירעון, ודומה כי אין גם מי שיטען ברצינות כי הפיצול התאגידי לבדו מייצר את הדינים האמורים. ראשית, כאמור, הפיצול התאגידי אינו נחלתם של כל העסקים המאוגדים. זהו תכנון כספי המאפיין גיוסי כספים בסכומים ניכרים על ידי תאגידי גדולים יחסית. לפיכך, בעבור אותן חברות שלא נקטו תכנון כספי כאמור, דיני חדלות פירעון עודם חשובים וחיוניים ליישוב משבריהן הכספיים. שנית, גם בעבור חברות שנקטו פיצול תאגידי עדיין תיוודע חשיבות לדיני חדלות הפירעון. כאמור, הפיצול התאגידי אינו מבטל לחלוטין את סיכוני חדלות הפירעון. אם אחת החברות המפוצלות תיקלע, בכל זאת, למשבר כספי,

32 המממן אף נוהג להוסיף תניה בחוזה הקובעת כי ה-SPV תהיה מנועה מלנהל כל עסק נוסף. ובכל זאת, בלעדיות מוחלטת אינה מובטחת לו. כפי שכבר הובהר לעיל בפסקה 8.25, ה"ש 55, נושאי משרה ב-SPV חבים חובות אמון כלפיה כמכלול, ולפיכך עלולים לפנות לבית המשפט, חרף מנגנוני ההגנה ששתל המממן, ולבקש פתיחת הליך של חדלות פירעון כאשר הם מסיקים כי כך דורשת טובתה של החברה האמורה. משום כך מהווים ה-SPVs חברות שההסתברות לחדלות הפירעון שלהן נמוכה, אך בפירוש אין הן חסינות לחלוטין מפני חדלות פירעון. ראו WEIL, GOTSHAL & MANGES, REORGANIZING FAILING BUSINESSES Vol I, 4-20-4-21 (2003).

33 ראו, למשל, Claire A. Hill, *Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons*, 74 WASH. U. L. Q. 1061, 1075-1076 (1996).

34 אמירה זו מניחה כי אכן התאגידי הייעודי מתנהל כאישיות נפרדת לכל דבר וכי התמורה שהוא שילם לחברה המקורית כנגד הנכסים שהחברה העבירה לידיה היא אכן תמורה כלכלית הולמת. אם אחת משתי הנחות אלה אינה מתקיימת, תלקה כשרותו של התאגידי הייעודי ויהיה אפשר לעורר טענות משפטיות כלפי תוצאות הפיצול התאגידי.

עדיין יידרשו דיני חדלות פירעון לשם יישוב המשבר.³⁵ ואמנם, פרוץ המשבר הפיננסי בארצות-הברית בשנת 2008 העיד כמאה עדים על היעדר החסונות של תאגידים מפוצלים ותאגידים ייעודיים (SPVs) מחדלות פירעון. אל רבים מתאגידים אלה הועברו נכסים בעלי תוחלת כלכלית מפוקפקת, ובראשם זכויות תביעה מגובות במשכנתאות, כלפי חייבים מוחלשים, נטולי יכולת פירעון של ממש.³⁶ התוכן הכלכלי החלש שנוצק אל תוך תאגידים אלה עורבל היטב ועורפל מעיני המשקיעים בניירות הערך של תאגידים אלה. הדבר הוביל, בסופו של דבר, לכך שתאגידים אלה לא היו יכולים לפרוע את חובותיהם ולהתפוצצות רבתי של בועה פיננסית בשוק. נמצאנו למדים כי הפיצול התאגידי הוא אמצעי של השוק העשוי לשפר את העסקאות הכספיות במשק. אולם, שימוש בלתי מבוקר בו עלול גם לייצר משבר כלכלי או, למצער, להחריפו. לפיכך, ברי כי הפיצול התאגידי אינו מייתר את דיני חדלות הפירעון. לכל היותר, הוא עשוי להשלימם.³⁷

ד. הסכמת נושה כתנאי לפתיחת הליך של חדלות פירעון

1. התניה חוזית מעיקרא על נקיטתו של הליך חדלות פירעון

11.24 חלופה נוספת שהוצעה בספרות להגנת עניינם של נושים המבקשים להתקין עצמם מבעוד מועד לחדלות פירעון של החייב היא תניה חוזית מפורשת, בהסכם ההלוואה, המותירה את מלוא סמכות ההחלטה לנקוט הליך של חדלות פירעון בעניינו של החייב – בידי הנושה.³⁸ בחוזה כאמור, החייב מוותר מראש על זכותו לפנות לבית המשפט ולבקש הליך של חדלות פירעון.³⁹ גרסה חלופית שהוצעה בספרות היא כי הצדדים יתנו מראש בחוזה ביניהם איזה הליך של חדלות פירעון יהיה זכאי החייב ליזום.⁴⁰ לפי חלופה זו, תיוותר לחייב סמכות להחליט כי בשלה השעה לפנות לבית המשפט ולבקש

35 לשאלה עד כמה יסייע הפיצול התאגידי למממן לשלוט בפתיחת הליך של חדלות הפירעון ובאופיו, ראו לעיל ה"ש 33.

36 זהו משבר ה-subprime. ראו לעיל פסקאות 6.1–6.2. ראו גם Viral Acharya, Thomas Philippon, Matthew Richardson & Nouriel Roubini, *The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies*, 18 FIN. MARKETS, INST. INSTRUMENTS 89 (2009).

37 השו"ש Steven L. Schwarcz, *Securitization Post-Enron*, 25 CARDOZO L. REV. 1539 (2004). לגישה ביקורתית כללית כלפי עסקאות איגוח והפיצול התאגידי ראו Kenneth C. Kettering, *Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development*, 29 CARDOZO L. REV. 1553 (2008).

38 חלופה זו היא ביטוי למשנת הדור השני לגישה הכלכלית לדיני חדלות פירעון. דיון מורחב בהתניה החוזית על דיני חדלות הפירעון נערך לעיל בפסקאות 3.24–3.39.

39 אכן, תניות כאמור עשויות להועיל לנושה. אולם, הנושה עדיין חשוף לשתי סכנות: (א) סכנה שהחייב יפר את התניה ויבקש מבית המשפט לפתוח בהליך של חדלות הפירעון שנאסר עליו בחוזה ליזום. אכיפת התניה החוזית האמורה תהיה תלויה אפוא בגישת בית המשפט כלפי תניות חוזיות צופות פני חדלות פירעון. והלא משיקול דעתו של בית המשפט ביקש הנושה להימנע מלכתחילה; (ב) סכנה שנושה אחר, ולא החייב, ייזום את הליך חדלות הפירעון. לשתי סכנות אלה ניתן למצוא פתרונות באמצעות עיצוב מתאים של ה-SPV. ראו על כך לעיל פסקה 8.25.

40 Alan Schwartz מכנה תניות אלה בשם auction contracts. לטענתו, תניות אלה מופיעות לרוב בהסכמי מימון הנכרתים בין חברה, שכבר סובלת ממצוקה כספית ומחפשת אפיק מימון חדש, לבין נושה המתנה

פתיחת הליך של חדלות פירעון. החייב לא יידרש לקבל מראש את ברכתו של הנושה לפנייה לבית המשפט. ברם, רשות הפנייה של החייב לבית המשפט היא מוגבלת. החייב רשאי לבקש רק את ההליך שעליו הוסכם מראש עם הנושה בעת העמדת האשראי. לפיכך, אם הסכים החייב בחוזה עם הנושה כי בעת משבר כספי הוא יחזיר את הפונד לבית המשפט ולבקש פירוק בלבד, לא יורשה החייב לפנות לבית המשפט ולבקש את הבראת החברה, גם אם החייב סובר כי הבראה היא החלופה העדיפה בנסיבות לחברה ולכלל נושיה.⁴¹ לשם ייזום הבראה יידרש החייב לשכנע את הנושה ולקבל את הסכמתו. עם זה, התניה חוזית כאמור אינה אפשרית בישראל. חוק חדלות פירעון מאפשר להגיש בקשה לפתיחת הליך חדלות פירעון. אולם המבקש אינו יכול לבקש בקשה לפתוח הליך של פירוק דווקא או הליך של הבראה.⁴² שיקול הדעת בדבר המסלול שיינקט מסור לבית המשפט בלבד. לפיכך, התניה חוזית שתגביל את החייב לבקש רק פירוק אינה עומדת בהוראות החוק.

11.25 גרסה נוספת להתניה חוזית המבקשת לגונן על נושה ולהותיר בידיו את שיקול הדעת הבלעדי בשאלה אם לגבות מן החייב ואימתי, היא התניה בין החייב לבין הנושה על חסינותו של הנושה מפני עיכוב ההליכים שיחול בהליך חדלות הפירעון. בעת העמדת אשראי, מסכים החייב בחוזה עם המלווה כי אם ייקלע החייב לקשיים כספיים, ויפתח בעניינו הליך של חדלות פירעון, לא יעצור ההליך האמור בעד הנושה לגבות מן החייב את חובו. בהתניה זו, החייב מוותר על הכללתו של המלווה האמור בהליך הקיבוצי שעיקוב ההליכים מסייע לכווננו. המלווה יהיה בן חורין לפעול כלפי החייב, והליך חדלות הפירעון לא יכרסם בזכויותיו כלל ועיקר.⁴³

2. הוראת דין המחייבת הסכמת נושה לפתיחת הליך

11.26 דרך נוספת לצמצום שיקול הדעת בשאלות אם לנקוט הליך של חדלות פירעון בעניינו של החייב, ואם כן – איזה הליך, היא באמצעות הוראת דין הדורשת את הסכמתו המפורשת של נושה מסוים כתנאי סף לפתיחת ההליך. דרך זו דומה לחלופת ההתניה החוזית על הליכי חדלות הפירעון. כל אחת מדרכים אלה מפקיעה מבית המשפט את הסמכות להחליט על אודות עתידו של החייב, ומעבירה אותה לידי נושה מסוים של החייב. ההבדל היחיד הוא שבעוד חלופת ההתניה החוזית דורשת פעולה מפורשת מצד הנושה להשגת יתרון ייחודי זה, החלופה בדבר הוראת הדין מעגנת את היתרון האמור של הנושה בדין. דרך זו תאפשר לנושה להחליט באופן בלעדי בדבר גורל החייב. אפילו יסבור בית המשפט, לאור בקשה שהונחה לפניו על ידי החייב או על ידי אחד מנושיו האחרים, כי יש מקום לנקוט

את מימונו בהתחייבות כאמור של החברה. Alan Schwartz, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, 91 VA. L. REV. 1199, 1258–1261 (2005) ראו גם Steven Schwarcz, *Rethinking Freedom of Contract: A Bankruptcy Paradigm*, 77 TEX. L. REV. 515, 519–520 (1999)

41 Douglas G. Baird & M. Todd Henderson, *Other People's Money*, 60 STAN. L. REV. 1309 (2008)

42 עם זה, חייב תאגידי רשאי לציין בבקשתו כי הוא מבקש מבית המשפט שיורה על הפעלת עסקי התאגיד לפי שעה. סעיף 8(א) לחוק. על הגשת בקשה אחידה לפתיחת הליך של חדלות פירעון בישראל ראו גם לעיל פסקאות 4.73–4.74, 7.51.

43 תניות אלה מכונות foreclosure contracts. לעיל ה"ש 40.

בעניינו של החייב הליך מסוים של חדלות פירעון, יידרש בית המשפט לבטל את דעתו מפני סירובו של הנושה לנקוט הליך כאמור.

11.27 ביטוי לדרך זו ניתן למצוא בשיטות משפט שונות. עד לשנת 2002 עוגן דין כאמור במפורש בחוק האנגלי. סעיף 9(3) ל-Insolvency Act, 1986 קבע כי בית המשפט ידחה בקשת הבראה (administration) שהוגשה לו אם נוכח כי לנכסי החברה כבר מונה כונס נכסים (administrative receiver)⁴⁴. זאת ועוד, סעיף 9(2)(a) לחוק האמור קבע כי משהוגשה לבית המשפט בקשת הבראה בנוגע לחברה מסוימת, תימסר הודעה על אודות הבקשה לכל אדם הזכאי למנות כונס נכסים, כלומר לנושה המובטח בשעבוד צף. בעקבות הודעה כאמור, וכל עוד לא נתן בית המשפט צו לפתיחתו של הליך הבראה, היה הנושה המובטח בשעבוד צף זכאי למנות כונס נכסים.⁴⁵ מינוי כונס כאמור היה מפעיל את סעיף 9(3) האמור וחוסם את פתיחת הליך ההבראה. הוראות החוק האנגלי העניקו אפוא לנושה מובטח בשעבוד צף יתרון ייחודי רב עוצמה.⁴⁶ נושה זה החזיק, הלכה למעשה, בזכות ההכרעה הבלעדית אם יפתח הליך הבראה לחברה החייבת, אם לאו. שיקול הדעת של בית המשפט נסוג מפני החלטתו הפרטית של נושה המובטח בשעבוד צף. ההיסטוריה החקיקתית של סעיף זה מלמדת כי ועדת Cork, יוזמת ה-Insolvency Act, סברה שהליך הבראת חברה הוא מעיקרו הליך השלמה או נספח להליכי הפירוק וכינוס הנכסים. שני האחרונים נתפשו בעיני הוועדה כעיקר דיני חדלות הפירעון, ואילו הליך הבראת חברה נועד במקור לשמש רק בנסיבות שבהן נכסי החברה לא שועבדו כלל בשעבוד צף או שהנושה המובטח בשעבוד כאמור ויתר על הליך כינוס הנכסים. מכיוון שהליך הבראת חברה נחשב להליך משני בחשיבותו וטפל לכינוס הנכסים, לא ייפלא כי המחוקק הותיר את החופש בידי נושה המובטח בשעבוד צף להחליט אם הליך זה יתקיים, או שהליך כינוס נכסים יתנהל במקומו. ברם, השאלה המעניינת יותר היא אם דין, הרואה את הליך ההבראה כחלופה שוות ערך לפירוק, יתנה את פתיחת ההליך בהסכמתו הבלעדית של נושה מסוים. ואמנם, הדין האנגלי עודכן פעם נוספת משנחקק ה-Enterprise Act, 2002. חוק זה ביקש, בין השאר, לשדרג את מעמדו של הליך הבראת חברה ולהופכו להליך עיקרי לחברות אנגליות הנתונות בקשיים כספיים. שדרוג זה בא במשולב עם דחיקתו הצדה של הליך כינוס הנכסים והפיכתו להליך של מימוש חיוכים גרידא, כפי שהוא נועד לשמש מעיקרא. אחד הביטויים בחקיקה לשינוי האמור הוא ביטול הוראת החוק שהעניקה לנושה המובטח בשעבוד צף שיקול דעת בלעדי בדבר פתיחת הליך הבראה.⁴⁷ כיום, נושה המובטח בשעבוד צף אמנם זכאי להגיש

- 44 רק נושה המובטח בשעבוד צף על נכסי החברה היה זכאי למנות כונס נכסים כאמור. דין דומה חל בקנדה לפני 1992. ראו Frank H. Buckley, *The American Stay*, 3 S. CAL. INTERDISC. L.J. 733 (1994).
- 45 Insolvency Act §10(2)(b).
- 46 Dan Prentice, Fidelis Oditah & Nick Segal, *Administration: Part II of the Insolvency Act 1986*, in CURRENT DEVELOPMENTS IN INTERNATIONAL COMPARATIVE CORPORATE INSOLVENCY LAW 81–83 (Jacob S. Ziegel ed., 1994).
- 47 Enterprise Act, 2002 §248. סעיפים Insolvency Act, 1986, §8 & Schedule B1, כפי שנחקקו באמצעות Enterprise Act, 2002 §248. סעיפים אלו החליפו במלואם את הוראות החוק המקורי בנוגע להליך ההבראה (administration).

באנגליה בקשה לפתיחת הליך הבראה, אולם כמוהו זכאים גם החברה, הדירקטורים שלה או נושיה האחרים להגיש בקשה כאמור.⁴⁸

11.28 הדין הנוהג בישראל נוטה חסד לנושים מובטחים ולשיקול דעתם. בשונה מן החוק האנגלי, החוק בישראל מעולם לא דרש במפורש את הסכמתו של נושה מסוים כתנאי סף לפתיחתו של הליך חדלות פירעון, בין הליך פירוק ובין הליך הבראה. משהוגשה לבית המשפט בקשה לפתיחתו של הליך חדלות פירעון, ההחלטה אם להיעתר לבקשה או לדחותה מסורה לשיקול דעתו של בית המשפט. עם זה, השתרשה בפסיקה בישראל מעין תורה שבעל-פה, ולפיה יש לעמדתו של הנושה המובטח משקל רב בשיקול הדעת של בית המשפט אם להיעתר לבקשת חברה לפתוח הליך להבראתה.⁴⁹ בקשה לעומתית תידחה על פי רוב. לכאורה, היזקקותם של בתי המשפט לאישור הנושה המובטח כתנאי מעשי מקדמי לפתיחתו של הליך הבראה הופכת את הנושה למחליט האמיתי בדבר גורלו של החייב. ברצותו, יפתח הליך הבראה, וברצותו תיחסם אפשרות זו בפני החברה. ואולם, גישה שיפוטית זו נבדלת, בכל זאת, מהוראת חוק המחייבת השגת הסכמה של נושה מובטח מסוים כתנאי מקדמי לפתיחת הליך של חדלות פירעון. ההבדל הוא בשני עניינים עיקריים: הבסיס המשפטי לכוחו האמור של הנושה המובטח בדין הישראלי הנוהג הוא מדיניות פרי יצירתם העצמאית של בתי המשפט. לאמיתו של דבר, בית משפט אשר מוגשת לו בקשה לפתיחת הליך הבראה מפעיל את שיקול דעתו העצמאי בנוגע לבקשה האמורה. שיקול דעתו המקצועי של בית המשפט הוא שמביאו לידי הטיית אוזן קשבת לעמדתו של הנושה המובטח בנדון. אמנם, לעמדה זו יש משקל נכבד בשל עדיפותו של נושה זה ובכורתו בקופת החברה. ברם, בסופו של דבר, שיקול הדעת וההחלטה הסופיים הם של בית המשפט לבדו. אף כי בית המשפט נוהג להתחשב בהתנגדות הנושה המובטח לפתיחת ההליך, אין הוא כפוף לעמדה זו כעניין משפטי. בית המשפט הוא בן חורין להחליט כראות עיניו. ואמנם, בנסיבות מסוימות, ייתכן שבית המשפט ימצא לנכון לפתוח הליך הבראה חרף התנגדותו של הנושה המובטח.⁵⁰ הגישה השיפוטית נבדלת מהוראת דין מחייבת בעניין נוסף: אפילו נראה בתורה שבעל-פה משום הכפפה של בית המשפט לעמדת הנושה המובטח, עדיין בית המשפט עשוי לפסוק בניגוד לעמדתו של נושה מובטח מסוים ולצוות על פתיחת הליך הבראה. כך יקרה בנסיבות שבהן קיימים נושים מובטחים אחדים ועמדותיהם

48 Insolvency Act, 1986, Schedule B1 ¶12(1)

49 ראו, למשל, פש"ר (מחוזי ת"א) 1397/02, בש"א 19407/02 בעניין זאבי תקשורת – מימון וניהול בע"מ, פסקה 45 (פורסם בנבו, מיום ז' כסלו התשס"ג, 12.11.2002); פש"ר (מחוזי ת"א) 1357/03, בש"א 12929/02 בעניין מיאב חברה קבלנית לבניין בע"מ, פסקה 12 (פורסם בנבו, מיום כ"ט כסלו התשס"ד, 24.12.2003); ע"א 456/84 ורשבסקי, פולין פרסומאים בע"מ נ' נופים מפעלים כלכליים, פ"ד לח (3) 471, 475 (התשמ"ד-1984); פר"ק (מחוזי ת"א) 10531-02-13 בעניין מרוולוס גרופ בע"מ (פורסם בנבו, מיום א' אדר התשע"ג, 11.2.2013); פר"ק (מחוזי ת"א) 61559-01-13 סמרה השקעות בינלאומיות בע"מ נ' סמרה (פורסם בנבו, מיום כ"ז שבט התשע"ג, 7.2.2013); פר"ק (מחוזי ת"א) 30126-06-14 בעניין לב האגם בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ד אייר התשע"ה, 3.5.2015); ורדה אלשיך וגרעון אורבך הקפאת הליכים – הלכה למעשה 97-100 (מהדורה שנייה, התשע"א).

50 ראו, למשל, פש"ר (מחוזי ת"א) 2548/08 בעניין מילומור בע"מ (פורסם בנבו, מיום ז' תשרי התשס"ט, 6.10.2008); פש"ר (מחוזי י-ם) 4304/07, בש"א 7689/07 בעניין אלומות מ.ג. הנדסה בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ח טבת התשס"ח, 27.12.2007); פר"ק (מחוזי חי') 8900-02-17 בעניין אור בטיחות וסחר ע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ג שבט התשע"ז, 9.2.2017).

חלוקות. כאשר אחדים מן הנושים המובטחים תומכים בבקשת החברה לפתוח הליך הבראה ואחרים מתנגדים לה, עשוי בית המשפט לצוות על פתיחת ההליך ולדחות את עמדת המתנגדים.⁵¹ דבר זה אינו אפשרי בשיטה משפטית השוללת בחוק מבית המשפט את הסמכות לצוות על פתיחת הליך עת נושה מובטח יחיד מתנגד לכך.

3. ביקורת עיונית

11.29 כפי שהובהר לעיל בפרק שלישי, הדרישה כי פתיחת הליך תהיה כפופה לאישורו של נושה – בעיקר בדרך של הוראה חוזית בנדון – הוצעה בעיקר על ידי אנשי הדור השני לגישה הכלכלית בארצות-הברית כחלופה אפשרית להליכי חדלות פירעון הנוהגים. הללו ביקשו להפוך את דיני חדלות הפירעון לדין מרשה בלבד, אשר ישמש כברירת מחדל שתחול אם לא התנו הצדדים אחרת.⁵² גם מלומדים אחדים באנגליה מצדדים בחוק הקודם שם, אשר הפקיד בידי נושה המובטח בשעבוד צף את הסמכות הבלעדית להחליט בשאלה אם ייפתח הליך הבראה של חברה, אם לאו.⁵³ השקפות העולם, שהוזכרו בדיון הערכי בפרק שלישי לעיל, ניבטות מבעד לעמדות המובעות בסוגיה הנוכחית, סוגיית הניצוח הבלעדי של נושים על הליכי חדלות הפירעון. את התנגדותי העקרונית להשלטת משטר חוזי בדיני חדלות פירעון הבעתי בדיון שם, ולפיכך אוכל לקצר כאן.

11.30 אציין אפוא בקצרה שניים מן הנימוקים העיקריים נגד אימוץ הדרכים האמורות כתחליף לדיני חדלות פירעון הנוהגים.⁵⁴ הנימוק האחד הוא, שמתן כוח בלעדי בידי נושה מסוים להחליט אלו הליכים יינקטו, אם בכלל, בנוגע לחייב שנקלע למשבר כספי, מעורר בעיית נציג בין נושה זה לבין יתר נושי החייב. אמנם, הנושה שבידיו מופקד כוח ההחלטה הבלעדי, בין באמצעות חוזה ובין מכוח הדין, הוא בדרך כלל הנושה המתוחכם, הנגיש יותר מכול למידע על אודות החייב ובעל היכולת לנתח ניתוח כלכלי את המידע האמור. הנושה הנבחר הוא מוסד פיננסי, על פי רוב – בנק. לפיכך, החלטתו תהיה החלטה הנחזית למקצועית ומושכלת. בית משפט אינו נהנה ממיומנות עסקית-פיננסית בת השוואה. ברם, לנושה האמור עלולים להיות סדרי עדיפות ומניעים פרטיים מדוע לבכר הליך גבייה מסוים על פני

51 ראו, למשל, פש"ר (מחוזי חי') 839/08 בעניין רעות אלקטרוניקה ורכיבים בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ו אב התשס"ח, 27.8.2008); פש"ר (מחוזי ת"א) 1739/02, בש"א 15361/02 בעניין פויכטונגר תעשיות בע"מ (פורסם בנבו, מיום ד' תשרי התשס"ג, 10.9.2003).

52 Alan Schwartz, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, 91 VA. L. REV. 1199 (2005); Alan Schwartz, *A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, 107 YALE L.J. 1807 (1998); Robert K. Rasmussen, *An Essay on Optimal Bankruptcy Rules and Social Justice*, U. ILL. L. REV. 1 (1994); Marshall E. Tracht, *Contractual Bankruptcy Waivers: Reconciling Theory, Practice, and Law*, 82 CORNELL L. REV. 301 (1997). לגרסה מתונה מעט יותר של הגישה החוזית לדיני חדלות פירעון, ראו Schwarcz, לעיל ה"ש 40 (המחבר מגביל את המלצתו להכרה בהתניות חוזיות על עיכוב ההליכים, רק כאשר הן מותנות בהסכם בין החייב למלווה בשעה שהחייב כבר נתון בקשיים כספיים).

53 John Armour & Sandra Frisby, *Rethinking Receivership*, 21 OXFORD J. LEG. STUD. 73 (2001). ראו גם Buckley, לעיל ה"ש 44 (תומך בכינוס הנכסים הקנדי שלפני 1992, אשר היה בשליטה בלעדית של הנושה המובטח).

54 לדיון מקיף בנימוקים נגד ההתניה החוזית לטובת נושה, ראו לעיל פסקאות 3.29–3.39.

אחר.⁵⁵ טובתו הפרטית של הנושה אינה משקפת בהכרח את הטובה הכללית של הנושים כולם. כך, למשל, הנושה עלול לבכר הליך מהיר של מימוש הנכסים המשועבדים לו (באמצעות כינוס נכסים) לשם פירעון חובו המובטח, ואפילו יתברר כי מימוש מהיר יהיה בעוכרי הקופה הכללית. בנסיבות שבהן הפעלת החברה והימנעות ממימוש ישיאו את ערך הקופה מעל לשיעור החוב שהיא חבה לנושה האמור, עלול הנושה לגלות אדישות כלפי השאת הערך הרצויה, שכן לו – מבחינה אישית – אין היא מניבה כל ערך מוסף.⁵⁶ לעומתו, בית משפט השוקל את אופי ההליך הרצוי, ישקלנו כשהוא נטול העדפות פרטיות. טובת המכלול היא שתעמוד לנגד עיני בית המשפט. ואמנם, בשל החשש האמור הודה אפילו אחד מן הדוברים המובהקים של הגישה החוזית לדיני חדלות פירעון, Alan Schwartz, כי אין לאכוף חוזים המתירים לנושה להתעלם מעיכוב ההליכים ולהוסיף לממש לבדו את בטוחותיו.⁵⁷

11.31 **הנימוק השני** הוא שהפקדת סמכות ההחלטה בעניין גורלו של החייב בידי אחד מנושיו הכספיים תביא לידי החלטה שתושחת רק על הערכתו הכלכלית של אותו נושה בדבר תזרים המזומנים העתידי של אותו חייב והשפעותיו על הסיכויים לפירעון חובו. שיקולים חברתיים, כגון החשיבות שבשימור התעסוקה, חשיבותו של החייב לספקיו, וכיוצא באלה, לא ישוקללו על ידי הנושה. לעומתו, בית המשפט עשוי בהחלט לשקול שיקולים כאמור. אכן, לדעת חסידי השיטה הכלכלית, האמונים על השאת הערך לנושים והזולת האשראי במשק כתכלית היחידה של דיני חדלות הפירעון, אין כל פגם בכך שהנושה ישקול רק את תזרים המזומנים של החייב. ממילא אין כל ערך נוסף בר הגנה לחייב. ברם, כפי שהובהר בפרק שלישי, אני מצדד בשיטה האחרת. לפי שיטה זו, לצד השאת הערך לנושים, ראויים להיבחן גם ערכים חברתיים נוספים בדיני חדלות פירעון. לפי השקפתי, קיים טעם לפגם של ממש בסביבה משפטית המעקרת בנחרצות כל שיקול דעת נוסף זולת תזרים המזומנים המשווער של החייב, כפי שהעריכו אחד מנושיו של החייב. מטעמים אלה, הותרת ההחלטה הבלעדית בעניין גורל החייב בידי נושה בודד אינה דרך ראויה לניהול הליכים של חדלות פירעון. לעניות דעתי, אין ליטול מבית

55 Buckley, לעיל ה"ש 44, טוען כי Chapter 11 האמריקני, עיכוב ההליכים החל ושימור ההנהלה המבצרת עצמה במעין "גלולת רעל" (poison pill), מעוררים חשש משיקול דעת שיפוטי שגוי אשר יביא לידי ריבוי הבראות מיותרות. לעומת זאת, כינוס הנכסים הקנדי עלול ללקות בהיפוכו של דבר: הוא עלול להביא לידי מימושים חפוזים מדי של נכסי החייב ומניעת הבראות ראויות. לשיטתו, גדול החשש הראשון מן האחרון. הוא טוען כי בחינה היסטורית מעלה שאימוץ עיכוב ההליכים ושליטת בית המשפט בהליך האמריקני נובעים מרצון של בתי המשפט הפדרליים שם להכניס תחת כנפיהם התדיינות משפטיות מושכות עין ושובות לב כתיקים של קשיים כספיים של חברות. ברם, בעשותם כך, הגדילו בתי המשפט את העלויות הכרוכות בגיוס ההון של החברות.

56 על ניגוד העניינים המובנה בין נושה מובטח לבין נושים לא-מובטחים של חייב, ראו לעיל פסקה 1.5, והאסמכתאות המובאות שם. ראו גם להלן פסקאות 11.39, 12.9.

57 Schwartz, לעיל ה"ש 40, בעמ' 1260–1261. לתיאור תניות חוזיות מעין אלה, ראו לעיל פסקה 11.25. עם זה, Schwartz קורא לאכוף תניות חוזיות המחייבות את החייב לנקוט הליך קיבוצי מסוים (כגון מימוש נכסים בהליך פירוק) ולמנוע בעד החייב שכך התחייב לנקוט הליך הבראה לכשייקלע לקשיים כספיים. על תניות כאמור ראו לעיל פסקה 11.24. אכן, תניות כאמור אינן מעוררות בעיית נציג, שכן הן עדיין מזקיקות את הנושה להליך קיבוצי ביסודו. ברם, תניות אלה עלולות ללקות בהיעדר רגישות לקבוצות עניין נוספות בחברה. עניין זה יידון בשורות הבאות בכתב העיקרי.

המשפט את הסמכות לקבל את ההחלטות המהותיות בעניין גורל חברה שנקלעה לקשיים כספיים. אף כי בית המשפט נופל מנושים פיננסיים במיומנותו העסקית, הוא נהנה מראייה ערכית, כוללת ונרחבת, החפה מהעדפות פרטיות.

ה. רציות החלופות הנדונות – סיכום

11.32 החלופות השונות, המחזקות את השפעת הנושים על הליכי חדלות פירעון בכלל, ועל הליך הבראת חברה בפרט, מעוררות את השאלה אם חלופות אלה, או חלקן, ראויות להחליף את דיני חדלות הפירעון הנוהגים. האם חלופות המעצבות את קשייה הכספיים של החברה בצלמו של הנושה וכדמותו עדיפות מהליך קיבוצי המתנהל לפי שיקול דעתו של בית המשפט? המצדדים בהמרת דיני חדלות הפירעון בחלופות השונות שנדונו לעיל טוענים שתי טענות עיקריות לתמיכה בעמדתם: הטענה האחת היא כי החלופות האמורות מעניקות לנושה ביטחון רב יותר מזה המובטח לו בדין כיום. בשולטו בעצם ההחלטה אם יתקיים הליך חדלות הפירעון, בתזמונו ובאופיו, מפיג הנושה את אי הוודאות הכרוכה בשיקול הדעת של בית המשפט. לא זאת אף זאת, נושה מתוחכם יהיה, על פי רוב, מיומן יותר מבית המשפט ויצויד בידע העסקי המקצועי הנחוץ לקבלת החלטה מושכלת יותר בדבר גורלו הרצוי של החייב בשל קשייו הכספיים. לפיכך, החלטתו עדיפה מהחלטה שיפוטית בנדון. על כן, כל דרך המעניקה מראש לנושה את סמכות ההחלטה הסופית בדבר גורלו של החייב, בנסיבות של משבר כספי של האחרון, תייעל את מערכת האשראי ותזילתה.⁵⁸ הוזלת האשראי במשק היא יעד יעילות רצוי בעבור החברות כולן, בהיותן צרכניות האשראי. הוזלת המימון תסייע לפיתוח הכלכלי ולצמיחה המשקית. זהו אפוא היתרון הטמון ביעילות המושגת מלכתחילה. הטענה השנייה מתמקדת ביתרונה המכריע של אחת החלופות, היא חלופת הבראה מחוץ לבית המשפט, לעומת דיני חדלות הפירעון הנוהגים. יתרון זה מתבטא בעלויותיה הנמוכות באופן יחסי של חלופה זו.⁵⁹ עלויות ההליך ממומנות מקופת החברה החייבת. הטענה היא אפוא כי גיבוש תכנית הבראה מחוץ לבית המשפט יחסוך עלויות לקופת החברה ובכך יסייע להשאת ערכה, לתועלת כל משקיעיה כאחד. זהו יתרון היעילות המושגת בדיעבד.

11.33 אין לכחד. החלופות השונות שנסקרו לעיל עשויות ליהנות מיתרונות אחדים לעומת דיני חדלות פירעון הנוהגים. ברם, בשל השיקולים השונים שנדונו לעיל באשר לכל אחת מן החלופות שהובאו, מסקנתי היא כי תכנון עסקי בדרך של פיצול תאגידי וגיבוש תכניות הבראה מחוץ לבית המשפט הם דרכים ראויות ליישוב המתחים הנלווים למשבר כספי של חברה. לעומתן, הפקדתו של כוח הכרעה

58 ראו, למשל, Robert K. Rasmussen, *Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy*, 71 TEX. L. REV. 51 (1992); William H. Meckling, *Financial Markets, Default, and Bankruptcy: The Role of the State*, 41 L. & CONTEMP. PROBS. 13, 21 (1977) ("[T]he evidence and economic theory strongly support the proposition that any increase (or decrease) in lending costs brought about by changes in the bankruptcy law will in the long run be passed along to borrowers or potential borrowers as lenders make their adjustment").

59 לעיל ה"ש 5.

בלעדי בעניין עצם קיומו של הליך חדלות פירעון בידי נושה בודד, בין מכוח הוראת חוק ובין באמצעות תניה חוזית, אינה ראויה.

11.34 זאת ועוד: על אף שתי הדרכים הראויות ליישוב מתחים בין החברה לנושיה, הן אינן מייתרות את הצורך בהליכים רשמיים של חדלות פירעון. הן עשויות רק להפחית את הצורך בשימוש בהליכים אלה, הלכה למעשה. ברם, הליכי חדלות הפירעון עודם חשובים ביותר וקיומם חיוני בשל שני היבטים עיקריים: חברות שנקלעו לקשיים כספיים בפועל, אפילו לאחר פיצול תאגידי, עדיין יזדקקו להליך ליישוב בעיותיהן הכספיות. אם גיבוש תכנית הבראה מחוץ לבית המשפט אינו מצליח, בשל אחד מן הקשיים הכרוכים ביוזמה כאמור, כי אז הליך רשמי של חדלות פירעון הוא הנתיב היחיד שסייע לחברה ולנושיה. זאת ועוד, וזה העיקר בעיניי, הדרכים החלופיות להליך רשמי של חדלות פירעון עשויות להועיל רק על רקע קיומם של דינים ושל כללי משחק להליכים רשמיים של חדלות פירעון. דברים אלה כוחם יפה במיוחד באשר לגיבוש תכנית הבראה מחוץ לבית המשפט. המשא ומתן שיתקיים בין הצדדים השונים יהיה מאוון באופן יחסי ומאיים דיו כלפי כולי עלמא, רק אם הוא יתקיים בצל ה"איום" בהליכים רשמיים של חדלות פירעון. כאשר כל צד למשא ומתן יחוש כי יש לו מה להפסיד אם יתעקש יתר על המידה, ולא יגלה נכונות לפשרה עם הצד שכנגד, יישא המשא ומתן פרי ותכניות הבראה יגובשו, בלא עזרת בית המשפט, בשיתוף פעולה יחסי בין הצדדים.⁶⁰ הצל המאיים של ההליך הרשמי, שממנו הצדדים חפצים להימנע, הוא שיקדם את ההסכמה ביניהם.⁶¹ על כן, אמרו

60 אכן, אנשי המעשה מעידים כי זהו הזרוז היעיל ביותר לגיבוש תכניות הבראה מחוץ לבית המשפט. החייב יודע כי טרפוד המשא ומתן מצדו עלול להביאו לידי הליכים לחיסול נכסיו ולמימושם, בין באמצעות כינוס נכסים ובין באמצעות פירוק. אפילו נקיטת הליך רשמי של הבראה תפגע בהנהלת החברה, שכן בית המשפט ימנה, מעל ראשה, בעל תפקיד. הנושים מצדם ערים לכך כי התעקשות יתר מצדם וחוסר נכונות לגמישות ולפשרה עלולים לגרום לחייב לבקש מבית המשפט לפתוח הליך רשמי של הבראה בעניינו. בהליך כאמור יאבדו הנושים את שליטתם המלאה בהתרחשות לטובת בעל תפקיד ממונה. ההליך הרשמי גם יתגלה כארוך וכמגושם יותר. כדי להימנע מכך, עדיף להם לגלות נכונות לפשרה מסוימת. החייב הנואש מגושם העקשנים עלול גם הוא לאיים עליהם בנקיטת צעד ייאוש של פנייה לבית המשפט בבקשה לפירוק. צעד כאמור יהיה בבחינת "תמות נפשי עם פלשתים" – החייב יחוסל, אך עמו יירד לטמיון הערך המוסף של עסק פעיל שממנו הנושים עדיין יכולים ליהנות אם הצדדים יגיעו לידי הסכמה ביניהם בדבר תכנית הבראה לחייב.

61 על צלו המרתף של הדין במשא ומתן בין הצדדים ראו, Robert H. Mnookin & Lewis Kornhauser, *Bargaining in the Shadow of the Law: The Case of Divorce*, 88 YALE L.J. 950, 969 (1979); Robert Cooter & Stephen Marks, *Bargaining in the Shadow of the Law: A Testable Model of Strategic Behavior*, 11 J. LEG. STUD. 225, 228 (1982). תפישה דומה הנחתה את המחוקק האמריקני בעיצוב Chapter 11 שם. אחת מהנחות היסוד לפרק זה הייתה להעניק לכל צד במשא ומתן, קבוצות הנושים השונות והחייב, כוח מיקוח יחסי אך לא מוחלט. בעבור כל צד קיימת חלופה "ידידותית" יחסית, ה"מאיימת" על הצד שכנגד. כך הצדדים מתמרצים להגיע לכלל הסכמות שתמנענה את הצורך בשימוש בפועל בהוראות החוק החרות. השווה Barry E. Adler, *Game-Theoretic Bankruptcy Valuation*, NYU LAW & ECON. RESEARCH PAPER SERIES (December 28, 2006), available at: <http://ssrn.com/abstract=954147>. Bankruptcy Code §1129(b). המאפשר כפייתה של תכנית הבראה על קבוצה שהתנגדה לתכנית, תוך מתן הגנות משפטיות לקבוצה האמורה, הוא ביטוי מובהק למדיניות זו של Chapter 11. לדיון בחשיבות הוראה כאמור ראו להלן פסקאות 23.47–23.50, 24.6–24.10.

מעתה: פיצול תאגידי וגיבוש תכניות הבראה מחוץ לבית המשפט מתאימים לחברות, לצד האפשרות לפנות להליכי פירוק והבראה רשמיים, ולא תחתיה.⁶² אמצעים אלה משלימים זה את זה. קיומם יחדיו במערכת העסקית-משפטית משפר את ההתמודדות המורכבת עם משברים כספיים של חברות.

11.35 קיומם זה לצד זה של הליכי חדלות הפירעון הרשמיים והדרכים האחרות שנדונו כאן, ותכונותיהם המשלימות, מביאים לידי תוצאה של ממש בחיי המעשה. גיבוש תכנית הבראה מחוץ לבית המשפט הוא מהלך גמיש, חשאי וזול באופן יחסי. ברם, המגבלה העיקרית של מהלך כאמור ניכרת בשלב האישור הסופי של תכנית הבראה שגובשה. בהיעדר הליך רשמי של חדלות פירעון, אין בכוחם של רוב הצדדים לחייב, מבחינה משפטית, צד המתנגד לפשרה שגיבשו. כל עוד לא הוחל המשטר הרשמי של דיני חדלות הפירעון, אין הנושים כפופים למערכת של קבלת החלטות רובנית. לשם ניצול היתרונות היחסיים של יוזמת הבראה הבלתי רשמית מזה, ושל הליך רשמי של חדלות פירעון מזה, צדדים נוהגים לשלב את שתי הדרכים: תחילה הם מגבשים תכנית הבראה במשא ומתן חשאי, מחוץ לבית המשפט. משגובשה התכנית, החברה נכנסת, בעצה אחת עם הנושים השותפים למהלך, להליך הבראה רשמי תחת כנפי בית המשפט. כניסה זו להליך הרשמי נועדה לאפשר לצדדים ניצול יעיל של המשטר הרובני החל בהליך רשמי כאמור.⁶³ החברה נכנסת אפוא להליך הבראה לפרק זמן קצר ביותר, לשם אישור התכנית שגובשה בלבד. מיד לאחר מכן, החברה יוצאת שוב מהליך הבראה וממשיכה לפעול כפוף לזכויות המשפטיות המרוככות של הנושים, כאמור בתכנית הבראה שאושרה. נוהג זה מקובל אף מעבר לים והוא זוכה לכינויים שונים. כך, למשל, מהלך כאמור של ניצול בזק של Chapter 11 בארצות-הברית מכונה: Prepackaged Chapter 11 Plans, או Pre-negotiated Chapter 11 Plans.⁶⁴ באנגליה, צדדים למשא ומתן נוהגים לגבש הסכמות על תכנית הבראה טרם הפנייה לבית

Dan Prentice, *Bargaining in the Shadow of the Enterprise Act 2002*, 5 EUROPEAN BUS. ORG. L. REV. 62 153 (2004); Stuart C. Gilson, *Managing Default: Some Evidence on How Firms Choose between Workouts and Chapter 11*, in CORPORATE BANKRUPTCY: ECONOMIC AND LEGAL PERSPECTIVES 308 (Jagdeep S. Bhandari & Lawrence A. Weiss eds., 1996).

Chatterjee, Dhillon & Ramirez, לעיל ה"ש 15. 63

John McConnell & Henri Servaes, *The Economics of Prepackaged Bankruptcy*, in ראו, למשל, 64 CORPORATE BANKRUPTCY: ECONOMIC AND LEGAL PERSPECTIVES 322 (Jagdeep S. Bhandari & Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Chapter 11 at Twilight*, 56 STAN. L. REV. 673, 679 (2003) ("[G]oing-concern sales and implementation of prenegotiated deals now dominate the scene. More precisely, 52 of the 93 large reorganizations in 2002 were sales of one sort or another. Of the remaining 41 cases, 26 (or 62%) were situations where the bankruptcy merely put in place a deal agreed to before the proceedings began. Combined, sales and preexisting deals account for 84% of the large Chapter 11s from 2002") בין שתי דרכי בזק אלה הוא שב-prenegotiated התכנית מגובשת עובר לכניסה להליך לפי Chapter 11, ואילו מסמך הגילוי והתעמולה לקראת ההצבעה לאישור התכנית מתרחשים כבר בהליך לפי Chapter 11, ואילו ב-prepackaged אפילו פעולות אלה מתרחשות עובר לכניסה להליך לפי Chapter 11 ורק ההצבעה בפועל נערכת בהליך לפי Chapter 11. ראו WEIL, GOTSHAL & MANGES, לעיל ה"ש 32, בעמ' 1-22-1-21.

פרק אחד-עשר: חלופות מוצעות לבית המשפט: חדלות פירעון בניצוחם של נושים | 349

המשפט, ולאחר מכן פונים לבית המשפט לשם ניצול ההכרעה הרובנית המעוגנת במסגרת המשפטית של scheme of arrangement.⁶⁵ עם זה, לבד מיכולת ההכרעה הרובנית, אין בהנהגה מעשית זו כדי לפתור את שאר החסרונות שגיבוש תכנית הבראה מחוץ לכותלי בית המשפט חשוב להם, אשר נדונו לעיל.

11.36 לפיכך, כל עוד הנהגה זו תבצע ב"צל" הליכי הבראה רשמיים הקבועים בחוק והידידותיים דיים לשימוש מעשי של הצדדים, היא עשויה להצליח. ברם, קביעת הנהגה זו כחלופה המייתרת את הליכי הבראה הרשמיים, או – כהוראת החוק – קביעת הנהגה זו כמנגנון חלופי שקיימים בו תמריצים להסתת חברות מהליכי הבראה רשמיים, עלולה להפר את האיזון הנכון בין הצדדים למשא ומתן ואת תמריציהם לשאת ולתת עם הצדדים האחרים לשם התפשרות וגיבוש הסכמות. דרכו של החוק אף עלולה לרוקן מתוכו, הלכה למעשה, את הליכי הבראה הרשמיים, ובסופו של דבר – לפגוע ביכולת לגבש תכניות הבראה העורכות ניתוח כלכלי מקיף ומלא אשר ישאו את ערך החברות לטווח הארוך.⁶⁶

1. מימון החייב כאמצעי שליטה של נושים בהליך חדלות הפירעון

11.37 בטרם סיום הדיון בעניין ניצוחם של הנושים על הליכי חדלות הפירעון, ראוי לציין עוד כי קיימת דרך בסיסית ויעילה הרבה יותר המסייעת בעיקר לנושים כספיים, כגון בנקים, להכריע בגורל החייב, הלכה למעשה. דרך זו היא באמצעות מימון הליך ההבראה. חברה במשבר כספי המבקשת לקדם מהלך להבראתה זקוקה, על פי רוב, בדחיפות למזומנים לשם שימור פעילותה העסקית. דווקא בראשית ההליך, על החברה לרכוש את אמון עובדיה, ספקיה, נותני שירותים, משכירי נכסים, ועוד. אם החברה לא תציג להם מקורות לתשלום תמורת השירותים והנכסים שהם מספקים לה, לא יהיה אפשר עוד לרתום את הגורמים הללו למאמץ ההבראה. דא עקא, בראשית ההליך, מקורות המזומנים של החברה מדוללים ביותר. לפיכך, צומת הכרעה מעשי בעבור החברה, שבו ייחרץ גורלה לשבט או לחסד, הוא גיוס המימון ההתחלתי לשם הפעלת החברה בהבראה.⁶⁷

11.38 מבחינה עקרונית, חברה יכולה להיכנס תחילה להליך הבראה, ליהנות מצו הקפאת הליכים שיסיר ממנה לזמן מה את לחץ הנושים השונים, ורק לאחר מכן להתפנות לתור אחר מקורות למימון פעילותה בהליך ההבראה. ואולם, מבחינה מעשית, אין עומדות לחברה המותרות של פעולה בשלבים. הגורמים שהחברה צורכת מהם משאבים בפעילותה לא יישבו בחיבוק ידיים וימתינו עד בוש לראות אם החברה מצליחה לגייס מימון לפעולותיה. החברה זקוקה למימון כחמצן לנשימה מיד עם כניסתה להליך ההבראה. בלעדיו, לא תהיה לחברה תקומה. הליך ההבראה יידון לכישלון ידוע מראש. לפיכך,

65 סעיפים 26–27 ל-Companies Act, 2006.

66 לביקורת נרחבת על חוק חדלות פירעון בעניין הצבת תכניות הבראה מחוץ לבית המשפט, כחלופה מושכת, והפיכת הליך ההבראה הרשמי להליך מרתיע ראו לעיל פסקאות 8.62–8.65.

67 אלשיך ואורבך, לעיל ה"ש 49, בעמ' 131.

שאלת המימון של הליך הבראה היא עניין שהחברה חייבת להידרש לו עובר להליך הבראה, כחלק מהכנותיה למהלך מכריע כאמור.

11.39 המקור הזמין והשכיח מכול למימון כאמור הוא מלווים פיננסיים, ובראשם הבנקים.⁶⁸ אף כי אין הדבר מחויב בדין, דבר שבשגרה הוא שהבנק המממן את הליך הבראה הוא לא אחר מאשר אחד מנושי החברה.⁶⁹ ההלוואה הבנקאית מלווה תדיר בשעבוד נכסים. נמצאנו למדים אפוא כי המממן העיקרי של חברה הנתונה בהליך הבראה הוא נושה מובטח של החברה. מכאן מתבקשת המסקנה כי, הלכה למעשה, נושה מובטח כאמור שולט בגורל החברה. ודוק, לא מעמדו הרשמי כנושה מובטח מעניק לו כוח זה. לפי שיטתי, כמו גם לפי שיטת הדין הישראלי הנוהג, התביעה המובטחת לבדה אינה מזכה את הנושה בסמכות להחליט במקום בית המשפט אם תחוסל החברה או תפנה להליך הבראה. ברם, כוחו הכלכלי של נושה זה רב בקביעת עתיד החברה. נושה זה אינו מחויב מראש להלוות לחברה סכומי כסף נוספים. אין ביניהם כל התקשרות חוזית כאמור צופה פני עתיד. בקשת המימון של החברה היא משא ומתן חדש בין שני הצדדים. כל עוד אין גמירת דעת על תנאי המימון, אין לחברה יסוד משפטי לדרוש מימון כאמור מן הנושה. מימון זה הוא נבדל ממערכת היחסים הקודמת בין הבנק לבין החברה. על כן, הנושה רשאי לשקול, לפני גיבוש החלטתו אם לממן את החברה, את הערכותיו האישיות בדבר סיכויי תקומתה.

כל עוד הנושה הבנקאי לא ישתכנע כי תזרים המזומנים הצפוי מהפעלת החברה כעסק פעיל גבוה בערכו מן השווי שניתן יהיה להפיק ממימוש מהיר של נכסיה המשועבדים לו, הוא יסרב לממן את הבראת החברה. סירובו של נושה מובטח לממן את החברה לא בהכרח גוזר את גורלה לשבט. מבחינה עקרונית, עדיין תוכל החברה לתור אחר מקורות מימון חלופיים, בין אצל נושה מובטח אחר ובין אצל מוסד פיננסי חדש שעדיין לא הלווה לה כספים. ברם, צוהר ההזדמנות העסקית של החברה לפתוח בהליך הבראה הולך למעשה ונסגר. בתי המשפט מכירים בחיוניות מימונו של הליך הבראה. לפיכך, חברה הפונה לבית משפט ומבקשת לפתוח בהליך הבראה, אך אינה מסוגלת להצביע לבית המשפט על מקורות המימון להפעלתה בראשית ההליך, תיכשל בבקשתה.⁷⁰ שיקול הדעת של בית המשפט בעניין זה הולך אחר מגבלות חיי המעשה. בית המשפט מבין כי הליך כאמור, שאין לו מימון חיצוני, לא יצליח. ניסיון הבראה כאמור יהיה עקר.

68 על עדיפות הפירעון המוקנית למממן של הליך הבראה ראו להלן פסקאות 12.29, 16.42.
69 מחקר אמפירי מצא כי מימון הליך הבראה על ידי נושה קיים של החברה הוא יעיל, מסייע לשיקום החברה ובטוח זמן קצר יחסית. זאת ועוד, דברים אלה מקבלים משנה תוקף בחברות קטנות, שבהן הנושה הקיים נהנה מיתרונות של נגישות למידע על אודות החברה. נגישות זו מוזילה את עלות המימון שיתן. ראו Sandeep Dahiya, Kose John, Manju Puri & Gabriel Ramirez, *Debtor-in Possession Financing and Bankruptcy Resolution: Empirical Evidence*, 69 J. FIN. ECON. 259 (2003).

70 פש"ר (מחוזי ב"ש) 6289/01 מ.ג.ה באי בניה מתקדמת ומבנים ניידים בע"מ נ' א.ד.פ.א בע"מ (פורסם בנבו, מיום א' חשון התשס"ב, 18.10.2001); אלשיך ואורבך, לעיל ה"ש 49, בעמ' 81.

11.40 המסקנה העולה מן הדברים היא כי לנושים מובטחים בכלל, ולבנקים בפרט, יש יכולת מעשית לחרוץ את גורלה של חברה הסובלת ממשבר כספי, באמצעות שליטתם במקורות המימון העתידי של החברה. אפילו בשיטות משפט המותירות את השליטה הרשמית בחברה הנתונה בהליך הבראה בידי הנהלת החברה, כשיטה האמריקנית, נתון כיום מרכזי הכובד של ההחלטה בדבר הליך הבראה ואופיו בידי המערכת הבנקאית, או קרנות השקעה פיננסיות.⁷¹ החלטת המימון מפקיעה את הכוח מידי הנהלת החברה ומפקידה אותו בידי המערכת הפיננסית.⁷² לפיכך, היו כאלה שטענו כי אף ש-Chapter 11 אימץ להלכה את דגם השליטה של DIP (debtor-in-possession),⁷³ הרי שלמעשה מדובר בדגם שליטה של CIP (creditor-in-possession),⁷⁴ או SPIP (secured-party-in-possession).⁷⁵ יתרה מכך, יש הטוענים כי השליטה שמשג מממן הבראה על הליכי הבראה היא שליטה יתר על המידה, כאשר המממנים שילבו בהסכמי המימון תניות חוזיות ההופכות אותם למקבלי החלטות הבלעדיים בגורל ההליך, הלכה למעשה, תוך צמצום אפילו כוחו של בית המשפט.⁷⁶

- 71 Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *The End of Bankruptcy*, 55 STAN. L. REV. 751, 784 (2002) וכן Robert K. Rasmussen, "The End of Bankruptcy" Revisited, available at: <https://ssrn.com/abstract=2821838> (August 11, 2016). לדחיית הטענה העיקרית במאמר האמור, שלפיה דגם הפעולה הכללי של Chapter 11 חלף, הלכה למעשה, מנוף בתי המשפט האמריקניים, ראו Lynn M. LoPucki, *The Nature of the Bankrupt Firm: A Response to Baird and Rasmussen's "The End of Bankruptcy"*, 56 STAN. L. REV. 645 (2003); Elizabeth Warren & Jay L. Westbrook, *Chapter 11: Conventional Wisdom and Reality* (Sep. 2007), available at: <http://ssrn.com/abstract=1009242>
- 72 David A. Skeel Jr., *The Past, Present and Future of Debtor-in-Possession*, 25 CARDOZO L. REV. 1905 (2004); Greg McGlaun, *Lender Control in Chapter 11: Empirical Evidence* (February 5, 2007), available at: <http://ssrn.com/abstract=961365>; Kenneth Ayotte & Edward R. Morrison, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, 1 J. LEG. ANALYSIS 511 (2009)
- 73 על דגם השליטה בחברות העוברות הליך הבראה לפי Chapter 11 בארצות-הברית, ראו לעיל פסקאות 9.24–9.21.
- 74 Harvey R. Miller & Shai Y. Waisman, *Is Chapter 11 Bankrupt?*, 47 B.C. L. REV. 129, 152–156 (2005).
- 75 David A. Skeel Jr., *Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance in Chapter 11*, 152 U. PA. L. REV. 917 (2003); George W. Kuney, *Hijacking Chapter 11*, 21 BANKR. DEV. J. 19 (2004). המונח SPIP עצמו הוטבע על ידי Warren ו-Westbrook, במאמר שבו הם מראים כיצד נושים מובטחים בארצות-הברית מנצלים את מעמד בכורתם בבתי המשפט שם להשגת תוצאות כלכליות אשר ספק אם הן מתיישבות עם הוראות החוק החרות שם ועם המדיניות המשפטית של המחוקק. ראו Elizabeth Warren & Jay L. Westbrook, *Secured Party in Possession*, 22 AM. BANKR. INST. J. 12 (2003). השוו גם G. Triantis, *A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing*, 46 VAND. L. REV. 901 (1993).
- 76 Colleen Honigsberg & Frederick Tung, *Do Economic Conditions Drive DIP Lending?: Evidence from the Financial Crisis*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2828295> (October 18, 2016) גם DOUGLAS G. BAIRD, *BANKRUPTCY'S QUIET REVOLUTION*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2767057> (April 15, 2016).

11.41 מרכזיות המערכת הבנקאית בישראל בהליך הבראת חברה נובעת אפוא מהיות הבנקים מקור עיקרי מסורתי למימון ההליך. בפרקים חמישי ושישי נסקרו התמורות שחלו בשנים האחרונות בשוק ההון הישראלי. בין היתר, נדון שם השינוי ההדרגתי במבנה האשראי העסקי. מהסתמכות כמעט בלעדית על אשראי בנקאי, פסע המשק הישראלי אל עבר שוק מימון שמקורותיו מגוונים בהרבה. אמנם הנפקת מניות חדשות על ידי חברה חדלת פירעון, שטרם ייצבה את עצמה באמצעות תכנית הבראה, אינה מעשית לשם מימון החברה. ברם, מימון חוץ-בנקאי עשוי לשמש חלופה מרעננת לחברות במצוקה. ככל שמימון כאמור יחדור יותר לישראל ויבסס לעצמו נתח שוק נכבד לצד המימון הבנקאי, כך ישתפרו אפשרויות המימון של חברות בקשיים, מחד גיסא, ויפחת כוחה הבלעדי המיתולוגי של המערכת הבנקאית בקביעת דרכה של חברה הנתונה בקשיים כספיים, מאידך גיסא. לכשייוכח בית המשפט כי יש לחברה אפשרויות מימון מעשיות להליך ההבראה שמקורן מחוץ למערכת הבנקאית, ישוב בית המשפט ויתמקד בתחזיות הכלכליות של החברה, ולא רק במקורות מימונה, בטרם יחליט אם לתת יד לניסיון הבראתה או לצוות על פירוקה לאלתר. תחזיות אלה אינן בהכרח אלה המוצגות על ידי הנושים הפיננסיים.

שער שלישי

שימור הנכסים והפעלתם

פרק שנים-עשר

עיכוב הליכים והגנה הולמת

א. כללי

12.1 פתיחת הליך רשמי של חדלות פירעון משפיעה על מידת השליטה של מנהלי חברה מזה, ושל נושיה מזה, בתהליכי קבלת ההחלטות בה ובהתנהלותה השוטפת. בכך עסק שער שני. מלבד היבט זה, נודעת לפתיחת ההליך חשיבות מיידית נוספת. משנפתח ההליך, מעוכבים ההליכים השונים התלויים ועומדים נגד החייב, הליכים שבאמצעותם מבקש כל אחד מנושיו לגבות את החוב המגיע לו. עיכוב ההליכים הוא סעד ראשוני וחיוני בכל הליך של חדלות פירעון. זהו האמצעי המנתב את הנושים השונים לזירה המשפטית הקיבוצית. עיכוב ההליכים הוא תמרוך "עצור" גדול, המונע בעד כל נושה יחיד להוסיף ולגבות מן החייב את המגיע לו על פי דין או לנהל מולו מערכה משפטית עצמאית.¹ תחת זאת, הוא מכוון את הנושה למערך קבוצתי, המרוכז על ידי הגורם השולט בהליך, יהא זה בעל תפקיד או הנהלת החברה, בכפיפות לבית המשפט או הממונה על הליכי חדלות פירעון (לשעבר: הכונס הרשמי) המרכזים את ההליך של חדלות הפירעון.²

12.2 קשה להפריז בחשיבותו של סעד עיכוב ההליכים.³ בלעדי סעד זה יקשה לקדם מהלך קיבוצי בקרב כלל הנושים. היעדרו של סעד עיכוב ההליכים היה בישראל "עקב אכילס" מסורתי של דרכים שונות ששימשו את בתי המשפט כדי לקדם יוזמות הבראה עובר לחקיקה בתחום משנת התשנ"ה.⁴ סעד כאמור חל מכוח הדין. היעדרו פוגם לא אחת במיציוי יוזמת הבראה הסכמית וניהולה מחוץ לכותלי בית המשפט. אחד היתרונות הבולטים של הליך הבראה רשמי, לעומת יוזמה הסכמית כאמור, הוא היכולת

- 1 פש"ר (מחוזי ת"א) 1361/02, בש"א 21590/02 הוטל. קום בע"מ נ' המנהל המיוחד לחברות תבל תשדורת בינלאומית לישראל בע"מ וגוונים טלויזיה בכבלים בע"מ (פורסם בנבו, מיום ג' אדר א' התשס"ג, 5.2.2003); פש"ר (מחוזי ב"ש) 6145/01, בש"א 9189/02 שיקרצי בע"מ נ' פרוגרס (1984) ביח"ר לשוקולד בע"מ (בפירוק), פ"מ תשס"ב (1) 843 (התשס"ג-2003); בש"א (מחוזי ת"א) 6373/02 רייף נ' פישר (פורסם בנבו, מיום א' חשון התשס"ג, 7.10.2002).
- 2 ע"א 505/62 שותפות אחים מאיר נ' מפרק חברת אשראי לעם בע"מ (בפירוק), פ"ד יז 833 (התשכ"ג-1963); ע"א 400/88 סוקול נ' כלנית ניהול והחזקה בע"מ (בפירוק), פ"ד מה(2) 866 (התשנ"א-1991); ע"א 563/90 מועצת פועלי פתח-תקוה נ' שמשון חברה לצמיגים ולגומי בע"מ (בפירוק), פ"ד מה(5) 589 (התשנ"ב-1991); רע"א 7945/99 הנאמן על נכסי פושט הרגל אלון לוי נ' לוי, פ"ד נד(2) 524 (התש"ס-2000); ע"א 1938/11 מגדל הזוהר לבנין בע"מ נ' גוב גיא בע"מ (פורסם בנבו, מיום ה' כסלו התשע"ב, 1.12.2011).
- 3 על מעמדו המרכזי של עיכוב ההליכים בדיני חדלות פירעון ראו RIZWAAN J. MOKAL, CORPORATE INSOLVENCY LAW – THEORY AND APPLICATIONS 82–84 (2005).
- 4 על החלופות שבהן השתמשו בתי המשפט בעבר לקידום מהלכי הבראה של חברות בקשיים כספיים, ראו לעיל פסקה 4.25.

לנצל סעד זה נגד הפתעות בלתי רצויות מצד נושים המתנגדים למשא ומתן ההולך ונרקם בין החברה לבין נושיה.⁵ עיכוב ההליכים, החל בהליך הבראה רשמי, מונע בעד נושים מתנגדים אלה לפעול על דעת עצמם ולתקוע טריז אשר יסכל את תכנית הבראה הקורמת עור וגידים. באשר לחייב בשר ודם חל עיכוב ההליכים עד קבלת צו ההפטר. בפירוק חל עיכוב ההליכים עד סיום פירוק החברה. בהבראת חברה, חלה הקפאת ההליכים עד לאישור תכנית הבראה.⁶

12.3 סעד של עיכוב ההליכים נוגע בלב הזכויות של נושים כלפי חייביהם. הקשיים הכספיים שחייב נתון בהם מחריפים את היחסים המורכבים ממילא בינו לבין כל אחד מנושיו. עיכוב ההליכים אמנם אמור להשליט סדר משפטי ולהחיל משטר קיבוצי על כל הנושים, אך הוא גם תורם לא פעם לקיטוב בעמדותיהם של נושים, לתחושות תסכול מצידם ולניסיונות תמרון של נושים שונים לעקיפת תחולתו. ניסיונות אלה בוררו ונדונו בפרק הקודם. פרק זה ידון בתכליתו של סעד עיכוב ההליכים ובהיקפו הראוי. תחילה יידונו מעמד החובות המובטחים והשפעת דין עיכוב ההליכים עליהם. לאחר מכן ייבחן היקפו המשתנה של עיכוב ההליכים בישראל, כפי שהתפתח בפסיקת בתי המשפט ובחקיקה. לבסוף, תיבחן השאלה אם ראוי להרחיב לעתים את דין עיכוב ההליכים, ובאמצעותו – למנוע בעד נושי החייב לגבות אף מצד שלישי החב כלפיהם עם החייב.

ב. תחולת עיכוב ההליכים על חובות מובטחים

12.4 הרעיון העומד ביסוד סעד עיכוב ההליכים הוא ברור. סעד זה נועד לעצור את ההתנהלות הנפרדת של כל נושה מול החייב. עיכוב ההליכים כופה על הנושה מערכת יחסים משפטית קיבוצית, שבה הנושים פועלים כמקשה אחת ביחסיהם עם החייב ולא כיחידות משפטיות נפרדות. ברם, החלת המשטר הקיבוצי היא אמצעי בלבד. אין היא תכלית לעצמה. רעיון המשטר הקיבוצי של הנושים נועד להגשים שתי תכליות עיקריות. המשטר הקיבוצי נועד להגשים פירעון חובות על פי סדרי העדיפות שנקבעו בדין. אלמלא חל המשטר הקיבוצי, היה כל נושה רשאי לפעול בעצמו לגביית החוב מן החייב. אז היה נוצר "מירוץ נושים" לגבייה מן הקופה המוגבלת של החייב. בנסיבות אלה, היו הנושים הזריזים והמיומנים בהליכי גבייה יוצאים ושללם בידם, בבחינת "כל דאליים גבר", ופני יתר הנושים היו מושבות ריקם. ברם, לא בכך חפץ המשפט. המשפט חפץ בהפעלת עקרונות פירעון הנשענים על אדנים של

5 על יוזמות הבראה מחוץ לכותלי בית המשפט, יתרונותיהן ומגבלותיהן, ראו לעיל פסקאות 11.4–11.7.
6 לחוסר בהירות של הפסיקה בעניין הצורך בצו הקפאת הליכים לאחר אישור תכנית הבראה השווה, למשל, ע"א 7192/02 גבאי נ' המכון הארצי לתחבורה (פורסם בנבו, מיום י"א סיון התשס"ג, 11.6.2003) (הארכתה של הקפאת הליכים גם לתקופת בתר-הבראה), לעומת פש"ר (מחוזי ת"א) 1896/02, בש"א (מחוזי ת"א) 10834/03 נאמן בהקפאת הליכים של חברת אמדר לבניין (אילת) בע"מ נ' חברת אמדר לבניין (אילת) בע"מ (בהקפאת הליכים) (פורסם בנבו, מיום ג' סיון התשס"ג, 3.6.2003) (סיום צו הקפאת הליכים משאשרה תכנית הבראה). עם זה, הצדדים לתכנית הבראה רשאים לכלול בה הוראה בדבר המשך עיכוב ההליכים עד לגמר יישומה. ראו, למשל, *In re Boston Medical Center, Inc.*, 285 B.R. 87, (2002) 95–96.

יעילות ושל צדק. לא הזריז ייפרע, כי אם זה אשר ראוי להיפרע תחילה.⁷ לשם הפעלת כללי פירעון מסודרים על פי דין, נדרש המשפט לעצור תחילה כל נושה ולמנוע ממנו להמשיך בגבייה עצמאית אשר אינה מתחשבת במעמדו היחסי בסולם בעלי החוב. מעצור כאמור הוא תנאי מקדמי נדרש להפעלת סדרי הפירעון אשר נקבעו על פי דין. ככל שסדרי הפירעון במצב של חדלות פירעון משקפים עקרונות של צדק, תכלית זו של עיכוב ההליכים היא אפוא תכלית חלוקתית ביסודה. לעומת זאת, ככל שסדרי הפירעון במצבים של חדלות פירעון מבטאים שיקולים של יעילות, מסייע עיכוב ההליכים להגשים את שיקולי היעילות האמורים.⁸

התכלית השנייה של המשטר הקיבוצי היא למנוע גבייה מהירה מדי, במירוץ מקוטב שבו כל נושה מסתיר מידע מן האחרים. הגבייה התחרותית כרוכה בבזבוז משאבים הרסני העלול לפגוע בערכה הכולל של קופת החייב ולדלדל אותה עוד יותר. מכך ייפגעו כל הנושים והחייב עצמו. חברה הנתונה במשבר כספי, אך יש לה גרעין עסקי חיובי העשוי להתגלות כרווחי, עלולה לרדת לטמיון אם יותר מירוץ גבייה עצמאי כאמור. לפיכך, עיכוב ההליכים עוצר את המירוץ לתהום שאליו החברה ונושיה עלולים להתדרדר. עיכוב ההליכים והמשטר הקיבוצי שהוא מחיל נועדו להרגיע את הרוחות, לייצב את עסקי החייב ולהשרות אווירה עסקית עניינית אשר תשיא את ערך החייב (במגבלות הנסיבות הנתונות). תכלית זו ביסודה היא אפוא תכלית של השאת ערך (או יעילות).⁹

1. בעידן החקיקה המנדטורית

(א) ההבדל שבין פשיטת רגל ופירוק לבין הבראת חברה

12.5 בישראל נקבע סעד של עיכוב ההליכים בהוראות חוק אחדות והוא אף נשא שני שמות שונים. בסעיף 20 לפקודת פשיטת הרגל ובסעיף 267 לפקודת החברות עיגן המחוקק את דין עיכוב ההליכים בהליכי פשיטת רגל ופירוק, בהתאמה. וזו הייתה לשון סעיף 20(א) לפקודת פשיטת הרגל:

“משניתן צו כינוס יהיה הכונס הרשמי שלייד בית המשפט הכונס של נכסי החייב, ומכאן ואילך, ובאין הוראה אחרת בפקודה זו, לא תהיה תרופה לנושה נגד החייב לו חוב בר-תביעה, ולא יפתח שום נושה בתובענה או הליכים משפטיים אחרים, אלא ברשות בית המשפט ובתנאים שיראה לקבוע”.

7 על כללי הפירעון בעת חדלות פירעון ועל תכליותיהם ראו להלן פרק חמישה-עשר.
8 לעיל בפסקאות 1.13–1.14, הובאו שלוש השפעות שליליות הנובעות מגבייה יחידנית מאת חייב חדל פירעון. התכלית הראשונה של עיכוב ההליכים מתייחסת להשפעה השלילית השלישית, זו המכונה בלשון תורת המשחקים: משחק סכום אפס.
9 תכלית זו של עיכוב ההליכים מתייחסת לשתי ההשפעות השליליות הראשונות של הגבייה היחידנית, אלה המהוות “דילמת עציר”, בלשון תורת המשחקים – ראו שם. לטענה כי עיכוב ההליכים הולך ופוחת בחשיבותו המעשית על רקע החשיבות ההולכת ופוחתת שבשמירה על כלל מערכי העסק במסגרת משפטית אחת (קרי: החברה) בכלכלה המודרנית ראו Mark J. Roe, *Three Ages of Bankruptcy*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2871625> (January 31, 2017).

הקביל לו סעיף 267 לפקודת החברות, שהורה כהאי לישנא:

“משניתן צו פירוק, או משנתמנה מפרק זמני, אין להמשיך או לפתוח בשום הליך נגד החברה אלא ברשות בית המשפט ובכפוף לתנאים שיקבע.”¹⁰

לעומת זאת, בסעיף 350ב(ב) לחוק החברות המחוקק הסמיך את בית המשפט לצוות על הקפאת הליכים (כלשון כותרת המשנה של הסעיף) בצו המופנה כלפי נושי חברה הנתונה בהליך הבראה. סעיף זה קבע לאמור:

“הוגשה בקשת הבראה, רשאי בית המשפט, אם שוכנע כי יהיה בכך כדי לסייע להבראת החברה, לתת צו ולפיו במשך תקופה שלא תעלה על תשעה חודשים, לא יהיה ניתן להמשיך או לפתוח בשום הליך נגד החברה אלא ברשות בית המשפט ובתנאים שיקבע.”

12.6 להבנת פשרם של הבדלי המינוח בהוראות חוק אלה יש לדקדק בהבנת פועלו של הסעד בכל אחד מן ההליכים האמורים. מעת מתן צו הכינוס במקרה של פשיטת רגל, ומעת מתן צו הפירוק בהליך של פירוק חברה, עוכבו כל ההליכים התלויים ועומדים בין החייב חדל הפירעון לבין נושיו. כל נושה של החייב שפתח קודם לכן בתובענה או בפעולת גבייה, או שמבקש לפתוח בפעולות כאמור בהמשך, נדרש להימנע מכך לאלתר. הנושה לא היה רשאי להוסיף ולפעול לגביית חובו מן החייב, אלא היה זכאי להגיש לידי הנאמן בפשיטת רגל או לידי המפרק תביעת חוב בסכום החוב הנתען.¹¹ ברם, עיכוב ההליכים לא היה מוחלט. נושה מובטח לא עוכב בפשיטת רגל ובפירוק והיה זכאי להמשיך להיפרע מן החייב באמצעות מימוש הבטחה העומדת לרשותו, בהתעלם מעיכוב ההליכים.¹² חריג זה נקבע במפורש בסעיף 20(ב) לפקודת פשיטת הרגל, כדלקמן:

- 10 עוד קבע סעיף 269 לפקודת החברות כי “כל עיקול, הוצאה לפועל וכל הליך אחר שהוחל בהם לגבי נכסי החברה לאחר תחילת הפירוק יהיו בטלים לכל דבר וענין”. “תחילת הפירוק” משמעה יום הגשת הבקשה לפירוק. ראו סעיף 265(א) לפקודת החברות. סעיף 269 היה גלגול של הוראה אנגלית אשר יישומה בישראל אינו כה חשוב, שכן בישראל (בשונה מאנגליה) ממילא גבייה באמצעות ההוצאה לפועל אינה מקנה לגובה מעמד של עדיפות. ראו אוריאל פרוקצ'יה **דיני חברות חדשים לישראל – דין נוהג, דין רצוי והדרך לחקיקה** 619–620 (התשמ"ט); צפורה כהן **פירוק חברות** 447–449 (מהדורה שנייה, התשע"ו). לפיכך, הזוכה שפתח בהליכי עיקול בלשכת ההוצאה לפועל היה כפוף לעיכוב ההליכים מכוח הוראתו של סעיף 267 לפקודת החברות, אלא אם כן הושלמה הגבייה באמצעות ההוצאה לפועל לפני מתן צו הפירוק. ראו סעיף 358(א) לפקודת החברות.
- 11 סעיף 71 לפקודת פשיטת הרגל; תקנות 75–79 לתקנות פשיטת הרגל; סעיף 352 לפקודת החברות; תקנה 53 לתקנות הפירוק; תקנות 15–24 לתקנות הבראה.
- 12 “נושה מובטח” הוגדר בסעיף 1 לפקודת פשיטת הרגל כ”מי שבידו שעבוד או עיכוב על נכסי החייב או על חלק מהם, בחזקת ערובה לחוב המגיע לו מהחייב”.

“הוראות סעיף זה אינן באות לגרוע מכוחו של נושה מובטח לממש את ערובתו או לעשות בה בדרך אחרת.”¹³

אמנם, בפקודת החברות לא נקבעה הוראת חוק מפורשת המקבילה לסעיף 20(ב) לפקודת פשיטת הרגל. עם זה, ההלכה הפסוקה החילה את חריג הנושים המובטחים שבפקודת פשיטת הרגל אף על פירוק חברה, מכוח ייבוא הדינים הכללי שבסעיף 353 לפקודת החברות.¹⁴

12.7 לעומת לשון החוק בפשיטת רגל ובפירוק חברה, נקט החוק לשון “הקפאת הליכים” ולא עיכובם גרידא בהתייחס להבראת חברה. המונח “הקפאה” משדר הגבלה או עצירה נחרצת יותר מההגבלה שמשדר המונח “עיכוב”. לעניות דעתי, המחוקק ביקש ללמדנו כי סעד של עיכוב ההליכים בהבראת חברה הוא אמנם נחרץ יותר מאשר בפשיטת רגל ובפירוק. ברם, חוסנו היתר של הסעד בהבראת חברה לא התבטא בתוקפו כלפי הנושים הכפופים לו. בפשיטת רגל ובפירוק חברה, כבהבראתה, נושה הכפוף לסעד של עיכוב ההליכים היה כפוף לו בלא כחל ושרק. **הקפאת הליכים נחרצת יותר מעיכוב הליכים בהתחשב בנושים הכפופים לסעד.** שלא כפשיטת רגל ובפירוק חברה, בהבראת חברה הקפאת ההליכים מעכבת את כל נושי החברה, מובטחים ושאינם מובטחים כאחד. זהו החידוש הגדול במשפט הישראלי שחידש המחוקק בשנת התשנ”ה, משנחקק הסעד של הקפאת הליכים. לראשונה בישראל, הגביל סעד זה נושים מובטחים ומנע מהם לממש את בטוחותיהם לשם גביית חובותיהם. מעניין הדבר כי סעיף 350 לחוק החברות, שהסמיך את בית המשפט לצוות על הקפאת הליכים, לא ציין במפורש אלו נושים כפופים לו. עם זה, כפיפותם של נושים מובטחים להקפאת ההליכים התבהרה מעיון בסעיף 350 לחוק. סעיף זה הסמיך את בית המשפט להתיר לנושה מובטח לממש את בטוחתו אם השתכנע בית המשפט כי לא הובטחה לנושה המובטח הגנה הולמת לזכויותיו של הנושה בבטוחה זו, או אם השתכנע שמימוש הבטוחה לא יפגע באפשרות הבראתה של החברה.¹⁵ מכלל “הן” אתה שומע “לאו”. כל עוד לא הבשיל אחד מן התנאים האמורים בסעיף 350, לא היה הנושה המובטח זכאי לממש את בטוחתו. נושה מובטח כפוף אפוא, ככל נושה אחר, להקפאת ההליכים. לעומת פשיטת רגל ובפירוק חברה, בהבראת חברה כל פעולה של נושה מובטח כלפי החייב ונכסיו כפופה לקבלת אישור מראש של בית המשפט המרכז את הליך ההבראה. נושה מובטח לא לבדד ישכחן והוא ייכלל – כרעהו הנושה הלא-מובטח – במסגרת הקיבוצית של הליך הבראת חברה.

12.8 הגיונו של ההבדל בין הנושים הכפופים לעיכוב הליכים בפשיטת רגל ובפירוק חברה לבין הנושים הכפופים להקפאת הליכים בהבראת חברה הוא פשוט על פניו. בפשיטת רגל ובפירוק חברה,

13 עם זה, לפי תקנה 85 לתקנות פשיטת הרגל, לפני מימוש בטוחתו, היה על הנושה המובטח להודיע לנאמן בפשיטת רגל על כוונתו לעשות כן, ולהמתין שלושה חודשים. אם בתוך שלושת החודשים האמורים לא הודיע הנאמן לנושה כי הוא בוחר לפדות את הבטוחה מידי הנושה המובטח או לממשה, יהיה הנושה חופשי לממשה. הוראה זו חלה אף בפירוק חברה, מכוח תקנה 53 לתקנות הפירוק.

14 ראו, למשל, ע”א 5821/92 ח’ורי נ’ עו”ד פישלר, פ”ד מט(5) 833 (התשנ”ו-1996); ע”א 5789/04 המשביר הישן בע”מ נ’ לוגיסטיק בע”מ (פורסם בנבו, מיום כ”ד סיון התשס”ז, 10.6.2007).

15 לדין בסעיף קטן זה בכלל, ובסעד ההגנה ההולמת בפרט, ראו להלן פסקאות 12.20–12.39.

הנחת המוצא של המחוקק הייתה כי ההליך נועד לממש את נכסי החייב לשם פירעון לנושיו בכסף מזומן. לפיכך, הרעיון היחיד המוגן באמצעות סעד של עיכוב ההליכים הוא הגשמת סדרי העדיפות בין הנושים.¹⁶ כאשר זהו הרעיון המוגן, המחוקק סבר כי אין טעם של ממש לעכב בעד נושים מובטחים לממש את בטוחותיהם. עיקרון בסיסי בקביעת סדרי העדיפות בין נושים הוא כי נושים מובטחים עדיפים על פני נושים אחרים של החייב. לפי עיקרון זה, בכל מקרה יזכה הנושה המובטח להיפרע מבטוחתו תחילה, בטרם יוכל הערך הכלכלי של הבטוחה לשמש כמקור שממנו ייפרע נושה אחר של החייב. לפיכך, אם נושה מובטח יממש את בטוחתו במהלך פשיטת רגל או פירוק של החייב, וייפרע מן התמורה המתקבלת, הפירעון לא יפגע בזכויות יתר הנושים ובמעמדם בסולם העדיפויות. כאשר פורעים לנושה העדיף מכול, אין בכך כל גריעה מחלקם של יתר הנושים. מימוש הבטוחות אינו משבש אפוא את סדרי העדיפות בין נושים. על כן, התירו המחוקק בפשיטת רגל או בפירוק חברה.¹⁷ לעומת זאת, בהבראת חברה, סעד של הקפאת ההליכים מגן על שתי התכליות של עיכוב הליכים: גם על הגשמת סדר העדיפות בין הנושים השונים של החייב וגם על שימור נכסי החברה יחדיו לשם הפעלתם, השאת ערכם והבראת החברה בעקבות זאת.¹⁸ לשם הגשמת התכלית השנייה נדרש אפוא כי החברה תוסיף להחזיק בנכסיה כמעריך עסקי כולל ותשתמש בהם. מימוש נכסים שבידי החברה מנוגד לתכלית זו וחותר תחתיה. תכלית זו אינה קשורה לשאלת מעמדו היחסי של הנושה במדרג העדיפויות. סוג הנושה המבקש לממש נכס מנכסי החברה ומעמד הנושה אינם שייכים לכאן. תכלית זו מתמקדת בשימור הנכסים בידי החייב ובהפעלתם. לפיכך, יש לעכב כל הליך גבייה מן הנכסים, על ידי כל אחד מנושי החברה, בין עדיף הוא ובין נחות.¹⁹ זהו פועלו של סעד הקפאת ההליכים. סעד זה הוא אפוא מהדורה מקיפה יותר של סעד עיכוב ההליכים שהיה חקוק זה מכבר בפשיטת רגל ובפירוק חברה.

(ב) בעיית הנציג במימוש בטוחות על ידי נושה מובטח

12.9 גם בהליך למימוש נכסים עלול להיווצר שוני בין טובתם הפרטית של הנושים המובטחים המממשים לבדם את בטוחותיהם לבין טובת כלל הנושים והחייב כאחד (טובת המכלול). לשון אחר, מימוש עצמאי על ידי נושה מובטח פותח פתח לבעיית נציג בין הנושה המובטח לבין יתר בעלי העניין הכלכלי בנכסי החייב.²⁰ פער זה נובע, בראש ובראשונה, מן העניין הכלכלי המוגבל שיש לנושה המובטח בבטוחות. עניינו הכלכלי של הנושה בנכסים אלה מוגבל לכדי שיעור החוב, ותו לא. טלו את המקרה של נושה מובטח בִּתְרָה. נושה כאמור נהנה מבטוחה שערכה גבוה משיעור חובו. נניח, למשל,

16 לעיל פסקה 12.4.

17 עם זה, כאשר הליך פשיטת רגל נועד לשמור על נכסי החייב ולהסדיר את פירעון חובותיו באמצעות פרישת תשלומים לנושים, ההליך דומה באופיו להבראת חברה. לפיכך, ראוי כי זכויות נושים מובטחים בהליך כאמור ומגבלותיהן יקבילו לאלה הקבועות בהליך של הבראת חברה. ואכן, כך קובע כיום חוק חדלות פירעון. ראו להלן פסקאות 12.13–12.14.

18 לעיל פסקה 12.4.

19 יחיאל בהט "ארגון מחדש של חברות כושלות" מחקרי משפט ז 221, 258–259 (התשמ"ט).

20 בעיית נציג זו תוארה אף לעיל בפסקה 1.5. ראו את האסמכתאות המובאות שם.

כי החוב כלפי הנושה הוא 100 והבטוחה המבטיחה חוב זה שווה 150.²¹ מכיוון שאין נושה זכאי להיפרע יותר משיעור חובו, לא יגבה הנושה מדמי הבטוחה המתקבלים במימוש אלא 100. לפיכך, כל עוד שולט הנושה לבדו בהליך למימוש הבטוחה, אין לו כל עניין להמתין ולשקול הצעות לרכישת הנכס במחיר גבוה מ-100. כל מי שיקדים ויציע לנושה 100 בעבור הבטוחה, יזכה בה מיידיו. ברם, בכך יורד לטמיון הערך הנוסף של 50 הגלום בבטוחה. ערך זה לא יופק מהליך מימוש כאמור. כך יוחטא היעד של השאת הערך המתקבל במימוש. החטאה זו תפגע ביתר נושי החייב ובחייב עצמו. ערך כלכלי שעומד-בכוח לרשותם מבוזבז על ידי הנושה המובטח בשל היעדר עניין אישי של הנושה האמור בערך זה. עולה אפוא כי, בנסיבות של חוב המובטח ביתר, הנושה המובטח אינו משיא הערך היעיל של הבטוחה.²²

(ג) מיתון בעיית הנציג: הלכת ששון לוי

12.10 בעיית הנציג שבין נושה מובטח לבין יתר נושי החייב והחייב עצמו באשר למימוש הבטוחה עלולה להופיע כל אימת שערך הבטוחה גבוה משיעור חובו של הנושה המובטח. אף על פי כן, החקיקה המנדטורית הגבילה את עיכוב ההליכים בישראל בהליכי פשיטת רגל ופירוק. עיכוב ההליכים לא חל כלפי חובות מובטחים. לנושים המובטחים נותרה אפוא החירות לממש לבדם, בהליכי ההוצאה לפועל, את בטוחותיהם בפשיטת רגל של חייב או בפירוקו. ואולם, ברבות השנים, התמודדו בתי המשפט עם בעיית נציג זו וצמצמה דרך הפסיקה. ראשית המגמה השיפוטית ניכרה בהחלטה החשובה של בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו בעניין **גרבש**.²³ בעניין זה נדרשה השופטת אלשיך לבעיית הנציג שבמימוש בטוחות על ידי נושה מובטח ביתר. לנוכח בעיה זו, פסקה השופטת אלשיך כי גם בפשיטת רגל יידרש נושה מובטח, המבקש להמשיך במימוש בטוחותיו באמצעות ההוצאה לפועל,²⁴ לבקש היתר להמשיך המימוש מבית המשפט המרכז את תיק פשיטת הרגל של החייב.²⁵ כאשר הצהרת

- 21 לפישוט הטיעון, נניח כי שיעור חובו הנדון כבר משקלל הן את רכיב הקרן והן את רכיב הריבית המוכרת על החוב.
- 22 בעיית נציג זו שבין הנושה המובטח ליתר נושי החייב היא אף אחד השיקולים נגד הפקדת ההחלטה הבלעדית אם להכניס את החייב להליך של חדלות פירעון, ואם כן – לאיזה הליך, בידי הנושה המובטח. ראו לעיל פסקאות 11.24–11.31.
- 23 פש"ר (מחוזי ת"א) 466/93, בש"א 26205/00 בעניין **עו"ד יחיאל גרבש (בפשיטת-רגל)** (פורסם בנבו, מיום כ"ז כסלו התשס"א, 24.12.2000). ראו גם פש"ר (מחוזי ת"א) 1941/02 **טחנת קמח אשדוד בע"מ נ' חברת פיתהות – מעדן בע"מ** (פורסם בנבו, מיום ז' כסלו התשס"ג, 13.11.2002).
- 24 מימוש שעבודים שנרשמו או שהופקדו בידי הנושה נעשה באמצעות מנגנון ההוצאה לפועל. ראו סעיף 17(2) לחוק המשכון.
- 25 עניין **גרבש**, לעיל ה"ש 23. הנושה הפונה לבית המשפט יידרש להצהיר לפני בית המשפט על שלושה עניינים כדלקמן: (א) שיעור החוב כלפיו; (ב) הערכה זהירה ומבוססת של שווי הבטוחה (לרבות הצפוי להתקבל תמורתה במכירה חופשית בשוק, ולא רק במכירה מאולצת ומהירה); (ג) מסירת מסמכי השעבוד לבחינת תוקפו אצל הנאמן והכונס הרשמי. השוו עו"ד רע"א 9025/03 **בנק המזרחי המאוחד בע"מ נ' עו"ד בן פורת**, פ"ד נט(3) 919, 925–926 (התשס"ה-2004) (חוסר מעש מצד נושה מובטח, המשתתף ונמנע מלממש בטוחה שאותה ביקש לממש גם בעל התפקיד, עלול להגדיל את החוב המובטח לנושה המובטח, ובכך לצמצם את שיעור הפירעון ליתר הנושים. השתתף כאמור עלולה להיחשב, בנסיבות מסוימות, להפרתה של חובת תום הלב של הנושה המובטח).

הנושה-המבקש מלמדת כי הוא מובטח ביתר, קיימת חזקה, לפי פסיקת השופטת, שהוא אינו משיא הערך היעיל של הבטוחה. לפיכך, בנסיבות כאמור, יוכפף ההליך למימוש הבטוחה בלשכת ההוצאה לפועל לפיקוחם המלווה של הנאמן בפשיטת הרגל ושל הכונס הרשמי.²⁶ אמנם, בהותירו את מימוש הבטוחה בלשכת ההוצאה לפועל, השיל מעליו בית המשפט, המרכז את הליך חדלות הפירעון, את משימת הפיקוח על מימוש הבטוחה בידי הנושה המובטח. אולם, מצד אחר, בית המשפט עדיין מחיל מנגנון בקרה שנועד להתריע מפני בזבוז המשאבים שבו עלול ללקות מימוש בטוחה הנשלט על ידי הנושה המובטח לבדו. אם הנאמן בפשיטת רגל או הכונס הרשמי סבורים במהלך פיקוחם על הנושה המובטח כי המימוש אינו מתנהל באופן המגן על עניינם של כלל נושי החייב ושל החייב עצמו, הרשות בידם לפנות לבית המשפט המרכז את הליך חדלות הפירעון ולבקשו לחזור ולעכב את מימוש הבטוחה, או להפקיע מידי הנושה המובטח.²⁷

12.11 פנייה של הנאמן בפשיטת רגל או של הכונס הרשמי לעיכוב הליך המימוש העצמאי שנוקט הנושה המובטח בהוצאה לפועל, תיענה על ידי בית המשפט כל עוד לא אישר רשם ההוצאה לפועל את מכירת הבטוחה. ברם, משהתקבל אישור כאמור, ייעתר בית המשפט לבקשה לעיכוב המכירה רק במקרים חריגים. מדיניותו של בית המשפט העליון בעניין זה בוטאה היטב מפי השופט גרוניס בעניין **וינקלר**:²⁸

”בבוא בית המשפט להכריע בבקשת חייב לבטל עיסקת מכר אשר כבר אושרה, עליו לשוות לנגד עיניו את כל בעלי האינטרסים הנוגעים בדבר. במקרים מעין אלה אין מדובר אך בעניינו של חייב ספציפי זה או אחר אשר רצונו הוא כי חובותיו ייפרעו במידה המרבית האפשרית. על בית המשפט להקפיד כי לא יקופח עניינם של נושי החייב. האינטרס של נושי החייב עולה במידת מה בקנה אחד עם עניין החייב; טובתם, כמו גם טובת החייב, משמעה מכירת נכסי החייב במחיר מרבי כך שיגדל הסך הכולל

26 שם, על מערכת השיקולים של רשם ההוצאה לפועל באישור מכירת נכס על ידי כונס נכסים ראו בר"ע (מחוזי ת"א) 1598/07 **יהלומי איטליה אחזקות בע"מ נ' כונס הנכסים על זכויות תלם וניב בע"מ** (פורסם בנבו, מיום ד' טבת התשס"ח, 13.12.2007) ("כונס נכסים הממונה בהליכי הוצאה לפועל לשם מימוש נכסו של חייב, משמש כפקיד בית משפט והוא פועל להשיא, ככל האפשר, את תמורת הנכס, בהליך יעיל, מהיר והוגן. ככלל, בהליך מימוש נכס בלשכת ההוצאה לפועל, עניין לנו באיזון בין אינטרסים נוגדים. אינטרס אחד מניע את הנושה המובטח, ואחר את הנושה הלא מובטח. אינטרס שלישי הוא זה של החייב, ובנוסף להם קיימים, כמובן, האינטרסים של המציעים הפוטנציאליים השונים, המשתתפים בהליך המכר. כל אלו, נקבצים ובאים, אל תחת קורת גגו של כונס הנכסים").

27 רע"א 8122/08 **ישראלי נ' המנהל המיוחד לנכסי ריקי ורפאל ישראלי** (פורסם בנבו, מיום י"ח תשרי התשס"ט, 17.10.2008). ראו גם פש"ר (מחוזי ת"א) 7701-01-10 **בעניין פישביץ** (פורסם בנבו, מיום ט"ז תשרי התשע"ב, 14.10.2011).

28 רע"א 4891/04 **וינקלר נ' בנק הפועלים בע"מ**, פ"ד נח(6) 721, 725 (התשס"ד-2004). להוראה לקיים התמחרות נוספת, לפני שיאשר ראש ההוצאה לפועל הסכם מכר בין קונה לכונס נכסים, ראו בר"ע (מחוזי ת"א) 1695/04 **א.ג.ס. נכסים בע"מ נ' כונס הנכסים של אברהם בן-לוי** (פורסם בנבו, מיום כ"א סיון התשס"ד, 10.6.2004).

המתחלק בין הנושים, ובהתאמה יגדל הסכום שיקבל כל נושה. כמו כן קיים אינטרס רחב יותר, של חייבים בכלל ושל נושיהם של חייבים, כי מציעים רבים יבקשו להשתתף במכירת נכסי חייבים בהוצאה לפועל, בפשיטת רגל ובהליכים דומים. כך תגדל התחרות, ועמה האפשרות לכריתת עסקאות מכר במחירים גבוהים. כתוצאה מכך ישתפרו סיכויי החייבים לעמוד בתשלום חובותיהם, אף אם לא במלואם. אף הנושים יפיקו תועלת רבה יותר. בנוסף יש להתחשב באינטרס של אלה המשתתפים בהליכי מכר של נכס בהוצאה לפועל או בפשיטת רגל וכד'. אם יהא המציע הזוכה חשוף לאפשרות שזכיותו תבוטל מפאת טענות שונות הנוגעות למכר, אשר יוכל החייב להעלות חדשות לבקרים, יירתעו מציעים פוטנציאליים מלקחת חלק בהליכי מכר כאלה ולסכן את כספם (ראו למשל ע"א 555/71 אמסטרדמר נ' מוסקוביץ...). לכך עשויה להיות השפעה מזיקה וארוכת טווח על הליכי מכירה מעין אלה (ראו ע"א 509/00 לוי נ' ברכה, עו"ד נאמן בפשיטת רגל לנכסי יצחק בילו בעמ' 428. הדברים אמנם נאמרו לעניין הליכי כינוס נכסים, אך יפים הם גם לענייננו). כך למשל, אם רק מספר מצומצם של מציעים יהינו לסכן את כספם בדרך זו של רכישת נכסים הנמכרים בהליכי מימוש, לא יהא ניתן למכור הנכסים בתמורה מקסימלית, כפי שהייתה יכולה להתקבל במסגרת מכירה פומבית או התמחרות רבת מתחרים. הדבר יסב נזק הן לציבור החייבים בכללו הן לנושי החייבים".

12.12 המדיניות השיפוטית האמורה קיבלה תימוכין נוספים עת עוגנה בפסיקת בית המשפט העליון בהלכת **ששון לוי**.²⁹ בית המשפט, מפי השופט דנציגר, הבחין בין נסיבות שבהן מבקש נושה מובטח לממש בטוחה ששווייה נמוך מגובה החוב שחב החייב לאותו נושה, לבין נסיבות שבהן שווייה של הבטוחה גבוה משיעור החוב האמור. בית המשפט פסק כי במקרה האחרון קיים לנושה תמריץ לממש את הנכס באופן מהיר וכנגד תמורה זולה יחסית, עד שיעור החוב כלפיו. אין לנושה תמריץ כלכלי להשיא את שווי המימוש של הנכס למעלה מגובה חובו. בית המשפט התייחס לבעיית נציג זו כאל "ניגוד עניינים פוטנציאלי" שבו מצוי הנושה המובטח. לאור זאת, אין להסתפק בכך שהנכס ימומש בידי כונס נכסים מטעם הנושה המובטח, תוך כדי דיווח גרידא על הליכי המימוש לבעל התפקיד בהליך חדלות הפירעון. בנסיבות כאמור, ראוי לדאוג לפיקוח פעיל של בעל התפקיד על הליכי המימוש שנוקט כונס הנכסים. בנסיבות חריגות ראוי אף להסמיך את בעל התפקיד לפעול לצד כונס הנכסים למימוש הנכס המשועבד.³⁰

29 ע"א 8044/13 ששון לוי בע"מ נ' שיכון ובינוי נדל"ן השקעות בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ג אדר א' התשע"ד, 13.2.2014).

30 השופטים עמית וברק-ארז הצטרפו לפסק דינו של השופט דנציגר. השופטת ברק-ארז אף הוסיפה כי בנסיבות שבהן הנושה המובטח הוא גם אחד המתעניינים ברכישת הנכס, ניגוד העניינים אף מחרף. בנסיבות כאמור, יהיה מקום אף להחליף את כונס הנכסים מטעם הנושה המובטח ולהסמיך במקומו את בעל התפקיד בהליך חדלות הפירעון לממש את הבטוחה. שם, פסקה 5 לפסק דינה של השופטת ברק-ארז.

2. חוק חדלות פירעון

12.13 בכל הנוגע לעיכוב הליכים, ממשיך החוק את עקרונות החקיקה שקדמה לו באשר להבראת חברה.³¹ וזו לשון סעיפים 29 ו-245 לחוק העוסקים בעניין:

”29. הקפאת הליכים נגד תאגיד עם מתן צו לפתיחת הליכים משמעה כי –

(1) לא יהיה ניתן לפתוח בהליכי גבייה של חובות עבר נגד התאגיד או להמשיך בהליכי גבייה שטרם הושלמו; לעניין זה, יראו הליך גבייה כהליך שהושלם, לגבי נכסים – בקבלת מלוא התמורה בעד מכירתם בידי הנושה, ולגבי עיקול חוב – בתשלום החוב לנושה.”

”245. (א) ניתן צו לפתיחת הליכים והורה בית המשפט לעניין חייב שהוא תאגיד – על הפעלת התאגיד לשם שיקומו הכלכלי, או הורה הממונה, לעניין חייב שהוא יחיד – על הפעלת עסקו לפי סעיף 158, לא יממש נושה מובטח את הנכס המשועבד לטובתו בשעבוד קבוע, ובשעבוד צף – לא יגבשו, אלא באישור בית המשפט.

(ב) בית המשפט יאשר את מימוש הנכס המשועבד בשעבוד קבוע או את גיבוש השעבוד הצף בהתקיים אחד מאלה:

(1) אין בנכס המשועבד בשעבוד קבוע או בנכס שחל עליו השעבוד הצף כדי להבטיח הגנה הולמת לנושה המובטח, ולא נקבעו דרכים אחרות להטחת הגנה כאמור;

(2) הנכס המשועבד או הנכס שחל עליו השעבוד הצף אינו נדרש לשם שיקומו הכלכלי של חייב שהוא תאגיד או לשם שמירת עסקו כעסק פעיל של חייב שהוא יחיד.”

12.14 החוק קובע כי כל נושה יהיה כפוף לעיכוב ההליכים, הן נושה מובטח והן נושה לא-מובטח. חידוש שמחדש החוק בעניין זה הוא שגם נושה מובטח של חייב בשר ודם כפוף לעיכוב ההליכים. ואולם, החוק מכפיף את הנושה המובטח לעיכוב ההליכים רק בהליכים של חדלות פירעון שבהם ציווה בית המשפט על הפעלת עסקי החייב. לשון אחר: עת עסקינן בהליך בעל מתווה הבראתי, יוגבל הנושה המובטח מלממש את בטוחתו באופן עצמאי והוא יהיה כפוף לניהול הקיבוצי של נכסי החייב. כך ניתן יהיה לשמור על הערך המצרפי של נכסי החייב ושל עסקיו, ולהשיאם. כמו בחקיקת חוק החברות

31 לתיאור הוראות חוק החברות בעניין הקפאת הליכים ראו לעיל פסקה 12.5.

בעניין הבראת חברה, גם החוק מוציא מתחולה את הנושה המובטח מעיכוב ההליכים במתווה הבראתי אם לא הובטחה לנושה האמור הגנה הולמת או אם מימוש הבטוחה לא יפגע בהבראת החייב.³²

12.15 כאמור, החוק קובע כי נושה מובטח אינו בן חורין לממש את בטוחתו בהליך של חדלות פירעון הבראתי. מכלל "לאו" אתה שומע "הן". כלומר, כאשר הליך חדלות הפירעון אינו הליך הבראתי כי אם הליך מימושי, דוגמת הליך הפירוק, הנושה המובטח אינו כפוף לעיכוב ההליכים והוא רשאי לממש את בטוחתו. עם זה, החוק מתייחס לבעיית הנציג של מימוש הבטוחה בידי נושה מובטח ביתר גם בהליך מימושי. בהמשך לבקרה המשפטית שקבעה הפסיקה בהלכת **ששון לוי** על חירות המימוש של בטוחות בידי בא כוח הנושה המובטח,³³ קובע סעיף 248(א)(1) לחוק חדלות פירעון כי כאשר "אומדן שווי הנכס המשוועבד שהגיש הנושה המובטח לפי סעיף 210(ד)... גבוה באופן מובהק מהחוב המובטח – ימומש הנכס בידי הנאמן".

3. משפט משווה

(א) ארצות-הברית

12.16 בארצות-הברית סעיף 362(a) ל-Bankruptcy Code קובע כי סעד עיכוב ההליכים (the automatic stay) יחול על כל נושי החייב, בלא יוצא מן הכלל, בכל הליך.³⁴ אפילו נפתח הליך למימוש נכסים, גם הנושים המובטחים מעוכבים ואינם רשאים להמשיך לממש את בטוחותיהם.³⁵ ברם, הנושה המובטח זכאי לפנות לבית המשפט לחדלות פירעון בבקשה להתיר לו לממש את הבטוחה. בית המשפט ייעתר לבקשת נושה אם ישתכנע כי לא ניתנה הגנה הולמת לזכויותיו בבטוחה,³⁶ או אם ישתכנע כי לחייב לא תצמח עוד כל תועלת כלכלית שיריית מן הבטוחה וכי הבטוחה אינה חיונית לצורך הבראת החייב.³⁷

(ב) אנגליה

12.17 החוק באנגליה מבחין בין עיכוב הליכים בפירוק חברה לבין עיכוב הליכים בהבראתה. בפירוק חברה מעוכבים ההליכים שנוקטים נושים לא-מובטחים, אך נושים מובטחים עודם בני חורין להוסיף לממש את בטוחותיהם.³⁸ לעומת זאת, בהבראת חברה (Administration) מעוכבים כל ההליכים כלפי החברה, הן מצד נושים לא-מובטחים והן מצד נושים מובטחים.³⁹

32 סעיף 245 לחוק. לדיון עיוני בסעד ההגנה ההולמת ראו להלן תת-פרק ג'.

33 לעיל פסקאות 12.10–12.12.

34 סעד עיכוב ההליכים מוסדר בפרק 3 ל-Bankruptcy Code האמריקני. כפי שכבר הוסבר מוקדם יותר, הוראות פרק זה מתייחסות לכל ההליכים המתנהלים לפי חוק זה, בין שאלה הם הליכי מימוש נכסים ובין שאלה הם הליכים לארגון מחדש של חובות החייב ולהבראתו. ראו לעיל פסקה 4.64.

35 Bankruptcy Code §362(a)(4), (5).

36 Bankruptcy Code §362(d)(1).

37 שם, §362(d)(2).

38 Insolvency Act, 1986 §130.

39 שם, §43 Schedule B1.

4. בין ישראל לעמים

12.18 מבחינת החוק הרשמי, החקיקה בישראל לפני חוק חדלות פירעון, קרי: פקודת פשיטת הרגל, פקודת החברות וחוק החברות, דמתה לחקיקה האנגלית בעניין עיכוב הליכים. רוצה לומר: עיכוב ההליכים בפשיטת רגל ובפירוק לא עיכב בעד נושים מובטחים מלממש את בטוחותיהם, אך עיכוב ההליכים בהבראת חברה אכן עיכבם מלממש. לעומת זאת, החוק אינו זהה לחקיקה האנגלית, שכן לפי החוק נושים מובטחים יעוכבו מלממש את בטוחותיהם בכל הליך של חדלות פירעון בעל אופי הבראתי, בין של חברה ובין של בשר ודם.

12.19 מעניינת יותר היא ההשוואה בין המשפט הישראלי לבין המשפט האמריקני בסוגיה זו. כללי האיסור וההיתר הנוהגים אצלנו בישראל שואבים השראה מן הדין האמריקני. אולם, בארצות-הברית חל עיכוב ההליכים על נושים מובטחים באופן אחיד בכל הליכי חדלות הפירעון, בין שמדובר בהליך להבראת חייב ובין שמדובר בהליך שנועד לממש את נכסיו. לעומת זאת, בישראל, הנושים המובטחים מעוכבים על פי החוק מלממש את בטוחותיהם רק בהליך הבראתי, בעוד שבהליך פירוק אין מניעה מלממש את נכסיהם.⁴⁰ הפסיקה הישראלית, המבוססת בהלכת **ששון לוי**,⁴¹ קירבה את ההתמודדות המשפטית עם בעיית הנציג של נושה מובטח-ביתר המממש את בטוחתו למדיניות המבוססת בהוראת סעיף 362 ל-Bankruptcy Code בארצות-הברית. זוהי מדיניות המבקשת, מחד גיסא, לאפשר לנושה מובטח לגבות את חובו העדיף בלא הכבדות מיותרות, אולם, מאידך גיסא, היא רגישה דיה להגנה על זכויותיהם של יתר הנושים ושל החייב בנסיבות שבהן קיים חשש כי נפער פער כלכלי בין טובתו הפרטית של הנושה המובטח לבין טובתם של נושי החייב והחייב עצמו כמכלול. בשתי הארצות יש אפוא מגבלה על חירות הפעולה של נושים מובטחים בכל אחד מהליכי חדלות הפירעון הקיימים, אפילו בהליכים בעלי אופי מימושי דוגמת הפירוק. ההבדל העיקרי טמון בנטל הפנייה לערכאות בעניין החלתו של עיכוב ההליכים על נושים מובטחים בהליך מימושי: בארצות-הברית, עמדת המוצא של החוק היא כי כל גבייה בכל הליך היא אסורה, אלא אם כן התירה במפורש בית המשפט המרכז את הליך חדלות הפירעון. לפיכך, נטל הפנייה לערכאות מוטל על הנושה המובטח המבקש להשתחרר מעיכוב ההליכים ולממש את בטוחתו. לעומת זאת, בישראל, עמדת המוצא של החוק היא כי בהליך מימושי (להבדיל מהבראתי) גביית חוב על ידי נושה מובטח באמצעות מימוש בטוחתו היא מותרת, אלא אם כן היא נאסרה או הוגבלה במפורש על ידי בית המשפט. על כן, הנטל לפנות לערכאות ולבקש לעכב את מימוש הבטוחה מוטל על החייב ועל יתר הנושים, או על בעל התפקיד המייצג את עניינם.

40 סעיפים 29 ו-245 לחוק חדלות פירעון. קדמו להם סעיף 20 לפקודת פשיטת הרגל, סעיף 267 לפקודת החברות וסעיף 350 ב לחוק החברות.

41 ראו דיון בהלכה זו, לעיל פסקאות 12.10–12.12.

ג. הגנת נושים מובטחים – סעד ההגנה ההולמת

1. המקור לסעד ההגנה ההולמת

12.20 בישראל, נושים מובטחים כפופים לעיכוב ההליכים בהליך הבראתי ואילו בארצות-הברית הם כפופים לכך בכל הליך של חדלות פירעון.⁴² ברם, הליך של חדלות פירעון דורש זמן. במהלכו, זכויותיו של נושה עלולות להישחק ולהיפגע מבחינה כלכלית. כל עוד צו עיכוב ההליכים תקף, הנושה המובטח נותר "נושה בעל כורחו".⁴³ עיכוב ההליכים מונע בעדו מלממש את בטוחתו ולגבות את חובו. שומה עליו להמתין בסבלנות לסיום ההליך ולגבות רק אז, ובעדיפות לעומת יתר הנושים, את חובו. עדיפותו של הנושה בשעת הפירעון תיגזר משווי הנכס המשועבד לו. אם שווי הנכס המשועבד שווה לגובה חובו או אף גבוה יותר משיעור החוב, ייהנה הנושה מעדיפות בנוגע למלוא חובו. ברם, אם הנכס המשועבד נמוך בערכו מגובה חובו, הוא ייהנה מעדיפות בשיעור שוויו של הנכס בלבד. יתרת החוב תהיה בלתי מובטחת. לפיכך, תנודתיות בערך הבטוחה במשך הליך חדלות הפירעון עלולה לשנות את גובה החוב המובטח של הנושה. תנודתיות בשווי הנכס המשועבד יכול שתנבע מסיבות שונות. כך, למשל, הנכס עלול להינזק עקב שריפה או פגיעה אחרת. לחלופין, ערך הנכס עלול להיפגע עקב כישלונה של יוזמת הבראת החברה, צבירת הפסדים נוספים במהלכה ומימוש כפוי של הבטוחה כתנאים גרועים מאלה ששררו עובר לפתיחת הליך ההבראה.

12.21 הפגיעה הכלכלית שהנושה המובטח חשוף לה עקב עיכוב ההליכים, טעונה איזון. הנושה זקוק להגנה מפני ירידת הערך האפשרית אשר נכפתה עליו הר כגיגית או לפיצוי כלכלי בגינה. הגנה כאמור נקבעה בסעיף 3350 לחוק החברות וקבועה כיום בסעיף 245(ב) לחוק חדלות פירעון. סעיף זה קובע לאמור:

"בית המשפט יאשר את מימוש הנכס המשועבד בשעבוד קבוע או את גיבוש השעבוד הצף בהתקיים אחד מאלה:

(1) אין בנכס המשועבד בשעבוד קבוע או בנכס שחל עליו השעבוד הצף כדי להבטיח הגנה הולמת לנושה המובטח, ולא נקבעו דרכים אחרות להבטחת הגנה כאמור;

42 יש לציין כי אמנם חוק חדלות פירעון נוקט גישה מאחדת כלפי הבראה ופירוק וכולל אותם תחת הליך אחד. מכל מקום, ההבחנה בין ההליכים מקבלת ביטוי בעניין זה של ההגנה ההולמת. מקום שבו פונה החברה לפירוק, רשאים הנושים המובטחים לממש את בטוחותיהם. לעומת זאת, בהליך הבראה נאסר עליהם לעשות זאת אלא בכפוף לאישור בית משפט בלבד.

43 David G. Carlson, *Security Interests in the Crucible of Voidable Preference Law*, [1995] U. ILL. L. REV. 211, 354, n. 592; Thomas O. Kelly III, *Compensation for Time Value as Part of Adequate Protection During the Automatic Stay in Bankruptcy*, 50 U. CHI. L. REV. 305 (1983)

(2) הנכס המשועבד או הנכס שחל עליו השעבוד הצף אינו נדרש לשם שיקומו הכלכלי של חייב שהוא תאגיד או לשם שמירת עסקו כעסק פעיל של חייב שהוא יחיד".

סעד ההגנה ההולמת נחקק לראשונה בחוק לתיקון פקודת החברות (מס' 10), התשנ"ה-1995, ונקבע בסעיף 233(א2) לפקודת החברות. משנחקק חוק החברות, הועתק סעיף 233 במלואו לחוק החברות, וכך נדד סעד ההגנה ההולמת לסעיף 350(ו) לחוק. בתיקון מס' 19 לחוק החברות הועתק הסעד שנית לסעיף 350ג לחוק החברות.⁴⁴ בראשית הדרך נחקק סעד זה בישראל בבחינת יצירת יש מאין. לחקיקתו לא קדם כל פיתוח הדרגתי של ההלכה הפסוקה. הטעם לכך ברור: עובר לחקיקתו של תיקון מס' 10 לפקודת החברות, לא היו נושים מובטחים כפופים כלל לעיכוב הליכים. ממילא, לא התעורר הצורך בבתי המשפט להגן מבחינה כלכלית על נושים מובטחים. הללו היו רשאים בכל עת לדאוג לזכויותיהם באמצעות מימוש בטוחותיהם. רק משהוכפפו הנושים המובטחים לעיכוב ההליכים בתיקון האמור, דאג המחוקק לאזן כפיפות זו באמצעות ההגנה ההולמת. חקיקה זו נעשתה בלא כל הגדרות וקביעת אמות מידה להפעלת הסעד. המחוקק נקט לשון סתמית של "הגנה הולמת", ולא הבהיר מה טיבה. איזו הגנה תיחשב ל"הולמת" ואיזו לא? על איזה ערך כלכלי בדיוק ביקש המחוקק לפרוש את הגנתו? סתם המחוקק ולא פירש.

12.22 המונח "הגנה הולמת" יובא על ידי המחוקק הישראלי מדיני חדלות הפירעון האמריקניים. המונח adequate protection הופיע לראשונה בפסק דינו של השופט Learned Hand בעניין *Murel Holding*.⁴⁵ בעניין זה ביקשו הצדדים לאשר תכנית הבראה של חברה. ברם, קבוצת נושים אחת עמדה בהתנגדותה לאישור התכנית המוצעת. כאשר ביקשו הצדדים המעוניינים באישור התכנית לכפותה על הקבוצה המתנגדת, התנה זאת בית המשפט בכך שהקבוצה המתנגדת תקבל הגנה הולמת לשווי זכויות חבריה. כעבור שנים אימצו שני בתי הקונגרס את המלצת ועדותיהם לעגן את סעד ההגנה ההולמת ב-Bankruptcy Code כסעד עיקרי לאורך כל שלביו של הליך חדלות הפירעון, ולא רק בעת אישורה של תכנית הבראה. ואכן, מאז חקיקתו, נתפש שם סעד ההגנה ההולמת כרכיב עיקרי בפילוסופיה הערכית של דיני חדלות פירעון. הסעד נחקק שם כגורם מאזן בין שני עקרונות מנוגדים זה לזה: מחד גיסא, הרצון לכבד את זכויותיהם המשפטיות של בעלי התביעות כלפי החייב, אשר נרכשו על פי הדין הכללי; מאידך גיסא, השאיפה להימנע ממימוש מהיר של נכסי החייב, חרף כישלוננו העסקי והפרת הסכמים על ידיו, כדי שלא תסוכל האפשרות להבראת החייב.⁴⁶ סעד ההגנה ההולמת מעגן את זכויות הנושה

44 על ההיסטוריה של חקיקת דיני הבראת חברות בישראל ראו לעיל פסקאות 4.33–4.37.

45 *In re Murel Holding Co.*, 75 F.2d 941 (2nd Cir. 1935).

46 Lawrence P. King, *An Overview of Recent Developments and Future Prospects in the United States*, in CURRENT DEVELOPMENTS IN INTERNATIONAL COMPARATIVE CORPORATE INSOLVENCY LAW 29, 31 (Jacob S. Ziegel ed., 1994); Raymond T. Nimmer, *Secured Creditors and the Automatic Stay: Variable Bargain Models of Fairness*, 68 MINN. L. REV. 1, 3–4 (1983); *In re Kenny Kar Leasing, Inc.*, 5 B.R. 304, 308 (Bankr., C.D. Cal. 1980).

המובטח בנוגע לנכס המשועבד לו: הנושה אינו זכאי לשמור על זכויות בנכס בעין,⁴⁷ אולם הוא זכאי להגנה על שוויו הכלכלי של הנכס. באמצעות הגנה כלכלית כאמור, יוסיף הנושה ליהנות, מבחינה מהותית, מן העדיפות ששווי הבטוחה מקנה לו. זו מהותה של חבילת הזכויות הכלכליות שרכש הנושה בעת שהעמיד אשראי לחייב.⁴⁸

12.23 בתיקון מס' 19 לחוק החברות התייחס המחוקק בפעם הראשונה לסעד ההגנה ההולמת באופן מפורט יותר והבהיר את טיבו. הגנה הולמת הוגדרה בסעיף 350א לחוק החברות. כיום, מוגדרת "הגנה הולמת" בסעיף 4 לחוק חדלות פירעון כהאי לישנא:

– "הגנה הולמת" –

(1) לגבי נכס משועבד בשעבוד קבוע, נכס שחל עליו שעבוד צף או נכס שיש לגביו זכות עיכוב – שמירת הערך המובטח לנושה בבטוחה, בהתחשב, בין השאר, ברמת הוודאות לפירעון החוב מהנכס; לעניין זה, 'הערך המובטח לנושה בבטוחה' – התמורה שהיה מקבל הנושה ממימוש הנכס אילו בית המשפט היה מאפשר לו, במועד הגשת הבקשה שבמסגרתה נבחנה הטענה האמורה, לממש את הנכס באופן עצמאי, שלא במסגרת הפעלת התאגיד... ולעניין חייב שהוא יחיד – שלא במסגרת הפעלת עסקו...;

(2) לגבי נכס הכפוף לשיוור בעלות – הבטחת תשלום התמורה בעד הנכס אך לא יותר מהתמורה שהיתה מתקבלת בעד הנכס אילו היה נמכר בידי בעליו במועד הגשת הבקשה שבה נבחנת הטענה האמורה."

הגדרה זו צועדת בעקבות המשפט האמריקני. הדגש בהגנה ההולמת הוא בשמירה על ערך החוב המובטח, אך לאו דווקא על הזכויות בעין בבטוחה.

47 מגבלה זו מבוטאת במניעתו מלממש את הבטוחה.

48 Wright v. Union Central Life Insurance Co., 311 U.S. 273 (1940); REPORT OF THE COMMITTEE ON THE JUDICIARY, HOUSE OF REPRESENTATIVES, [TO ACCOMPANY H.R. 8200], H.R. 59-95, 95th Cong., 1st Sess. 399 (1977) אולם ראו Russel A. Eisenberg & Frances, Gecker, *Due Process and Bankruptcy: A Contradiction in Terms?*, 10 BANKR. DEV. J. 47 (1993-1994) והשוו James S. Rogers, *The Impairment of Secured Creditors' Rights in Reorganization: A Study of the Relationship Between the Fifth Amendment and the Bankruptcy Clause*, 96 HARV. L. REV. 973 (1983) (במאמר זה טוען המחבר כי, שלא כדעה הרווחת, אין בתיקון החמישי לחוקה האמריקנית, לחלקיו השונים, משום הגבלה מהותית של כוח הקונגרס לחוקק בתחום דיני חדלות פירעון, ובמיוחד חקיקה המהווה פגיעה מסוימת בזכויותיהם של נושים מובטחים. לטענתו, ההגבלה המהותית והנכונה נמצאת בסעיף בחוקה שגם מעניק לקונגרס את סמכות החקיקה בתחום).

2. ההקשרים שבהם נדרשת הגנה הולמת

12.24 ההתייחסות החקיקתית לסעד ההגנה ההולמת מתבטאת בשלושה הקשרים:

- (א) הגנת הנושה המובטח לנוכח עיכוב ההליכים.⁴⁹
- (ב) הגנת הנושה המובטח לנוכח שימוש, השכרה או מכירה של בטוחה.⁵⁰
- (ג) הגנת הנושה המובטח לנוכח מתן שעבוד שווה עדיפות או עדיף הימנו למממן הליך ההבראה.⁵¹

12.25 שלושת ההקשרים האמורים לקוחים מן החקיקה האמריקנית, מוצאו של סעד ההגנה ההולמת. **ההקשר הראשון** הוא ההקשר הנדון במישרין בפרק זה, לאמור: הגנת הנושה המובטח המעוכב בהליך חדלות הפירעון ממימוש בטוחתו. **בהקשר השני** מבקש המחוקק להבטיח כי גם אם תשמש הבטוחה את החייב, או את בעל התפקיד שהתמנה לו, לצורך הפעילות העסקית של החייב, או אם הבטוחה תושכר או תימכר, יהא ערך החוב המובטח לנושה מוגן, ויישמר. **ההקשר השלישי** מעורר שאלה של עדיפות פירעון בין החוב המובטח הקיים לבין חוב למממן חדש, המממן את החייב בהליך חדלות הפירעון ודורש פירעון עדיף, או – לכל הפחות – שווה לחוב המובטח. דחיקה זו של עדיפותו המוחלטת של החוב המובטח תהיה אפשרית רק כנגד הבטחת הגנה הולמת לנושה הקיים. ההקשר השני וההקשר השלישי קיבלו ביטוי בחקיקה, לראשונה בישראל, בתיקון מס' 19 לחוק החברות.

(א) עיכוב הליכים ושימוש בבטוחה

12.26 לעניות דעתי, הגם שהמחוקק טרח לפרטם בנפרד, מבחינה מעשית שני ההקשרים הראשונים שזורים להם יחדיו. סוף סוף, אימתי ילין נושה מובטח על עצם זאת שהחייב משתמש בבטוחה המשועבדת לו, או משכירה? כאשר הנושה המובטח מעוניין ליטול את הבטוחה ולממש בעצמו, אך עיכוב ההליכים מונע בעדו מלממש, חששו הוא שעיכובו מלממש את הבטוחה והמשך השימוש בה על ידי החייב עלולים לשחוק את ערכה. אכן, קשה לשער נסיבות שבהן בטוחה תעוכב ממימוש, בהליך של חדלות פירעון, כאשר החייב אינו מעוניין כלל בשימוש בה או, לחלופין, אינו מעוניין למוכרה. המזור לחששותיו של הנושה המובטח בנסיבות כאמור הוא אפוא קביעה שיפוטית כי חובו המובטח מוגן באופן הולם.

12.27 כדי לבחון אם זכויות הנושה המעוכב ממימוש בטוחתו מוגנות באופן הולם יש להעריך את שווי הבטוחה.⁵² המחוקק הישראלי קבע בהקשר זה כי "ערך הבטוחה" יבחן לפי שווי המימוש הכפוי

49 סעיף 245 לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350 לחוק החברות.
 50 סעיפים 61(א) ו-64 לחוק חדלות פירעון. קדם להם סעיף 350 לחוק החברות.
 51 סעיף 65 לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350(ב)-(ד) לחוק החברות. האפשרות להקנות שעבוד עדיף למממן הליך ההבראה הייתה קיימת בחוק החברות, אך בוטלה בחוק חדלות פירעון. חוק חדלות פירעון מאפשר להקנות למממן החדש לכל היותר שעבוד שווה עדיפות לשעבוד קודם.
 52 הגדרת "הגנה הולמת" בסעיף 4 לחוק חדלות פירעון וקודם לכן בסעיף 350 לחוק החברות.

של הנכס, ולא לפי שווייה בעת הפעלתו בעסק פעיל.⁵³ הטעם לכך הוא שבאופן זה מוגן הנושה, מבחינה כלכלית, כפי טענתו. כאמור, הנושה המובטח טוען נגד עיכוב ההליכים ומעוניין לממש כבר עתה את בטוחתו בכוחות עצמו. מימוש כאמור היה מניב, מן הסתם, תמורה לפי ערך מכירה כפויה של הנכס. ערך זה הוא אפוא הערך שעליו מבקש הנושה להגן מבחינה כלכלית. לפיכך, זהו ערך הבטוחה שיש להגן עליו ולהבטיחו לנושה זה. הנכס עשוי אמנם להניב ערך כלכלי גבוה יותר בעת הפעלתו בעסקו של החייב. ערך זה מוגדר כ"ערך העסק-החיי" של הנכס. אולם ערך זה מגולם בדיוק בעצם המשך החזקתו של החייב בבטוחה והפעלתה על ידיו. זהו ערך כלכלי אשר, לשם השגתו, על הנושה המובטח דווקא להשלים עם הותרת הנכס בידי החייב בעת הליך חדלות הפירעון. ערך זה אינו טעון הגנה מיוחדת בעבור הנושה.

12.28 מנגד, בהקשר של מכירת הבטוחה על ידי החייב, מורה המחוקק כי הגנת ערך הבטוחה תתקיים באמצעות הסבת השעבוד אל תמורת המכירה, ככל שזו ניתנת לעקיבה, ככל שיש בתמורה להבטיח הגנה הולמת לנושה.⁵⁴ כך, אפילו בנסיבות שבהן נמכרת הבטוחה במהלך עסקיו הרגיל של החייב ומפקיעה את השעבוד מן הנכס, כפי שיקרה במכירה של נכסים המשועבדים בשעבוד רחב היקף,⁵⁵ עדיין ישמור הנושה על ערך חובו המובטח באמצעות התמורה המתקבלת מן המכירה.

(ב) מימון חדש המגובה בבטוחה

12.29 ההקשר השלישי שבו מתעורר לעתים הצורך במתן הגנה הולמת הוא כאמור בנסיבות שבהן מוצע למממן חדש, אשר יזרים מימון לחייב בעת הליך חדלות הפירעון, שעבוד להבטחת המימון אשר עדיפות פירעונו שווה לזו של נושה מובטח קיים.⁵⁶ הנושה המובטח הקיים זכאי להגנה כתחליף לעדיפותו הבלעדית שאותה הוא מאבד.⁵⁷ בהקשר זה הוצע בהצעת חוק לתיקון חוק החברות (תיקון מס' 17) (הבראת חברות), התשע"א-2011, כי ערך החוב המובטח לצורך קביעת ההגנה ההולמת יהיה אף הפעם שווי המימוש הכפוי של הבטוחה, כבהקשר הכללי של עיכוב ההליכים.⁵⁸ ואולם, לבסוף,

53 כלשון ההגדרה: "התמורה שהיה מקבל הנושה ממימוש הנכס אילו בית המשפט היה מאפשר לו... לממש את הנכס באופן עצמאי, שלא במסגרת הפעלת התאגיד". לדיון עיוני נרחב על אופן הערכת השווי הראוי של בטוחה, לצורך בחינת הגנה הולמת, ראו דוד האן "הגנה הולמת לחובת מובטחים בהבראת חברות" **משפטים** לב 247 (התשס"א).

54 סעיף 61(א)(3)(ב) לחוק חדלות פירעון. השוו סעיף 350 לחוק החברות שקדם לו. להסתת השעבוד אל עבר תמורת המכר בהליך של חדלות פירעון בארצות-הברית, כשהתמורה ניתנת לעקיבה, ראו Bankruptcy Code §552(b).

55 גם נכסים שנרכשים על ידי החייב במשך הליך ההבראה לא יהיו כפופים לשעבוד. ראו להלן פסקה 16.46. בתיקון מס' 19 לחוק החברות נקבעה גם אפשרות שהמממן החדש יקבל שעבוד בנכס העדיף מן הנושה המובטח הקיים. אפשרות זו לא נכללה בחוק חדלות פירעון. ראו גם להלן פסקה 16.42.

57 סעיף 65(ד), (ה) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350(ד)-(ו) לחוק החברות. אירית חביב-סגל סברה כי המממן החדש ראוי ליהנות מעדיפות פירעון רק באשר למותר ערך העסק החי של הבטוחה על ערכה שיתקבל ממימוש כפוי שלה. ראו אירית חביב-סגל "זכויות בעלי שעבודים בשיקום חברות" **עיוני משפט** טז 263 (התשנ"ב). לדעה שונה, המטילה בין השאר ספק באשר למעשיות עמדתה של חביב-סגל, ראו האן, לעיל ה"ש 53.

58 סעיפים 350 (הגדרת "הגנה הולמת"), 350(ג)(2) לחוק החברות.

הותיר המחוקק בתיקון מס' 19 לחוק החברות את אמת המידה לקביעת ערך החוב המובטח בהקשר זה לשיקול דעתו של בית המשפט בלי לקבוע קביעה חקיקתית בעניין.⁵⁹ לעומת זאת, כיום, קובע חוק חדלות פירעון במפורש כי ההגנה ההולמת תחושב לפי שווי מימוש כפוי.⁶⁰

12.30 לעומת הדין הישראלי, בארצות-הברית, ערש הולדתו של סעד ההגנה ההולמת, בחר המחוקק שלא לקבוע כלל אמת מידה לקביעת ערך החוב המובטח לצורך הגנה הולמת, והותירה לשיקול דעתו של בית המשפט בכל ההקשרים שבהם מתעוררת זכות הנושה המובטח לקבלת הסעד האמור.⁶¹

3. אמצעים כלכליים לסיפוק הגנה הולמת

(א) תשלום במזומן, ביטוח או ערבות

12.31 חרף השימוש המועט בסעד של ההגנה ההולמת בבתי המשפט בישראל, עדיין תיודע חשיבות לסעד זה בנסיבות שבהן ישתמש בית המשפט בסמכותו על פי חוק לצוות על הבראת חברה שלא על דעת הנושים המובטחים או שלא על דעת אחדים מתוכם.⁶² הגנה הולמת נועדה לשמור על ערכה הכלכלי של הבטוחה. שמירה כאמור ניתנת להגשמה באמצעות חלופות כלכליות שונות. כך, למשל, החייב עשוי לשלם כסף מזומן בשיעור הפיחות הצפוי בערך הבטוחה, לשעבד לטובת הנושה נכס נוסף או חלופי, לרכוש לטובת הנושה ביטוח לערך הבטוחה, או להעמיד לטובת הנושה ערבות של צד שלישי. אחדות מן החלופות הכלכליות הן מעשיות יותר, ואחדות – מעשיות פחות. כך, למשל, תשלום כסף מזומן ורכישת ביטוח לערך הבטוחה כרוכים בהוצאת כסף מזומן מקופת החייב. הבעיה העיקרית היא שהחייב סובל ממחסור בתזרים מזומנים. זו בעייתו העיקרית אשר בגללה הוא נקלע מעיקרא להליך חדלות הפירעון. לפיכך, חלופות כאמור תתאפשרנה רק בנסיבות שבהן החייב ישכיל – בפתח הליך חדלות הפירעון – לגייס מימון חדש בשיעור שיאפשר לו, בין היתר, להוציא כספים לשם מתן הגנה הולמת לנושה מובטח.⁶³ העמדת ערבות של צד שלישי נראית אפשרות מעשית יותר. ברם, אף כאן יש לדקדק. לא כל ערבות לחוב המובטח תיחשב מאליה להגנה הולמת. הלימות ההגנה צריך

59 שם, סעיף 350(ב1).

60 סעיף 4 לחוק חדלות פירעון (הגדרת "הגנה הולמת").

61 BANKRUPTCY LAW REVISION: REPORT OF THE COMMITTEE ON THE JUDICIARY, TOGETHER WITH SEPARATE, SUPPLEMENTAL, AND SEPARATE ADDITIONAL VIEWS, TO ACCOMPANY H.R. 8200 No. 95-595 (1977).

62 כדוגמה מעשית לצו לפתיחת הליך להבראת חברה, שניתן נגד התנגדותו המפורשת של אחד הנושים המובטחים, ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 1739/02, בש"א 15361/02 בעניין פויכטונגר תעשיות בע"מ (פורסם בנבו, מיום ד' תשרי התשס"ג, 10.9.2002).

63 עלות הביטוח נגזרת, בין השאר, משווי הנכסים המבוטחים. לפיכך, נראה כי חלופת הביטוח תהיה בת מימון בנסיבות שבהן הבטוחה היא נכס מסוים אשר קיים חשש כי יינזק בשריפה או כי ייגנב בפריצה. לעומת זאת, ביטוח שעבוד המוחל על כלל נכסי החברה יהיה יקר באופן יחסי, ולפיכך מעשי פחות. ראו בעניין זה פש"ר (מחוזי ת"א) 1367/98, בש"א 112319/98 בעניין תשלובת הארגז, פרוטוקול דיון (מיום כ"ג תשרי התשנ"ט, 13.10.1998), בעמ' 12.

שתיבחן באופן מושכל בבית המשפט. יש ערבויות שהן רעועות ואינן מספקות מענה כלכלי ראוי על הפיחות הצפוי בערך הבטוחה של הנושה, ולעומתן יש ערבויות הולמות. הדבר תלוי, בין השאר, בזהות האישית של נותן הערבות, בחוסנו הכלכלי האישי ובתנאי ערבותו האישית (אם היא מובטחת בשעבוד נכסים, אם לאו).⁶⁴

(ב) יתרת שווי בבטוחה

12.32 הגנה הולמת אחרת לנושה מובטח עשויה להינתן באמצעות ניצול עצם קיומה של יתרת שווי בבטוחה העודפת על שיעור החוב המובטח.⁶⁵ לאמצעי זה עשויה להיודע חשיבות מעשית כאשר הבטוחה הנדונה היא נכס קבוע של החייב, הצפוי להישאר בהחזקתו ובשימוש במהלך ההבראה. אם ערכו של הנכס צפוי לפחות בשיעור מסוים בתקופת עיכוב ההליכים, שאלת יתרת השווי העודפת על שיעור החוב תהפוך לא פעם למוקד הדיון בנוגע להגנה ההולמת שנושה זכאי לה. יתרת שווי בבטוחה עשויה להקל על החייב לספק הגנה הולמת לנושה המובטח באמצעותה. נניח, למשל, כי החוב כלפי הנושה הוא 100 והבטוחה שווה, בשעת פתיחת ההליך, 200. נניח עוד כי הנושה ישכיל לשכנע את בית המשפט כי בתקופת עיכוב ההליכים צפויה הבטוחה לאבד 15% מערכה. בנסיבות כאמור עדיין יוכל בית המשפט לקבוע כי הנושה המובטח מוגן כראוי, שכן תיוותר לו בטוחה בשווי 170 (לאחר שחיקתה) להבטחת פירעון חוב של 100.⁶⁶ סוף סוף, ירידת הערך הצפויה לבטוחה עדיין אינה מסכלת את יכולת הנושה לפרוע מתוכה את מלוא חובו.⁶⁷ ודוק, אין להחליף בעניין זה בין סיבה למסובב. כאשר מתעורר צורך לתת הגנה הולמת (הסיבה), עקב פיחות צפוי בשווי הבטוחה, ניתן לבחון אם

64 כך, למשל, כנושים מובטחים של תשלובת גיבור סבריינה, הסתפקו הבנקים בערבות של הסתדרות העובדים הכללית לחובות התשלובת שנמסרה בהליך הבראתה. ראו המ' (מחוזי ת"א) 1800/98 בעניין גיבור סבריינה מפעלי טקסטיל בע"מ פרוטוקול דיון (מיום ל' ניסן התשנ"ח, 26.4.1998), בעמ' 52. אכן, ערבות איתנה במיוחד המספקת הגנה הולמת היא ערבות של תאגיד בנקאי. ברם, יש לזכור כי אף ערבות כאמור, בדומה לרכישת ביטוח, כרוכה בעלות כספית לחייב. לפי בדיקה באתרי האינטרנט של הבנקים בישראל, העלות של רכישת ערבות בנקאית היא כ-5% משיעור הערבות.

65 יתרת השווי העודפת משקפת, על פניה, את העניין הכלכלי השיווי של החייב בנכס. עם זה, מבחינתו של נושה בעל שעבוד בדרגת עדיפות גבוהה בבטוחה, קיימת יתרת שווי גם כאשר שווי הבטוחה עודף על חובו, ויתרת השווי האמורה משועבדת לנושה אחר בעל דרגת עדיפות נמוכה משלו. מנקודת ראותו של הנושה העדיף, אין כל נפקות לשאלת זהותם של בעלי העניין הכלכלי וסוג הזכויות ביתרת השווי העודפת על חובו. ראו *In re Indian Palms Assoc. Ltd.*, 61 F.3d 197, 207 (3rd Cir. 1995); *In re Mellor*, 734 F.2d 1396 (9th Cir. 1984).

66 לעומת זאת, כאשר קיימת יתרת שווי בנכסים מתחלפים של החייב, כגון מלאי עסקי, אין בה כדי לשמש, כשלעצמה, הגנה הולמת לנושה מובטח, בשל התכלותה הצפויה במהלך עסקיו של החייב. Evan D. Flaschen, *Adequate Protection for Oversecured Creditors*, 61 AM. BANKR. L.J. 341, 351-353 (1987). ראו עוד להלן פסקאות 16.43-16.46 (דיון בשאלת מידת התפרשותו הראויה של שעבוד רחב היקף על נכסים חדשים הנרכשים בעת הליך של חדלות פירעון).

67 מובן מאליו כי גובה החוב של הנושה שאותו יש לעמת עם שווי הבטוחה הוא שיעור חובו המשקלל הן את קרן החוב והן את הריבית שהצטברה על החוב והמוכרת על פי דין כחלק בלתי נפרד מהחוב. לדיון בשאלת הזכאות לריבית על חובות מובטחים בהליכי חדלות פירעון ראו להלן פסקאות 16.54-16.60, 16.69-16.67.

קיימת יתרת שווי שתוכל לשמש מענה לצורך האמור (המסוכב). אולם, עצם קיומה של יתרת שווי בבטוחה או היעדרה אינו מגדיר כשלעצמו את הצורך במתן הגנה הולמת.⁶⁸ על כן, נושה מובטח בחסר, כלומר נושה אשר שווי בטוחתו נמוך מגובה חובו, אינו זכאי בשל כך בלבד להגנה הולמת, כל עוד לא הוכח ששווי בטוחתו צפוי לפחות במרוצת הזמן.⁶⁹

12.33 האפשרות לתת הגנה הולמת באמצעות ניצול יתרת שווייה של הבטוחה מעוררת את השאלה אם יש לקבוע יחס פיננסי נוקשה אשר יהווה סף תחתון להגנה ההולמת באמצעות חלופה זו. כלומר, שאלה היא אם ראוי לקבוע כי די בכך שערך הבטוחה (לאחר פירות השווי הצפוי) יהיה גבוה משיעור החוב לנושה המובטח ולו בשקל אחד, ואז הנושה ייחשב למוגן באופן הולם, או שמא הגנה הולמת דורשת הפרש שווי בשיעור ניכר מעל שיעור החוב לנושה. לעניות דעתי, בכל מקרה אין להסתפק ביתרת שווי מזערית, השואפת ליחס של 1:1 בין שווי הבטוחה (V_A) לבין שיעור החוב לנושה (V_D). יחס כאמור הוא מסוכן מדי, שכן די באירוע קל בלתי צפוי כדי לפגוע במישרין בשווי הבטוחה, ולכן – ביכולת הפירעון המלאה לנושה. לפיכך, ראוי לדרוש מרווח ביטחון העודף על שיעור החוב לנושה. אך מה יהיה שיעורו? דומני כי אין לקבוע מסמרות בעניין. הגדרת היחס הפיננסי הראוי של V_A/V_D אשר יספק הגנה הולמת לנושה המובטח תלויה בשקלול של משתנים אחדים: טיב הנכס המשמש כבטוחה, תגודתיות שווי של נכס כאמור והשימוש הצפוי בנכס האמור בהליך ההבראה. שקלול משתנים אלה עשוי להביא לידי קביעת יחסים פיננסיים שונים במקרים שונים. לפיכך, ראוי כי שיקול הדעת בעניין זה יהיה מסור לבית המשפט, והוא יכריע בדבר לפי המשתנים שיוצגו לפניו. עוד ראוי כי הכרעת בית המשפט בנדון תאזן כראוי בין העדפותיו הפרטיות של הנושה המובטח ורגישויותיו לבין צורכי

68 בפ"ר (מחזוי י-ם) 4304/07, בש"א 7689/07 בעניין אלומות מג הנדסה בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ח טבת התשס"ח, 27.12.2007), ציווה בית המשפט על עיכוב השלמתו של הליך המימוש משכנתא על דירה בלשכת ההוצאה לפועל בשל צו הקפאת הליכים שנתן. בית המשפט נימק את החלטתו בכך שהערכות השווי של הנכס לימדו כי לכשתושלם הבנייה בו הוא צפוי לעלות בערכו הרבה מעל לתמורה שהוצעה בהוצאה לפועל. לפיכך, נימק בית המשפט, הנושה המובטח במשכנתא מוגן ב"הגנה הולמת" כמצוות סעיף 350(ו) לחוק החברות. כן שוכנע בית המשפט כי הנכס הוא חיוני לקידום הבראת החברה.

69 *In re Alyucan*, 12 B.R. 803, 810–811 (Bankr. D. Utah 1981); *In re Pine Lake Village Apartment Co.*, 19 B.R. 819 (Bankr., S.D.N.Y. 1982). במשפט האמריקני התעוררה השאלה אם סעד ההגנה ההולמת כולל פיצוי לנושה מובטח בחסר, בתשלומי ריבית בגין פרק הזמן שבו עיכוב ההליכים עוצר בעדו לממש את בטוחתו. בית המשפט העליון שם פסק שנושה מובטח בחסר אינו זכאי לתשלומי ריבית כאמור. *United Savings Bank Ass'n of Texas v. Timbers of Inwood Forest Assocs.*, 484 U.S. 365 (1988). פסיקה זו ספגה ביקורת נוקבת בספרות מצדם של אנשי הגישה הכלכלית למשפט עוד קודם לכן, כבר בשעה שנפסקה בערכאות הנמוכות שם. ראו, למשל, Douglas G. Baird & Thomas H. Jackson, *Corporate Reorganization and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy*, 51 U. CHI. L. REV. 97 (1984) לגישת החולקת על הלכת *Timbers* ראו גם אירית חביב-סגל דיני חברות לאחר חוק החברות החדש כרך ב 268–275 (התשס"ד). ברם, שאלה זו אינה חשובה מבחינה מעשית בשיטות משפט בדומה לשיטה בישראל, שבהן הליך ההבראה אינו ארוך במיוחד ודי לנושים בשליטתם בהליך. ראו Edward R. Morrison, *Timbers of Inwood Forest, the Economics of Rent, and the Evolving Dynamics of Chapter 11*, in *BANKRUPTCY LAW STORIES 21* (Robert K. Rasmussen, ed., 2007).

הכלל (כלומר, קידום הליך ההבראה). אחרי ככלות הכול, הצורך בסעד ההגנה ההולמת מתעורר בנסיבות שבהן מחליט בית המשפט להסיג את העדפתו הפרטית של הנושה המובטח (לממש את הבטוחה) מפני תועלת הכלל (שתושג באמצעות הבראת החברה). בעוברו לבחינה מערכתית, ראוי אפוא כי בית המשפט ישקול מהו מרווח הביטחון המספק לנושה הגנה הולמת על פי אמות מידה המקובלות בשוק בנוגע לנכסים מן הסוג של הבטוחה. על כן, אפילו קבע הנושה בחוזה ההלוואה יחס פיננסי מסוים אשר אין לפחות ממנו, עשוי בית המשפט לקבוע מרווח ביטחון נמוך יותר אם הדבר מקובל בשוק.⁷⁰

12.34 האפשרות לספק לנושה המובטח הגנה הולמת באמצעות הצבעה על יתרת שווי בבטוחה, העודפת על שיעור חובו של הנושה, עלולה לעורר חשש כי הצדדים יציגו הערכות מוטות ומעוותות של שווי הבטוחה. החשש הוא כי הנושה יציג הערכת שווי מוטה כלפי מטה, כדי לשלול את קיומה של יתרת שווי ולזכות בהגנה הולמת חלופית, ממשית יותר. לעומתו, החייב יציג הערכת שווי מוטה כלפי מעלה. הערכת שווי כאמור תסייע לו לשכנע את בית המשפט כי קיימת יתרת שווי בבטוחה ויש בה כדי להגן על זכויות הנושה המובטח. הצגתן של הערכות שווי מוטות עלולה להחריף את ההתדיינות המשפטית בשאלת סעד ההגנה ההולמת. ברם, התדיינות משפטית ממושכת אינה מן המותרות שהצדדים יכולים להרשות לעצמם בשעת מצוקתה של החברה. בראשית ההליכים יש לרכז את המאמץ בניהול עסקי החברה ובמימונם, ולא בהתדיינות ממושכות בזכויות הצדדים. ואולם, לעניות דעתי, ככל שמדובר בנושה המובטח בשעבוד נכס מסוים של החייב, החשש מפני הערכות שווי מוטות אינו חשש רציני. לשני הצדדים, הנושה המובטח והחייב, יש עניין שלא להגזים ולהציג הערכות שווי מוטות בעת ההתדיינות בהגנה ההולמת לנושה המובטח. הערכות שווי אלה עלולות לעמוד להם לרועץ מאוחר יותר, בעת הדיון בבית המשפט באישור תכנית ההבראה. בשלב מאוחר זה, יתהפכו עמדותיהם של הצדדים. בשלב אישור תכנית ההבראה, דווקא הנושה מבקש להציג הערכת שווי גבוהה ככל האפשר לבטוחה, שכן הדבר יזכנו בעדיפות פירעון של חוב גבוה יותר. כך, למשל, אם בשלב הדיון בהגנה הולמת הציג הנושה, אשר החוב כלפיו הוא 100, הערכת שווי שלפיה ערך הבטוחה הוא 60 בלבד, עלולה הערכה זו לכובלו מאוחר יותר. בשלב הדיון באישור תכנית ההבראה, יקשה על נושה זה לטעון ברצינות כי ערך הבטוחה הוא 80 וליהנות מעדיפות פירעון בשיעור זה. והיפוכו אצל החייב: אם החייב ביקש לשכנע את בית המשפט בשלב הדיון בהגנה הולמת כי ערך הבטוחה עומד על 150 (ולפיכך, הנושה המובטח מוגן), יקשה עליו לשכנע את בית המשפט בשלב מאוחר יותר כי ערך הבטוחה נמוך

70 השוו חביב-סגל, לעיל ה"ש 57, בעמ' 322 (תומכת בקביעת שיעור הריבית המגיעה לנושה כחלק מההגנה ההולמת בגין עיכוב מימוש הבטוחה לפי שיעור הריבית הנוהגת בשוק, ולא לפי שיעור הריבית הקבועה בחוזה ההלוואה של אותו נושה). לדעה חולקת על עמדתי ראו גם Harvey R. Miller & Martin J. Bienenstock, *Adequate Protection in Respect of the Use, Sale or Lease of Property*, 1 BANKR. DEV. J. 47, 81, n. 161 (1984).

מ-100.71 היפוך מגמת התועלת בעמדות הצדדים, בין שלב פתיחתו של הליך ההבראה והדיון במתן הגנה הולמת לבין שלב אישורה של תכנית ההבראה, משמש בלם עצמי מפני הגשת הערכות שווי מוטות בשלב הראשון. הערכות השווי שיוגשו יתאימו, מן הסתם, להערכות השווי האמיתיות של הצדדים.⁷²

12.35 שונים הם פני הדברים כאשר הנושה, המבקש הגנה הולמת, מובטח בשעבוד נכסי החברה כולם.⁷³ כאשר הנושה מובטח בשעבוד כאמור, אין לו עניין אמיתי, אף בשלב אישורה של תכנית ההבראה, להשיא את ערך בטוחתו. נהפוך הוא, כל עוד הוא יכול לצמצם את ערך הבטוחה, ולהציג הערכת שווי שלפיה שווי כלל נכסי החברה נמוך משיעור חובו, הוא יזכה למעשה במפתח לשליטה בלעדית במערך העסקי הכולל של החייב. לפיכך, אצל נושה כאמור לא יתקיים היפוך העמדות בין שלב פתיחתו של הליך ההבראה לבין שלב אישורה של תכנית ההבראה. באין היפוך עמדות, אין כל רסן אמיתי שיניא את הנושה מהצגתן של הערכות שווי מוטות. לפיכך, כאשר בשעבוד כלל נכסי החברה עסקינן, יש לחתור להערכת שווי מהימנה יותר מאלה שתוצגנה על ידי הצדדים לדיון. לעניות דעתי, המנגנון הראוי לשם כך הוא דרישה כי הגנה הולמת לחוב המובטח על ידי כלל נכסי החברה תינתן אך ורק באמצעות העמדת ערבות של צד שלישי. ערבות כאמור תהווה למעשה הבעת הערכה כלכלית של גורם מן השוק. מן הסתם, צד שלישי יסכים לערוך לחוב החייב כלפי הנושה המובטח (ובכך להפוך בעצמו לנושה מובטח מותנה של החייב) רק כאשר הצד השלישי אכן יעריך כי קיים שווי מספיק בנכסי החייב לכיסוי החבות המותנית האמורה.⁷⁴

4. השפעה על פתיחת ההליך כתחליף להגנה הולמת

12.36 בישראל, שלא כבארצות-הברית, סעד ההגנה ההולמת כמעט שאינו בא לידי ביטוי מפורש בהחלטות בתי המשפט. תיקי חדלות פירעון אשר בהם דרש נושה מובטח להחריגו מעיכוב ההליכים ולממש את בטוחתו, ובית המשפט החליט לפסוק לו הגנה הולמת כתחליף למימוש בטוחותיו הם מועטים יחסית. שוני זה נובע מן ההבדל המעשי שבין ניהול הליך של חדלות פירעון בישראל לניהול הליך כאמור בארצות-הברית. שני עניינים קשורים בולטים בהקשר זה. ראשית, בארצות-הברית, עיכוב ההליכים נכנס לתוקפו משהגיש החייב למזכירות בית המשפט את בקשתו לפתיחת הליך של חדלות

71 בשלב אישורה של תכנית ההבראה יש לחייב וליתר נושיו עניין לצמצם את ערך חובו המובטח של הנושה, שכן את היתרה הבלתי פרועה ייאלץ הנושה המובטח לחלוק שווה בשווה עם יתר הנושים. שיעור הפירעון היחסי ליתר הנושים גדל אפוא ככל שהחוב העדיף של הנושה המובטח קטן.

72 האן, לעיל ה"ש 53, בעמ' 272–287.

73 מדובר בדין שקדם לחוק חדלות פירעון, ולפיו שעבוד כל נכסיה של חברה מקנה לנושה מקבל השעבוד עדיפות מוחלטת על יתר נושיה. לפי החוק, התואם את הצעתי, מומרת העדיפות המוחלטת של הנושה המובטח בעדיפות חלקית, ולכן היפוך העמדות יתקיים גם אצל נושה כאמור. על עדיפות חלקית לנושים מובטחים, ראו להלן פסקאות 16.47–16.53, 16.63–16.66.

74 להרחבה בעניין זה, ראו האן, לעיל ה"ש 53, בעמ' 279–280, 285–287.

פירעון.⁷⁵ כלומר, עיכוב ההליכים אינו דורש החלטה שיפוטית מפורשת, והוא תלוי במעשה של החייב בלבד. לעומת זאת, בישראל, עיכוב ההליכים הוא תוצר שיפוטי. בהבראת חברה, שבה מעוככים גם נושים מובטחים, אין עיכוב הליכים בלא החלטה מפורשת בנדון של בית המשפט.⁷⁶ שנית, בישראל התפתחה במשך השנים מעין תורה שבעל פה בפסיקת בתי המשפט המחוזיים ולפיה הליכי הבראת חברות ייפתחו כעניין שבשגרה רק בתמיכת הנושים המובטחים.⁷⁷ בתנאים כאמור, שבהם עמדת הנושים המובטחים משמשת גורם נכבד בשיקול הדעת השיפוטי, אם להיעתר לבקשת חברה לפתוח הליך להבראתה, פוחת מאליו הצורך בסעד ההגנה ההולמת. הדיון השיפוטי בשאלה אם לפתוח הליך הבראה ולצוות על עיכוב הליכים, אם לאו, הוא גם הדיון שבו נבחנים מעמדם של הנושים המובטחים, ערך בטוחותיהם וההגנה על ערך זה אם ייפתח ההליך כמבוקש. מבחינה דיונית, שלא כבארצות-הברית (והוראת סעיף 3350 לחוק החברות), אין אפוא צורך בפנייה מיוחדת של נושה מובטח לבית המשפט כדי שיישקל מתן הגנה הולמת על ידי בית המשפט. בישראל, שבה בית המשפט מתחשב בעמדת הנושים המובטחים בשאלה אם לפתוח הליך הבראה, אם לאו, ההגנה הכלכלית על ערך הבטוחות של הנושים המובטחים נשקלת מאליה, כשהיא חלק מובנה משיקול הדעת השיפוטי אם לצוות על פתיחת ההליך. מבחינה מעשית, בית המשפט יימנע פעמים רבות מלצוות על פתיחת הליך הבראת חברות אם הנושים המובטחים מתנגדים לו. על כן, הסכמת הנושים המובטחים להליך הבראת החברה (ועיכוב ההליכים במסגרתו) היא המעידה כאלף עדים על כך שהנושים המובטחים סבורים כי הם מוגנים דיים מבחינה כלכלית בהליך כאמור.⁷⁸ לשון אחר, התורה שבעל פה שדרשה את הסכמת הנושים המובטחים לפתיחת הליך הבראה היא עצמה הגנתם ההולמת. על כל אלה יש להוסיף כי כאשר הנושים המובטחים תומכים ביוזמה להבראת החברה, נוהג בית המשפט למנות לבעל תפקיד מועמד המוסכם על הנושים המובטחים.⁷⁹ זאת, שלא כבדגם השליטה האמריקני שבו מוסיפה הנהלת החברה לשלוט בחברה בעת הבראתה. בחירת בעל התפקיד, כגורם המקובל על הנושים המובטחים, עשויה לשמש באופן מעשי כהגנה הולמת בעבורם. כלומר, תחת אמצעי הגנה כלכלי, המתמקד במישרין בערכה הכלכלי של הבטוחה, הנושים נהנים מהגנה כלכלית עקיפה באמצעות מינוי גורם אמין שישלוט בבטוחותיהם וידאג לזכויותיהם בנכסים.⁸⁰

12.37 עם זה, עדיין יש לצפות שנושים מובטחים ייזקקו לסעד ההגנה ההולמת, בשל טעמים אחדים. ראשית, ברבות השנים מתברר כי בתי המשפט נכונים יותר לפתוח בהליך הבראה לחברות גם אם לא כל

75 Bankruptcy Code §362(a).

76 סעיפים 25(א)(3), 29(1) לחוק חדלות פירעון. קדם להם סעיף 350(ב) לחוק החברות.

77 ראו, למשל, פש"ר (מחוזי ת"א) 1397/02, בש"א 19407/02 בעניין **זאבי תקשורת – מימון וניהול בע"מ**, פסקה 45 (פורסם בנבו, מיום ז' כסלו התשס"ג, 12.11.2002); ורדה אלשיך וגדעון אורבך **הקפאת הליכים – הלכה למעשה** 386–387 (מהדורה שנייה, התשע"א).

78 אכן, מלבד החייב, לא פעם דווקא הנושים המובטחים הם המעוניינים בהקפאת ההליכים. חרף כפיפותם (מרצון) לצו זה, צו הקפאת ההליכים מסייע לנושים אלה לקדם משא ומתן ענייני עם החייב בלי להיות מוטרדים מפעולות גבייה טורדניות ומזיקות מצד נושים קטנים ולא-מובטחים.

79 השוו לעיל פסקה 9.10.

80 האן, לעיל ה"ש 53, בעמ' 253.

הנושים המובטחים תומכים במהלך בראשיתו. שנית, ההקשר של מימון חדש עשוי בהחלט לעורר בקשה לסעד ההגנה ההולמת מנושה מובטח קיים שעדיפותו על פני כל נושה אחר עומדת להשתנות עקב המימון החדש להליך ההבראה.⁸¹

5. ייחוד ההגנה ההולמת לנושים מובטחים

12.38 מבחינה עיונית צרופה, יש מקום לשאול מדוע זכו דווקא נושים מובטחים להגנה רשמית בחוק על ערכה הכלכלי של תביעתם. מדוע, למשל, לא תסופק הגנה כאמור אף לנושה לא-מובטח? אחרי הכול, גם נושה כאמור עלול להיפגע עקב התמשכותם של הליכי חדלות הפירעון, כישלון של הניסיון הבראת החברה ופיחות שיעור חובו שייפרע בעקבות זאת. במה אפוא טובה תביעתו של נושה מובטח מתביעתו של רָעו שאינו מובטח? התשובה על שאלה זו אינה נקייה וחדה. דומה כי ייחוד ההגנה ההולמת לנושים מובטחים דווקא נובע מגישה מסורתית הרואה בשעבוד (אשר הוא יסוד התביעה המובטחת) משום זכות קניינית שרכש הנושה בנכס של החייב.⁸² כזכות קניינית, נתפשת התביעה המובטחת כזכות מבוצרת יותר, הראויה להגנה משפטית מן המעלה הגבוהה ביותר.⁸³ השקפה זו אינה נקייה מספקות, משני טעמים: ראשית, משום שהשעבוד אינו זכות קניינית במובנה הצרוף. כלומר, אין מדובר ברכוש פרטי של אדם הראוי להגנה מפני פגיעה שלטונית. טיבו של השעבוד הוא שונה. זו זכות שאינה אלא רכיב לוואי הטפל לזכות העיקרית, היא זכותו של הנושה לגבות את חובו. מערכת היחסים בין החייב לבין הנושה, בעיקרה, נותרת כל העת מערכת הנסכה על תביעה כספית שיש לנושה כלפי החייב. השעבוד אינו משנה את מהות היחסים האמורים.⁸⁴ השעבוד אינו פרי עמלו של האדם. במובן זה, אין הוא תואם את הצדקת מוסד הקניין מבית מדרשו של ג'ון לוק. השעבוד אינו פריט רכושי של ממש המכונן את זהותו של בעל הזכות, במובן ההגליאני של קניין. אין זאת אלא שכל המדגישים את קנייניות השעבוד (וממילא את קנייניות התביעה המובטחת), עושים זאת על שום תוצאתה של הזכות.⁸⁵ מכיוון שהזכות מקנה לנושה עדיפות על פני יתר נושיו, ממילא ניתן לכנותה בשם הקוד

81 לעיל פסקאות 12.29–12.30; להלן פסקה 16.42.

82 יחיאל בהט הסדרי הבראה בבית המשפט ומחוץ לבית המשפט 285 (עדכון מס' 1, התשנ"ט).

83 דברים אלה באו לידי ביטוי גם בדברי ההסבר להצעת חוק לתיקון פקודת החברות (מס' 12) (הקפאת הליכים במסגרת הליכי הסדר ופשרה), התשנ"ה-1995 ("מוצע לעגן במפורש את סמכותו של בית המשפט לעכב את ההליכים המשפטיים נגד חברה שהגישה בקשה להסדר או פשרה לפי סעיף 233... יחד עם זה, ובשים לב לעקרונות חוקתיים, מוצע לאפשר לבית המשפט במקרים מסוימים, במטרה למנוע פגיעה בנושה המבוטח [כך במקור – ד' ה'] או בנושה שלו שעבוד צף, לשקול אם להתיר את מימושו של נכס מסוים לאור העובדה שלא הובטחה הגנה הולמת לזכויותיו של אותו נושה בנכס או אם הנכס אינו נחוץ לתכנית ההסדר").

84 ראו גם פש"ר (מחוזית"א) 302/97, בש"א 7831/01 חגבי-חגי, עו"ד, ורוני יונה, עו"ד, בתפקידם כנאמנים על נכסי החייב איגנץ קסירר נ' Antwerp Diamantband NV (פורסם בנבו, מיום ו' כסלו התשס"ב, 21.11.2001) ("נשייה מובטחת אינה 'תופעת טבע' אלא מוסד משפטי אשר מעניק קדימות לסוג מסוים של נשייה על פני סוגים אחרים").

85 דוד האן "שעבוד כ'קניין'" ספר ויסמן – מחקרי משפט לכבודו של יהושע ויסמן 43 (שלום לרנר ודפנה לוינסון-זמיר עורכים, התשס"ב).

המשפטי "קניין".⁸⁶ ואמנם עדיפות על פני הזולת היא מסממניה המובהקים של זכות קניינית. ברם, אין להפוך את היוצרות. המסובב אינו נעשה הסיבה. העובדה כי תביעת חוב מובטחת נהנית מעדיפות על פני נושים אחרים עדיין אינה דורשת הגנת-על חוקתית לתביעה המובטחת כל אימת שמעכבים לנושה את הזכות לפירעון.⁸⁷ שנית, אפילו נאמר, כשיטתו של בית המשפט העליון, כי כל זכות בעלת ערך כלכלי היא "קניין" מובונו החוקתי של מונח זה, ולפיכך ראוייה להגנה,⁸⁸ הנה תתפרס הגנה כאמור על כל זכות תביעה כלפי החייב, בין של נושה מובטח ובין של נושה לא-מובטח. אכן, כל הנושים כולם זכאים מבחינה עקרונית לפירעון חובותיהם, וחרף זאת כולם מעוכבים מלהיפרע – בין נושה עדיף ובין נושה נחות. לפיכך, לא נהיר כל עיקר מדוע דווקא הנושה המובטח זכה להגנה בחוק ואילו מקומם של יתר הנושים נפקד מהגנה כאמור. לשיטת בית המשפט העליון, כל נושה המעוכב על פי דין, נפגע ב"רכושו".⁸⁹ על כן, לפי שיטה זו, יש מקום לקבוע הגנה כלכלית לכל הנושים או שלא להגן על איש

86 להצדקת העדיפות של נושה בעל שעבוד על פני נושים אחרים, ראו להלן פרקים חמישה-עשר ושישה-עשר.

87 בכך אני חולק, בכל הכבוד, על גישתו של בית המשפט העליון המקדש את השעבוד בקדושה חוקתית, בלא לתת לכך טעם של ממש. ראו, למשל, את דברי השופטת פרוקצ'יה ברע"א 102/00 קרוצ'י נ' בנק עצמאות למשכנתאות בע"מ, פ"ד נד(4) 761, 766 (התשס"א-2000) ("מושכלות ראשונים הם כי לנושה מובטח שבידו שעבוד קנייני להבטחת חובו – היכולת להיפרע את חובו באמצעות מימוש הנכס המשועבד במישרין וללא תלות בהליכים אחרים או בנושים אחרים ובמנותק גם מהליכי הוצאה לפועל רגילים המתנהלים לגבי אותו חוב או מהליכי פשיטת רגל או פירוק אם אלה מתקיימים..."); ודברי השופט רב לוי ברע"א 6418/93, 6422 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' עו"ד גפני, כונס הנכסים של תשלובת שטיחי כרמל, פ"ד מט(2) 685, 697–698 (התשנ"ה-1995) ("הלכה היא מלפנינו מאז ומתמיד כי הנשייה המובטחת מקימה זכות קניינית אשר הינה מזכויות היסוד של האדם בישראל... הכלל הוא שאין לפגוע בזכותו הקניינית של הנושה המובטח אלא בהסכמתו המפורשת, וטעמים טובים לכך גם במישור הזכות החוקתית וגם במישור השיקולים הפרגמטיים...").

88 ע"א 6821/93 בנק המזרחי המאוחד בע"מ נ' מגדל – כפר שיתופי, פ"ד מט(4) 221 (התשנ"ו-1995).

89 בהקשר זה יצוין כי לצורך הגדרת "קניין" בעניין בנק המזרחי, שם, הסתמך הנשיא שמגר, בין השאר, על פסיקת בית המשפט העליון בארצות-הברית בעניין Louisville Joint Land Bank v. Radford, 295 U.S. (1935) 555 (ראו עניין בנק המזרחי, בעמ' 333–334). פרשה זו בחנה את חוקיותו של חוק אשר נודע בכינוי Frazier-Lemke Act ועסק בשיקום חובות של חקלאים, ובין השאר עצר נושים מובטחים במשכנתאות על אדמות החקלאים מלממש את בטוחותיהם. בפסק דין זה, קבע בית המשפט העליון האמריקני כי הזכויות החוקתיות המוגנות של נושה מובטח כוללות זכויות משנה אחדות, והן: הזכות לשמור תחת ידיו את הבטוחה עד לפירעון החוב, הזכות לממש את הבטוחה במכירה פומבית, הזכות לקבוע את מועד קיומה של מכירה כאמור (כפוף לשיקול דעתו של בית המשפט), והזכות לשלוט ברכוש המשועבד בתקופת אי תשלום החוב עד למימוש. בשל תחולתו הרטרואקטיבית של החוק, קבע בית המשפט העליון האמריקני כי החוק פגע באופן בלתי חוקתי בקניינם של הנושים המובטחים. הנשיא שמגר מסתמך עוד על פסק דינו של השופט Brandeis בעניין Wright v. Vinton Branch, 300 U.S. 440 (1937), אשר בהתייחס לפרשת Radford הנ"ל ציין כי: "The original Frazier-Lemke Act was there [in the Radford case: D.H.] held invalid solely on the ground that the bankruptcy power of Congress, like its other great powers, is subject to the Fifth Amendment; and that, as applied to mortgages given before its enactment, the statute violated that Amendment, since it affected a substantial impairment of the mortgagees's security. The opinion enumerates five important substantive rights in specific property which had been taken. It was held that the deprivation of any one of those rights would have rendered the Act invalid, but that the effect of the statute in its entirety was to deprive the

מהם. ההבחנה בין נושה מוגן לבין נושה שאינו מוגן אינה מתיישבת עם מהותה של זכות ה"קניין" לפי שיטת בית המשפט העליון בישראל.

12.39 ניתן לנסות לתרץ את ייחוד הסעד של ההגנה ההולמת לנושים מובטחים באופן שונה במקצת מן ההנמקה הקניינית. סעד ההגנה ההולמת נועד למתן את המתח המובנה הקיים בין נושים בעלי עדיפויות שונות. בין נושים מובטחים ובין נושים לא-מובטחים קיים מתח מתמשך. מתח זה עלול להביא לידי עימות בשאלת המפתח: האם לשמור על נכסי החייב מפני מימוש, להוסיף להפעילם כמכלול ולפרוע לחייבים את חובם לאורך זמן מתוך תקבולי המזומנים, או למהר ולממש את הנכסים כמכלול או כפריטים נפרדים? דין המייחד סעד של הגנה הולמת לנושים מובטחים מניח כי מקרב שתי הקבוצות האמורות הנושים המובטחים הם שיגלו עניין במימוש מהיר של נכסי החייב ובפירעון חובותיהם מן התמורה המתקבלת במימוש. עיכוב המימוש מהווה מבחינתם סיכון כלכלי, שכן בטוחתם עלולה לפחות בשווייה, ולפיכך הם פחות מעוניינים בו.⁹⁰ לעומתם, כך ההנחה ביסוד דין ההגנה ההולמת, נושים לא-מובטחים ייהנו מכל עיכוב קיבוצי של פירעון חובותיהם, בהשלימם עם כך שזהו המהלך הנדרש לשם השאת ערך הפירעון הכולל לנושים אלה. מכיוון שכך, אין לנושים אלה צורך בהגנה כלכלית כגון סעד ההגנה ההולמת. אם כן, ייחוד סעד ההגנה ההולמת לנושים המובטחים משקף מדיניות המבקשת לתת פיצוי כלכלי לקבוצת הנושים אשר המהלך הקיבוצי אינו משקף את העדפתה הפרטית ומאלצה להסיג לאחור את העדפתה זו מפני תועלת הכלל. סעד ההגנה ההולמת הוא אפוא ביטוי להמרת העדפתם הפרטית של הנושים המובטחים בהעדפה הכוללת שתקבע על ידי גורם בלתי מעוניין, הוא בית המשפט.⁹¹

ד. עיכוב ההליכים וסעדים חוץ-שיפוטיים

12.40 ראינו לעיל כי דין עיכוב ההליכים בהבראת חברה מגשים תכלית כפולה: (א) שימור סדרי העדיפות הקבועים בדין בין הנושים השונים; (ב) שימור נכסי החברה כמעריך עסקי פעיל לשם השאת

"mortgagee of his property without the due process of law". ברם, פסיקה זו של בית המשפט העליון האמריקני נהפכה שנים אחדות לאחר מכן בעניין *Wright v. Union Central Life Insurance Co.*, 311 U.S. 273 (1940). בפסק דין זה אישר בית המשפט את חוקתיות החוק האמור, באומרו (מפי השופט Douglas): "Safeguards were provided to protect the rights of secured creditors, throughout the proceedings, to the extent of the value of the property... There is no constitutional claim of the creditor to more than that" (ההדגשה הוספה – ד' ה'). תפישה זו מנוגדת, אפוא, לגישתו של הנשיא שמגר. התפישה האמריקנית מתיישבת עם טענתי כי האינטרס המוגן היחיד של הנושה הוא עדיפותו בנוגע לשווי הבטוחה, אך לא אינטרס ברכוש בעין.

90 ואמנם, הנחה זו אומתה במחקר אמפירי שנערך בנוגע לעמדותיהם של נושים מובטחים בעניין פתיחת הליכי הבראה של חברות בפינלנד. ראו *Clas Bergstrom, Theodore Eisenberg & Stefan Sundgren*, *Secured Debt and the Likelihood of Reorganization*, 21 INT'L REV. L. & ECON. 359 (2002).

91 במובנם של *Calabresi & Melamed*, סעד ההגנה ההולמת הוא אפוא כלל אחריות. ראו *Guido Calabresi & Melamed*, *Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089 (1972).

ערכם והבראת החברה. התכלית השנייה שימשה טעם עיקרי להכפפת נושים מובטחים לעיכוב ההליכים ולהליך הקיבוצי כולו. לעומת זאת, באשר לנושים לא-מובטחים, די בתכלית הראשונה כשלעצמה כדי להצדיק את הכפפתם לעיכוב ההליכים בכל הליך של חדלות פירעון.⁹² ואולם, בחינה מעמיקה יותר של יחסי נושים וחייבם תלמדנו כי קיימים נושים אחדים, מובטחים ולא-מובטחים כאחד, אשר בתי המשפט אפשרו להם להימלט מזרועותיו של עיכוב ההליכים. מגמה פרשנית זו של בתי המשפט, שתוצג להלן, פגעה ביעילותו של ההליך הקיבוצי וסיכלה במידה בלתי מבוטלת את הגשמת תכליותיו. תיקון מס' 19 לחוק החברות, ובעקבותיו גם חוק חדלות פירעון, הרחיבו עוד יותר את עיכוב ההליכים באופן המאפשר לעכב גם סעדים חוץ-שיפוטיים.

1. הכרסום השיפוטי בעיכוב ההליכים טרם תיקון מס' 19

12.41 סעיף 350(ח) לחוק החברות קבע כי לעניין סעיפים קטנים (ב)–(ז) (העוסקים בצו להקפאת הליכים), "הליך" משמעו "לרבות הליך לפי חוק ההוצאה לפועל, התשכ"ז-1967". אף כי לא הייתה בסעיף קטן זה הגדרה מחודדת, כי אם רק ריבוי והרחבה של מונח שבעיקרו אינו מוגדר, ביקשו בתי המשפט להסיק כי ההליכים המוקפאים בהבראת חברה הם מוגבלים מטבעם. כך, למשל, קבעה השופטת אלשיך בעניין **הום מארט** כי "הליך" משמעו פעולה או סעד המערבים החלטה של רשות שיפוטית.⁹³ למסקנה זו הגיעה השופטת בעיקר עקב בחינת המופע של המונח "הליך" בחוקים שונים בספר החוקים ומובנו בכל אחד מחוקים אלה. גם השופט ממך פירש את המונח "הליך" שבסעיף 350 לחוק החברות כ"מכוון להליך משפטי ולא לצעד משפטי חד צדדי אוטונומי".⁹⁴

12.42 פרשנות זו של המונח "הליך" התירה אפוא לנושים שונים של חברה לנקוט כלפיה וכלפי הרכוש שברשותה פעולות ולהפעיל סעדים מוכרים, עצמאיים וחד-סטריים באופיים. לפי הפרשנות האמורה, כל פעולה וסעד שאינם דורשים מעורבות שיפוטית, אינם בבחינת "הליך" ולפיכך לא עוכבו על מפתן הליך ההבראה. פעולות וסעדים כאמור עלולים להשפיע באופן מהותי הן על סדר העדיפות הפנימי בין נושי החברה והן על נכסי החברה שיוותרו לצורך המשך ניהולה והבראתה. עם פעולות וסעדים אלה נמנים:

- (א) קיזוז חיובים.⁹⁵
- (ב) הזכות לבטל חוזה שכירות ולהשיב למשכיר את הנכס המושכר.
- (ג) זכות העיכבון.

92 כפיפות נושים לא-מובטחים לעיכוב ההליכים מפורשת בכל הליך חדלות פירעון בישראל. ראו סעיפים 29, 245 לחוק חדלות פירעון. קדמו להם סעיף 20(א) לפקודת פשיטת הרגל; סעיף 267 לפקודת החברות; סעיף 350 לחוק החברות.

93 המ' (מחוזי ת"א) 6483/97 **הום מארט בע"מ נ' הכנר** (פורסם בנבו, מיום כ"ט אייר התשנ"ז, 5.6.1997).

94 פש"ר (מחוזי נצ') 202/01, בש"א 1095/02 **דחפור הגולן עבודות עפר ופיתוח בע"מ נ' פריצקר יזמות בע"מ** (פורסם בנבו, מיום י"ב אדר התשס"ב, 24.2.2002).

95 אך ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 1153/02, בש"א 19640/02 בעניין **המשביר לצרכן ישראל בע"מ** (פורסם בנבו, מיום א' אייר התשס"ד, 22.4.2004) (בצו הקפאת הליכים קבע בית המשפט כי "בתקופת הקפאת ההליכים, לא תיפרע כל ערכות בנקאית שהוציא תאגיד בנקאי לטובת נושה של החברה ולא יבוצע כל סעד עצמי על ידי מי מנושי החברה, לרבות קיזוז, המחאת חוב ועיקול או עיכבון על תקבולים מלקוחות החברה").

להלן נעמוד על כל אחת מפעולות אלה כסדרה.

(א) קיזוז חיובים

12.43 קיזוז הוא פעולה לסילוק הדדי של חיובים כספיים. אם שני צדדים לעסקה אחת חבים זה לזה סכום כספי מתוך עסקה זו, והגיע המועד לקיום החיובים האמורים, רשאי כל צד לקזז את חיוביהם ההדדיים במשלוח הודעה לצד האחר.⁹⁶ חיובים כספיים הדדיים ניתנים לקיזוז בתנאים האמורים אף אם הם נובעים מעסקאות שונות, ובלבד שהם חיובים קצובים.⁹⁷ הקיזוז הוא אפוא פעולה חד-צדדית הטעונה משלוח הודעה בלבד. פועלו של הקיזוז הוא פירעון הדדי של חובות הצדדים. מכיוון שעניין לנו בפירעון חובות שאינו עובר בבית המשפט או בלשכת ההוצאה לפועל, נראה כי הקפאת ההליכים לא עיכבה בעד נושה כאמור לקזז את חיוביו ההדדיים עם החברה חדלת הפירעון. כך עלה מן הפרשנות של בתי המשפט המחוזיים למונח "הליך".⁹⁸

12.44 אמנם, לכאורה, מימוש זכות הקיזוז אינו מצמצם את קופת החברה הזמינה למימון הליך הבראתה. סוף סוף, החברה אמנם אינה גובה את חובו של הצד האחר, אולם היא גם אינה משלמת לו בפועל סכום כלשהו. לפיכך, מצב קופתה בעקבות הקיזוז יישאר בלא שינוי מעשי.⁹⁹ ברם, לעומת נושים אחרים של החברה – לרבות נושים מובטחים אשר כפיפותם לעיכוב ההליכים תכלול אותם בתכנית הבראה קיבוצית – ייפרע הנושה-המקזז לאלתר במלוא חובו בר הקיזוז. בתכנית הבראה, הנושים השונים מתפזרים בדרך כלל על זכויותיהם ומוותרים על חלקים מסוימים מתביעותיהם לטובתן של קבוצות נושים אחרות. שיתוף פעולה כאמור מסייע לקדם מהלך של הבראה. ברם, כאשר ייווכחו נושים שונים כי נושים שחובותיהם בני קיזוז כבר נפרעו במלוא סכום החוב בראשית ההליך, בלא צורך להתפשר, תפחת נכונותם של הנושים האחרים להתפשר בעצמם. הוצאתו של הנושה-המקזז מן המעגל הקיבוצי עלולה להקשות אפוא על גיבושה של תכנית הבראה מוסכמת.¹⁰⁰ לפיכך, הפרשנות

96 סעיף 53(א) לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973.

97 סעיף 53 לחוק החוזים מאפשר את פעולת הקיזוז כפעולה חד-צדדית בהיעדר הסכם קיזוז בין הצדדים. כאשר יש הסכם קיזוז כאמור, יפעלו לפיו. ע"א 2390/92 גרינשפון נ' שכטר, פ"ד מט(1) 843 (התשנ"ה-1995); מנחם מאוטנר "קיזוז" דיני חיובים – חלק כללי 462, 479 (דניאל פרידמן עורך, התשנ"ד).

98 לדיון ברציותו של דין קיזוז בחדלות פירעון ראו להלן פרק שמונה-עשר.

99 טענה זו מניחה כי זכות הקיזוז בחדלות פירעון אכן מוכרת, וכל השאלה כעת היא מהו המועד הראוי למימושה: האם בפתח ההליך, בהתעלם מעיכוב ההליכים, או רק בהמשך ההליך – בתיאום עם בעל התפקיד?

100 אכן, בארצות-הברית הוכפפה זכות הקיזוז במפורש לעיכוב ההליכים. Bankruptcy Code §362(a)(7). עם זה, בנק המבקש מבית המשפט להסיר מעליו את עיכוב ההליכים ולאפשר לו לקזז חובות הדדיים עם חייב הנתון בהליך של חדלות פירעון, זכאי להקפיא באופן זמני בחשבון החייב המתנהל אצלו את הסכום המיועד לקיזוז, כל עוד בקשתו להתרת הקיזוז תלויה ועומדת. ראו עוד Citizens Bank of Maryland v. Strumpf, 516 U.S. 16 (1995). חריג לעיכוב פעולתו של הקיזוז בשל עיכוב ההליכים הכללי, לפי החוק שם, הוא היתר לסלק יתרות חוב הדדיות בעסקאות פיננסיות מורכבות בשוק ההון. קיזוז בעסקאות כגון forward, swap, וכדומה, המתקיימות בין סוחרים בבורסות למסחר במכשירים פיננסיים אלה, וכן קיזוז בעסקאות סליקה בניירות ערך, מותר לאלתר. ראו (17), Bankruptcy Code §362(b)(6). לדיון בטיפול המיוחד שמכשירים פיננסיים זוכים לו כאמור במצבים של חדלות פירעון של אחד הצדדים לעסקה ראו להלן פסקאות 18.19–18.20.

המצרה של בתי המשפט, המוציאה את פעולת הקיזוז מתחולתו של צו הקפאת הליכים, עומדת בעוכרי ההליך להבראת חברה.

(ב) ביטול חוזה שכירות והשבת המושכר

12.45 כאשר חוזה מופר, זכאי הצד הנפגע להשתמש בכל הסעדים העומדים לרשותו בחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה), התשל"א-1970. שלושה הסעדים העיקריים שחוק זה מעמיד לרשות הנפגע מהפרת חוזה הם: אכיפת החוזה, פיצויים וביטול החוזה. ביטול החוזה אף כרוך בחובת השבה הדרתית בין הצדדים לחוזה.¹⁰¹ סעד האכיפה וסעד הפיצויים דורשים מן הנפגע לפנות לבית המשפט ולבקש את פסיקתו בנדון. סעד הביטול, לעומתם, הוא סעד עצמי. ביטול חוזה אינו דורש את אישורו של בית המשפט. כל שנדרש הוא משלוח הודעת ביטול לצד המפר.¹⁰² משום כך, עובר לתיקון מס' 19 לחוק החברות, כאשר חברה הפרה חוזה ונקלעה להליך הבראה, לא עמד צו הקפאת ההליכים לרועץ לצד הנפגע מן ההפרה. לפי פרשנותם של בתי המשפט המחוזיים, היה הנפגע זכאי לבטל את החוזה ולדרוש את השבת הנכסים שמסר לידי החברה, כחלק מקיום החוזה. כך, למשל, כאשר בחוזה שכירות עסקי, היה המשכיר זכאי לבטל את החוזה ולדרוש מן החברה את המושכר והשבתו.¹⁰³ צו הקפאת ההליכים לא עיכב פעולות אלה.¹⁰⁴ ודוקו, בביטול החוזה והשבת המושכר אין המשכיר גובה חוב של דמי שכירות שהגיע מועד תשלומם על פי החוזה אך טרם שולמו. גביית חוב כאמור תתאפשר רק באמצעות הגשתה של הוכחת חוב לבעל התפקיד. ביטול חוזה השכירות והשבת המושכר קוטעים את היחסים החוזיים בין המשכיר לבין החברה-השוכרת ומונעים מן החברה להשתמש במושכר מכאן ואילך.

(ג) עיכבון

12.46 עיכבון הוא סעד על פי דין המזכה נושה המחזיק בנכס של חייב לעכב אצלו את הנכס האמור עד שהחייב יפרע לו את חובו.¹⁰⁵ סעד זה קבוע בחוקים שונים בחקיקה האזרחית. עיקר פועלו של העיכבון הוא בהיותו קלף מיקוח בידי הנושה. בהנחה שהחייב מעוניין לנצל את השווי הכלכלי הגלום בנכס המעוכב, הוא יידרש לשלם תחילה לנושה את החוב. טרם פירעון החוב, הנושה-המעכב יוסיף להחזיק בנכס. פעולת העיכוב היא סעד עצמי. הנושה אינו זקוק להצהרה שיפוטית כלשהי בדבר זכותו לעכב אצלו את הנכס. עולה אפוא כי צו הקפאת הליכים לא סייע לחברה להוציא את הנכס המעוכב

101 סעיף 9 לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה), התשל"א-1970.

102 שם, סעיף 8.

103 עניין הום מארט, לעיל ה"ש 93.

104 בארצות-הברית, עיכוב ההליכים מונע בעד משכיר של נכס מלהחזיר לידייו את המושכר מידי החייב, בגין הפרת חוזה השכירות מצדו, משנקלע החייב להליך של חדלות פירעון. ראו Bankruptcy Code §362(a)(3); *In re Merchants Plaza, Inc.*, 35 B.R. 888 (Bankr. E.D. Tenn. 1983) כחריג לכך, החוק מתיר שם למשכיר נכס מקרקעין מסחרי (nonresidential real property) לפעול לקבלת החזקה במושכר אם תקופת השכירות המקורית פגה לפני פתיחתו של הליך חדלות הפירעון או במהלכו. ראו Bankruptcy Code §362(b)(10). והשוו §541(b)(2).

105 סעיף 11(א) לחוק המיטלטלין, התשל"א-1971. ראו גם ע"א 6492/00 שלדות מפעלי מתכת בע"מ נ' שחיבר, פ"ד נו(5) 925 (התשס"ב-2002); נינה זלצמן עיכבון 17-18 (התשנ"ט).

מידי הנושה, זולת אם תשלם לו את חובו.¹⁰⁶ ברם, תשלום כאמור עלול להתגלות כבקיע נוסף בחומת ההגנה שעיקוב ההליכים נועד לפרוש סביב החברה מפני נושיה.¹⁰⁷

(ד) תניית שיור הבעלות

12.47 מלבד הפרשנות המצרה של המונח "הליך", גרמה פסיקה של בית המשפט העליון לכרסום נוסף במידת תחולתו של צו הקפאת הליכים. פסק הדין המדובר הוא עניין **קידוחי הצפון**.¹⁰⁸ פסק דין זה עסק בתוקפה של תניית שיור בעלות. ספקים המוכרים לחברה נכסי מיטלטלין באשראי נוהגים להתנות בהסכם ביניהם על מועד העברת הבעלות בממכר. בתניה החוזית קובעים הצדדים, על פי רוב, כי הבעלות בממכר תעבור לידי הקונה רק בתום תשלום מלוא תמורתו של הממכר. כך נמצא כי כאשר החברה הקונה נקלעת לקשיים כספיים לפני שהספיקה לשלם את תמורת הממכר, זכאי הספק להשיב לעצמו את הממכר שמסר זה מכבר לחברה, בהיות הממכר בבעלותו. בעניין **קידוחי הצפון** בחן בית המשפט העליון את תוקפה של תניה כאמור. הדיון עסק בשאלה אם יש לפרש תניית שיור בעלות כפשוטה, או שמא יש לראות בה רק תניה המעידה על עדיפותו של המוכר בגביית החוב על פני נושים אחרים של החברה-הקונה. בית המשפט פסק לבסוף, פה אחד, כי יש לכבד את תניית שיור הבעלות כפי שהיא. הבעלות בממכר נותרת של הספק-המוכר כל עוד הוא לא קיבל את מלוא דמי הממכר. פסיקה זו של בית המשפט העליון שחררה את הספק מכבליו של צו הקפאת הליכים. צו הקפאת הליכים מונע בעד נושים מלנקוט הליכי גבייה נגד החברה ונכסיה. ברם, לאור פסיקת בית המשפט העליון בעניין **קידוחי הצפון**, ספק שהשיב את הממכר לידיו לא נגס בנכסי החברה כלל ועיקר. הוא נהג מנהג בעלים. את נכסיו שלו הוא נטל.¹⁰⁹ עיקוב הליכים מגן על נכסי החייב, ולא על נכסי הזולת. לפיכך, ספק שהתנה עם החברה כי הבעלות בממכר תיוותר בידי עד גמר התשלומים נהנה מאמצעי גבייה זמין לחוב שנוצר

106 דיון זה אינו נדרש לשאלה אם זכות העיכובון מקנה לנושה מעמד של נושה מובטח או של נושה לא-מובטח. שאלה זו תידון להלן בפרק שבעה-עשר. הדיון שם יראה כי יש עכבונות אשר הדין מכיר בהם כמכוננים של תביעת חוב מובטחת ויש עכבונות אחרים אשר אינם אלא מכשיר גבייה, שאינו מעניק כל עדיפות לעומת נושים אחרים.

107 עם זה, ייתכן שחורף קוצר ידו של צו הקפאת ההליכים בעניין זה, היה בית המשפט מוסמך להורות לנושה-המעכב לשחרר את הנכס המעוכב מתחת ידיו תוך שמירה על זכויותיו מכוח צו בית המשפט. ת"א (מחוזי ת"א) 2191/91, המ' 15677/91 **המנהל המיוחד של חברת סאבי ליין בע"מ (בפירוק) נ' רחמני ושות' בע"מ** (פורסם בנבו, מיום י"ג כסלו התשנ"ג, 8.12.1992). אכן, סעיף 11(ד) לחוק המיטלטלין מורה כי עיכבון פוקע אם הנושה הוציא את הנכס המעוכב משליטתו **מרצונו**. לפיכך, מסירת הנכס לחברה מכוח צו בית המשפט אינה מפקיעה בהכרח את העיכבון.

108 רע"א 1690/00 **מ.ש. קידוחי הצפון בע"מ נ' מנהלת זמנית ומפרקת מיוחדת לחברת א. אבגל טכנולוגיה בע"מ (בפירוק זמני)**, פ"ד נז(3) 385 (התשס"ג-2003). הלכת קידוחי הצפון מותנה כעבור שנים בהלכת ויטה פרי גליל – ראו להלן פרק שבעה-עשר. הלכת ויטה פרי גליל נפסקה לאחר שנחקק תיקון מס' 19 לחוק החברות. ואולם, הדיון בפסקה הנוכחית עוסק בדיון שחל לפני תיקון מס' 19 לחוק החברות.

109 נינה זלצמן ועופר גרוסקופף "הסוואת משכון – הצעה לעיון חוזר בהלכת קולומברו" **עיוני משפט** כו 79, 117, הערה 121 (התשס"ב).

כלפיו לתשלום דמי הממכר. אמצעי הגבייה התבטא בהשבת הממכר לידיו.¹¹⁰ בכך שונה היה הספק ממרבית נושי החברה. צו הקפאת הליכים עיכב את יתר הנושים מלגבות מן החברה, אך לא את הספק.

12.48 לסיכום אפוא נמצאנו למדים כי בחומת ההגנה שצו הקפאת הליכים אמור להקים סביב החברה נסדקו סדקים אחדים. סדקים אלה אפשרו לאחדים מנושיה ליטול ממנה נכסים, ולעתים אף לגבות את חובותיהם. צמצום הנכסים העומדים לרשות החברה ופירעון אחדים מחובותיה הקשו על המאמץ הקיבוצי להבראתה ולהשאת ערכה הכולל. פעולות הנושים האמורות הן, למעשה, פעולות מימוש המנוגדות לשאיפה לשמור על מערך עסקי פעיל בחברה. קידום מהלך הבראה דורש שמירה על הנכסים המוחזקים בידי החברה ומתן אפשרות לחברה להוסיף ולהשתמש בהם. אכן, כפי שבואר בפרק שלישי לעיל, השאלה אם ראוי לקדם מהלך להבראת חברה היא עצמה שאלה הניצבת במוקד השקפות העולם המנוגדות על אודות דיני חדלות הפירעון. השאלה אם מוצדק להכפיף להליך הקיבוצי משכירי נכסים מזה, וספקים המוכרים לחברה סחורות באשראי מזה, היא שאלה שהתשובות האפשריות עליה נגזרות מהשקפות העולם הבסיסיות בנוגע לתפקידם של דיני חדלות הפירעון. מעמדם של משכירי נכסים ושל ספקים הדואגים לכלול תניה חוזית, המשיירת את הבעלות בממכר בידיהם, יידון לגופו בהמשך הספר.¹¹¹ כל שביקשתי להאיר ולהעיר לעת עתה הוא כי, לפי השיטה הגורסת שיש להטות חסד להליך הבראה ולקדמו כעניין של מדיניות, הוראתו של החוק בישראל עובר לתיקון מס' 19 לחוק החברות, כפי שפורשה על ידי בתי המשפט, קצרה מכדי להשיג מטרה זו. לעומת זאת, לפי השיטה הסבורה שאין ליצור כללים מיוחדים לשם קידומה של הבראת חברה, הוראה מצומצמת בדבר עיכוב הליכים מספקת את מטרתה.

2. הרחבת תחולתו של עיכוב הליכים בתיקון מס' 19

12.49 תיקון מס' 19 לחוק החברות נדרש לחלק מן הבקיעים בחומת ההגנה של עיכוב הליכים שנסקרו לעיל. שניים מבקיעים אלה נסתמו כראוי בתיקון מס' 19, והם:

(א) ביטול חוזה שכירות והשבת המושכר.

(ב) תניית שיור הבעלות.

שני התיקונים האמורים יסקרו כאן בקצרה. הרחבה נוספת בסוגיות אלה תידון כאמור בפרקים הבאים.

110 אמצעי גבייה זה אינו מזכה בהכרח את הספק בפירעון מלא של החוב. ייתכן שהממכר המצוי בידי החברה אינו שווה בערכו לגובה החוב הכולל שהתחייבה בו החברה. כך, למשל, ייתכן שחלק מן הממכר שסופק לחברה כבר נמכר הלאה לצדדים שלישיים בתנאי תקנת השוק. אף כי החברה התחייבה לשלם לספק גם את תמורתו של חלק זה של הממכר, הרי שעל פי רוב אין לספק כל כיסוי בשווי חלק הממכר שנותר בידי החברה כדי לפרוע לו את ההתחייבות האמורה של החברה.

111 לדיון במעמד חוזים אשר עדיין טעונים קיום על ידי שני הצדדים בהליך של חדלות פירעון, כגון חוזי שכירות, ראו להלן פרק ארבעה-עשר. לדיון עיוני בתוקפה של תניית שיור הבעלות ראו להלן פרק שבעה-עשר.

(א) ביטול חוזה שכירות והשבת המושכר

12.50 תיקון מס' 19 לחוק החברות הסדיר באופן מפורט את הסוגיה בדבר המשך תוקפם של חוזים קיימים בעת הליך להבראת חברה. התיקון מחלק בין מקרה שבו החוזה הופר לבין מקרה שבו החוזה לא הופר. אם החוזה לא הופר עד לאותה שעה, רשאי בעל התפקיד לאמץ או לבטל את החוזה, כאשר ביטול החוזה כפוף לאישור בית המשפט.¹¹² אם החוזה הופר על ידי החברה החייבת, עובר לפתיחת ההליך, אין הצד השני לחוזה זכאי לבטלו באופן חד-צדדי. לשם ביטול חוזה שכירות והשבת המושכר יידרש אפוא המשכיר לקבל את הסכמתו של בעל התפקיד או את אישורו של בית המשפט במקרה שבעל התפקיד מסרב לביטול.¹¹³ בעל התפקיד מצדו יהיה רשאי, באישור בית המשפט,¹¹⁴ לאמץ את חוזה השכירות ולהמשיכו. כך הוכפף גם משכיר נכס להליכי ההבראה הקיבוציים והוא לא יוכל להוציא עצמו, באופן עצמאי, מתחולתו של עיכוב ההליכים הכללי.

(ב) תניית שיור הבעלות

12.51 תיקון מס' 19 לחוק החברות הרחיב את התייחסותו למונח "הליך". סעיף החוק קובע כי, לעניין עיכוב ההליכים, "הליך" משמעו "לרבות הליך לפי חוק ההוצאה לפועל ... ולרבות העברת חזקה בנכס לידי הבעלים של הנכס מכוח תניית שימור בעלות".¹¹⁵ תיקון זה לא התייחס לשאלה בדבר טיב הזכות המשפטית שמקנה תניית שיור הבעלות למוכר הנכס. תיקון מס' 19 הכפיף בלשון מפורשת את זכותו של מוכר הנכס לחזור וליטול את הנכס לידי עיכוב ההליכים. כל עוד עומד עיכוב ההליכים בתוקפו, ייוותר הנכס בהחזקתו של החייב, או של בעל התפקיד בו. הנכס אינו יוצא אפוא ממערך נכסי החייב לפי שעה והוא יוכל לשמש את החייב לצורך הפעלת רכושו ועסקיו. עם זה, כפיפותה של תניית שיור הבעלות לעיכוב ההליכים מותנית בהספקת הגנה הולמת למוכר בעל תניית שיור הבעלות.¹¹⁶ כך בא על פתורנו המעשי המשבר שהתעורר בהליכי הבראה לאור הפסיקה בעניין קידוחי הצפון.¹¹⁷

3. חוק חדלות פירעון

12.52 חוק חדלות פירעון צועד בעקבות תיקון מס' 19 לחוק החברות. כמותו, אף החוק מסייג את כוחו של צד לחוזה המבקש לבטלו ומחיל את עיכוב ההליכים גם על תניות שיור הבעלות. נוסף לכך, פוסע החוק צעד נוסף ומעכב גם נושה בעל זכות עיכובן מלנקוט את הסעד העצמי של הותרת הנכס המעוכב בידי. לפי החוק, נושה כאמור יידרש להשיב לקופת החייב את הנכס המעוכב וכבר לא יהא

- 112 סעיף 350(ג) לחוק החברות. כיום מחליפו סעיף 70(ב)(1), (ד) לחוק חדלות פירעון.
 113 סעיף 350(ה) לחוק החברות. כיום מחליפו סעיף 71 לחוק חדלות פירעון.
 114 סעיף 350(ד) לחוק החברות. כיום מחליפו סעיף 72 לחוק חדלות פירעון. לדיון בתנאים הדרושים לשם אימוץ חוזה על ידי בעל התפקיד ראו להלן פרק ארבעה-עשר.
 115 סעיף 350(א) לחוק החברות. כיום מחליפים אותו סעיפים 29(2) ו-121(3) לחוק חדלות פירעון.
 116 סעיף 350(א) לחוק החברות. כיום מחליף אותו סעיף 231(ב) לחוק חדלות פירעון. לדיון בהגנה הולמת ראו לעיל פסקאות 12.20–12.39.
 117 לעיל פסקאות 12.47–12.48.

זכאי לנקוט צעדים חוץ-שיפוטיים לפירעון חובו. כמו נושה מובטח, גם כפיפות זו של הנושה בעל זכות העיכוב מותנית בהספקת הגנה הולמת לנושה זה.¹¹⁸

ה. עיכוב הליכים במשא ומתן מוגן

12.53 לצד המסלול המלא להבראת חברה, קובע חוק חדלות פירעון גם מסלול הבראה "קל" בחלק י' שלו.¹¹⁹ אל תוך מסלול זה משולבת מסגרת חדשה שתיקרא "משא ומתן מוגן".¹²⁰ בפרק הזמן של משא ומתן מוגן אמורה החברה לנסות לקדם תכנית הבראה (או הסדר חוב, בלשון החוק) בינה לבין נושיה, לקראת העלאתה להצבעת הנושים ואחר כך הבאתה לאישור בית המשפט. בפרק הזמן שבו מתנהל משא ומתן מוגן¹²¹ מנוע כל נושה של החברה, שעמו בחרה החברה לנהל משא ומתן מוגן, מלהעמיד חוב לפירעון מידי ומלממש שעבוד העומד להבטחת זכותו. מניעה זו קבועה בהוראה מפורשת בחוק.¹²² היא מיושמת באופן אוטומטי מכוח החקיקה מיד עם פתיחת ההליך על ידי החברה. אין נדרש כל צו שיפוטי להפעלתה.

12.54 מניעת נושה מהעמדת חוב לפירעון מידי או מלממש שעבוד המבטיח את זכותו, חרף התניות חוזיות בינו לבין החברה המזכות אותו בכך, היא עיכוב הליכים לכל דבר ועניין. כאמור, עיכוב הליכים זה הוא אוטומטי. במובן זה, הוא דומה ל-automatic stay הקבוע ב-Bankruptcy Code האמריקני.¹²³ זהו עיכוב הליכים זמין ומזמין בעבור החברה. הוא זמין להגנתה ללא צורך לפנות לבית המשפט, כנדרש ממנה כאשר היא יוזמת הליך הבראה מלא לפי חלק ב' לחוק. הוא מזמין במובן זה שזהו עיכוב הליכים החל בהליך שבו נושאי המשרה נותרים בתפקידם ואינם מוחלפים בבעל תפקיד ממונה. אמנם, כפי שכבר הובהר לעיל, אין קשר ענייני בין עיכוב הליכים לבין שאלת השליטה בחברה בעת הליכי הבראה.¹²⁴

- 118 סעיף 254(א)(2) לחוק חדלות פירעון. לביקורת על ההכרה בזכות העיכוב כבנשייה מובטחת ראו להלן פרק שבעה-עשר.
- 119 לבחינה ביקורתית של קיום שני מסלולי הבראה מקבילים בחוק ראו לעיל פסקאות 8.62–8.65 וכן פסקאות 9.64–9.60.
- 120 סעיפים 337–345 לחוק. הפרק של "משא ומתן מוגן" הוא תולדה ישירה של המלצותיה של ועדת אנדרון. ראו לעיל פסקאות 9.56–9.64.
- 121 משא ומתן מוגן יסתיים בהתרחש המוקדם מבין האירועים או המועדים הבאים: שישה חודשים מאישור הדירקטוריון כי התקיימו בחברה התנאים לפתיחת משא ומתן כאמור; 45 ימים ממועד שבו עומדת לנושה זכות להעמיד את חובו לפירעון מידי או לממש שעבוד להבטחת זכותו; הגיע מועד פירעון של חוב והחברה לא פרעה אותו. סעיף 339(ב) לחוק חדלות פירעון. החוק מניח אפוא כי משא ומתן מוגן הוא מסגרת בת יישום כל עוד לא הגיע מועד פירעון בפועל של חוב מחובות החברה. יש להניח כי לכשיגיע מועד פירעון בתוך התקופה האמורה, החברה לא תוכל לפורעו בעודה מנהלת משא ומתן קיבוצי להבראתה בלי לחשוף את עצמה לתקיפה מצד נושים אחרים בשל העדפת נושה שלא כדין.
- 122 סעיף 339(א)(2) לחוק.
- 123 Bankruptcy Code §362(a).
- 124 לעיל פסקאות 9.15–9.20.

12.55 עיכוב ההליכים במשא ומתן מוגן הוא רחב בהיבט אחד וצר בהיבט אחר. עיכוב ההליכים הוא רחב, שכן, בדומה להליך ההבראה המלא שבחלק ב' לחוק, גם עיכוב ההליכים במשא ומתן מוגן פועל כלפי נושים מובטחים. הוא מונע בעדם מלממש שעבודים המבטיחים את זכויותיהם.¹²⁵ עם זה, כאמור, המשא ומתן המוגן ועיכוב ההליכים הקבוע בו מוגבלים בזמן ובמצבה הכספי של החברה. עניין זה נדון ובוקר לעיל.¹²⁶ מאידך גיסא, עיכוב ההליכים במשא ומתן מוגן הוא צר ממקבילו בהליך ההבראה המלא, שכן הוא פועל רק מול הנושים שעומים בחרה החברה לנהל משא ומתן מוגן. אין הוא פועל מול יתר נושי החברה שאינם קשובים לה. ספק בעיניי אם בכלל נדרש עיכוב הליכים מכוח החוק כלפי נושים שמולם החברה מנהלת משא ומתן רצוני, להבדיל מנושים אחרים. ממה נפשך: אם הנושים נעתרים ליוזמת החברה לנהל עימם משא ומתן הם ממילא יסכמו עימה על הימנעות מאכיפת זכויות בשעה שהם נושאים ונותנים ביניהם גם ללא החוק.¹²⁷ אם, לעומת זאת, בוחרת החברה, באופן חד-צדדי, לנהל משא ומתן מוגן מול נושים שאינם מעוניינים בהידברות עימה, הרי שמשא ומתן זה נועד מראש לכישלון. הנושים ימתינו לכל היותר 45 ימים ויפנו לאכיפת זכויותיהם.

12.56 החוק מבחין בין שלוש תקופות זמן שבהן עשויה החברה לזום מהלך של משא ומתן מול נושיה לצורך גיבוש תכנית להבראתה:

- (א) כאשר החברה מצהירה כי יש ביכולתה לשלם את חובותיה במועד, תשעה חודשים קדימה.
- (ב) כאשר החברה אינה מסוגלת להצהיר כאמור, שכן היא חוששת שמא בתוך חודשים ספורים היא לא תוכל לשלם את חובותיה במועד, אף כי לפי שעה היא עדיין פורעת את חובותיה כסדרם.
- (ג) כאשר החברה היא כבר חדלת פירעון מבחינה תזרימית, שכן אין היא פורעת את חובותיה משהגיעו מועדי פירעונם.

בתקופה הראשונה, תהא החברה זכאית ליהנות מעיכוב ההליכים הקבוע בפרק המשא ומתן המוגן. בתקופה השנייה ובתקופה השלישית היא תוכל ליהנות מעיכוב ההליכים הקבוע בהליך ההבראה המלא שבחלק ב' לחוק, אך לא בהגנה מכוח "משא ומתן מוגן". בתקופה השנייה החברה לא תהיה כשירה עוד ליהנות ממשא ומתן מוגן, שכן אין היא מסוגלת להצהיר על יכולת תשלום שוטפת של חובותיה במשך תשעה חודשים מכאן ואילך. בתקופה זו היא גם עדיין אינה בגדר חדלת פירעון מבחינה תזרימית, שכן בשלב זה עדיין יש בידה לפרוע את חובותיה כסדרם.¹²⁸ היא רק צופה שבתוך חודשים

125 עיכוב ההליכים אינו מתייחס לזכותו של מוכר באשראי ספקים לאכוף תניה בדבר שיור בעלות העומדת לימינו. ההנחה היא כי עיכוב זה אינו נדרש, שכן ממילא אם לא ישולם לו חובו בפועל יסתיים המשא ומתן המוגן. ראו סעיף 339(ב)(4) לחוק.

126 לעיל פסקאות 9.61–9.62.

127 הסכמות אלה מכונות בלע"ז standstill agreements. ראו גם לעיל פסקאות 11.4–11.6.

128 הדיון כאן בשלוש תקופות הזמן מניח – לצורך הטיעון בלבד – כי חברות אכן מסוגלות לאבחן בזמן אמת באיזו מבין התקופות הנמצאות. דעתי האישית מטילה ספק רב ביכולת המעשית לזהות את מצבה הפיננסי המדויק של החברה בזמן אמת.

אחדים היא לא תהא מסוגלת לפרוע את החובות שגייע מועד פירעונם. לפי לשון החוק, תהא החברה רשאית בתקופה זו להגיש בקשה לפתוח בהליך הבראה לפי חלק ב' לחוק ולזכות בעיכוב הליכים על פיו.¹²⁹

12.57 לטעמי, כפי שהובעה גם בפרקים מוקדמים יותר, ראוי לשנות את ההסדרה שבחוק בעניין זה.¹³⁰ במקום להגביל את המשא ומתן המוגן, ועיכוב ההליכים שבו, לתקופה הראשונה המנויה לעיל בלבד, היה המחוקק מיטיב לעשות לו ביטל את חלק י' ואת פרק המשא ומתן המוגן שבקרבנו, ובמקום זאת היה מעגן את הליך הבראה המלא שבחלק ב' לחוק כהליך ידידותי וזמין לחברה, ללא הגבלות מיותרות באשר לתקופת הפעלתו. אם תאומץ המלצתי זו בחקיקה, יהא עיכוב ההליכים זמין לפני החברה בכל שלב, ללא מגבלות מיותרות וללא סד זמנים שספק אם הוא מעשי ויעיל.

ו. עיכוב הליכים כלפי צדדים שלישיים

12.58 עיכוב הליכים הוא סעד שנועד לשמור את נכסי החייב יחדיו. כאמור, שמירה זו של נכסי החייב נועדה להגשים הן את סדרי העדיפות הקבועים בדיון בין הנושים לבין עצמם והן את השאיפה להשיא את הערך הכולל של הנכסים. העניין הכלכלי המשותף לקבוצות העניין השונות ממוקד אפוא בנכסי החייב. לפיכך, אך טבעי הוא שעיכוב ההליכים יחול על מערך נכסים זה דווקא. נכסים אלה מוגנים מפני גבייה פרטית ומפני דלדולם, ולא זולתם. מכאן עולה, כי נכסי צד שלישי, אשר חייב אף הוא חבות כספית לאחד מנושי החייב חדל הפירעון, אינם אמורים להיות חסינים מפני נטילה ומימוש.

חזון נפרץ הוא בעולם העסקים הישראלי שלצד החברה כחייב עיקרי, חבים גם צדדים שלישיים כלפי אחדים מנושיה, כחייבים נוספים. שתי דוגמאות מובהקות המבטאות תופעה זו הן:

(א) העמדת ערבות של בעל מניות עיקרי, או של מנהל מוביל בחברה, לחובות החברה כלפי נושה כספי.

(ב) העמדת ערבות בנקאית עצמאית לטובת נושה של החברה לשם הבטחת קיום חיוב עֲשֵׂה כלפיו.

השאלה המתעוררת היא אם קיימים טעמי מדיניות אשר חרף נקודת המוצא, המצמצמת את עיכוב ההליכים לנכסי החייב חדל הפירעון לבדם, יצדיקו לעתים את הרחבת עיכוב ההליכים לשם מניעת גבייה אף מנכסיהם של צדדים שלישיים כאמור. הפסקאות להלן יעסקו בשאלה זו, תוך כדי בחינה נפרדת של כל אחת משתי הדוגמאות שנוכרו לעיל.

129 סעיף 7(א)(1) לחוק חדלות פירעון קובע כי חברה רשאית לבקש את פתיחת ההליך לפי חלק ב' אם היא חדלת פירעון או שהצו לפתיחת ההליך יסייע למנוע את חדלות פירעונה. חברה הנמצאת בתקופה השנייה עשויה להיכנס לגדרי החלופה השנייה של הסעיף האמור.

130 לעיל פסקאות 7.77–7.84, 8.62–8.65 ו-9.56–9.64.

1. ערבות של בעל מניות עיקרי או מנהל בחברה

(א) האיזון בין הגבלת אחריות, ערבות אישית ושמיטת חובות

12.59 כאשר חברה פרטית מבקשת ללוות כספים למימון פעילותה, מקפידים הבנקים המלווים לדרוש חתימת ערבות אישית של אחד ממנהלי החברה או מבעלי מניותיה העיקריים כתנאי להסכמתם להלוות. דרישת הערבות היא דרישה מקובלת ושגרתית של הבנקים.¹³¹ כמעט אין לך חברה פרטית בגודל קטן עד בינוני אשר תצליח ללוות מבנק בלא להידרש לתת ערבות כאמור.¹³²

12.60 ההסבר המקובל לדרישת הערבות הוא כי דרישה זו באה בתגובה של המלווים על עקרונות היסוד של דיני התאגידים: האישיות המשפטית הנפרדת של חברה והאחריות המוגבלת של בעלי מניותיה.¹³³ ההפרדה בין בעלי המניות לבין החברה הופכת את נכסי החברה למקור הכלכלי היחיד לפירעון תביעותיהם של נושי החברה. מבחינה משפטית, מנועים נושי החברה מלתבוע את בעלי המניות בגין חובות החברה כלפיהם.¹³⁴ חסימה זו בעד הנושים מיטיבה כמובן עם בעלי המניות. הגנה זו המוענקה להם נועדה לעודד יזמים להוציא את רעיונותיהם העסקיים מן הכוח אל הפועל, בלא שיהססו ושייראו מפני ההשפעות האישיות של כישלון הרעיון ומפני ההפסד הכספי הנובע ממנו.¹³⁵ יזם בעל רעיון, שאין לו מימון לקידום הרעיון, יוכל להתאגד כחברה ובכך לצמצם את מידת אחריותו האישית לכדי סכום השקעתו בחברה, הא ותו לא. שאר רכושו הפרטי יישאר מחוסן. זהו אפוא היתרון הגדול של ההתאגדות בחברה.¹³⁶

131 Ronald J. Mann, *The Role of Secured Credit in Small-Business Lending*, 86 GEO. L.J. 1, 12–13, 22–24 (1997).

132 כן, למשל, Berger & Udell בחנו את תנאי המימון של חברות קטנות אשר לרשותן עמד קו אשראי בנקאי. ממצאי מחקרם הראו כי 53% מן החברות שנבחנו שעברו נכסים להבטחת המימון ו-41% מן החברות נתנו למממן ערבות אישית. עם זה, יודגש כי חלק מן החברות ששעברו נכסים להבטחת המימון, דאגו לשעבד נכסים אישיים של בעלי מניות כביטחון למימון. לפיכך, מספר החברות שאת מימוןן מבטיחים בעלי המניות עצמם גבוה בהרבה מ-41%. Allen N. Berger & Gregory F. Udell, *Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firms Finance* 68 J. BUS. (1995) 351, 355; Gregory F. Udell, *A More Complete Conceptual Framework for SME Finance*, 30 J. BANK. & FIN. 2945 (2006); Robert B. Avery et al., *The Role of Personal Wealth in Small Business Finance*, 22 J. BANKING & FIN. 1019, 1058–1060 (1998).

133 לדיון עקרוני בשאלה אם שני עקרונות אלה הם נפרדים, או שמה אינם אלא שתי פנים של אותו מטבע, ראו ע"א 524/88 "פרי העמק" – אגודה חקלאית שיתופית נ' שדה יעקב, פ"ד מה(4) 529 (התשנ"א-1991); אוריאל פרקצ'יה "מושג ותיאוריה בתורת האישיות המשפטית" עיוני משפט יז 167 (התשנ"ב).

134 PAUL L. DAVIES, GOWER AND DAVIES' PRINCIPLES OF MODERN CORPORATE LAW 27–34 (7th ed., 1998); JOHN H. FARRAR & BRENDA M. HANNIGAN, FARRAR'S COMPANY LAW 66–81 (4th ed., 2003).

135 Phillip I. Blumberg, *Limited Liability and Corporate Groups*, 11 J. CORP. L. 573, 587–595 (1986); Larry E. Ribstein, *Limited Liability and Theories of the Corporation*, 50 MD. L. REV. 80 (1991).

136 כמובן זה, ההגנה המוענקה לבעלי מניות בדיני החברות מפני כילוי נכסיהם האישיים היא אמצעי נוסף להגנה המוענקה לכל בן אנוש באמצעות צו הפטר בהליך חדלות פירעון. אכן, אף צו הפטר משמש סף הגבלת אחריות, אשר ממנו ואילך לא יירדו עוד לנכסיו של אותו חייב, חרף אי פירעון מלוא חובותיו

12.61 היתרונות לבעלי המניות הנובעים מן ההתאגדות בחברה מסכנים במידה שאינה מבוטלת את נושי החברה. ההפרדה בין החברה לבין בעלי מניותיה מצמצמת, כאמור, את זכויותיהם של הנושים ומאפשרת להם לגבות מנכסי החברה בלבד.¹³⁷ כשלעצמה, אין בהגבלה זו טעם לפגם. אחרי ככלות הכול, כאמור, הגבלת האחרייות מעודדת יזמות, ובזה יתרונה. היא אמנם מעבירה את סיכוני חדלות הפירעון של החברה מכתפיהם של בעלי המניות אל כתפי נושיה, אך ייתכן כי העברה זו היא יעילה בהיות הנושים נושאי סיכון יעילים יותר.¹³⁸ רמת הסיכון לנושים תלויה בשווי נכסיה של החברה, בשיעור התחייבויותיה, ברווחיותה ובכושר ייצור המזומנים שלה. במובן זה, אין הבדל עקרוני בין הלוואה לחברה לבין הלוואה ללווה בשר ודם. זו אף זו עשויה להתגלות כרווחית ועלולה להתגלות כהשקעה בלתי מוצלחת של מלווה אשר הפסיד את כספו. הסיכון המיוחד שיש למלווים לחברה טמון בכך שהחברה נשלטת ומנווטת, בין במישרין ובין בעקיפין, בידי בעלי המניות הנהנים מן הרווח השירורי בחברה. בהיותם נהנים מהגדלת רווחיותה של החברה, מחד גיסא, אך מחוסנים מבחינה כלכלית מפני הפסדים שתספוג החברה, מאידך גיסא, עלולים בעלי המניות (באמצעות נושאי המשרה) לנווט את החברה לפעילות כלכלית הרפתקנית במיוחד. החלטות החברה עלולות להיות אפוא מוטות לעבר הסתכנות-יתר והשקעת כספי החברה באפיקים אשר רווחיותם מוטלת בספק.¹³⁹ כל עוד יש סיכוי לרווח כלשהו, אפילו בהסתברות נמוכה, ייטו בעלי המניות לאמץ אפיק השקעה זה, אפילו עולה סיכון ההפסד שלו על תוחלת הרווח. בעלי המניות עלולים להחזין מדעת את סיכוני ההפסד של החברה אל נושיה.

12.62 מענה חוזי מקובל בשוק, שנועד לרסן את בעלי המניות מפני ניווט החברה להסתכנות יתר, הוא דרישת הערבות האישית להלוואות החברה. דרישה מצד מלווה לקבל ערבות אישית של בעל מניות היא למעשה התניה חוזית על עקרון האחרייות המוגבלת.¹⁴⁰ ערבותו האישית של בעל מניות עיקרי לחובות החברה כלפי המלווה הופכת את בעל המניות לרגיש להפסדי החברה. הערבות גורמת לבעל המניות להפנים את העלויות הכרוכות בפעילות הכלכלית של החברה. כל הרפתקנות עסקית שהחברה תהיה מעורבת בה עלולה להסב לבעל המניות-הערב הפסד אישי. חשש זה אמור לגרום לבעל המניות-

- לנושים. ראו Charles J. Tabb, *The Scope of the Fresh Start in Bankruptcy: Collateral Conversions and the Dischargeability Debate*, 59 GEO. WASH. L. REV. 56, 100 (1990); Richard A. Posner, *The Rights of Creditors of Affiliated Corporations*, 43 U. CHI. L. REV. 499, 503 (1975)
- 137 עם זה, ההפרדה חוצצת כראוי בין נושי החברה לנושים של בעלי מניותיה. לחציצה זו יש ערך חיובי לנושי חברה, העדיפים על נושיה של החברה-האם המחזיקה במניותיה. ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 36681-04-13 בעניין אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ.
- 138 FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 44-49 (1991).
- 139 כאמור בפרקים קודמים, סיכון זה מכונה בספרות הכלכלית overinvestment. ראו, למשל, Daniel E. Ingberman, *Triggers and Priority: An Integrated Model of the Effects of Bankruptcy Law on Overinvestment and Underinvestment*, 72 WASH. U. L. Q. 1341 (1994).
- 140 פש"ר (מחוזי ת"א) 525/96-ח, המ' 3975, 2087/97 קריספי נ' ח. אלקטרוניקה (1988) בע"מ, פ"מ תשנ"ט 931 (1) (התשנ"ט-1999).

הערב לנווט את החברה באופן הרפתקני פחות ולנהלה באופן עסקי מבוקר.¹⁴¹ הערכות נועדה אפוא להקהות את עוקצה של האחריות המוגבלת ואת עלויותיה לנושים.¹⁴²

12.63 הערכות של בעלי מניות להלוואות שחברות קטנות עד בינוניות לוות מבנקים הפכה, כאמור, לדרישה מקובלת ולתנאי עיקרי בהלוואות אלה.¹⁴³ ברם, קיים חשש כי הבנקים יישענו בעיקר על הערכות של בעלי המניות, בבחינת בטוחה אחידה, נוחה וזמינה, ולפיכך יקדישו מאמץ מופחת ללימוד ההיתכנות הכלכלית של החברה הלווה ולכושר פירעונה העצמאי.¹⁴⁴ חשש זה נובע מגורמים אחדים. חברות לוות רבות הן לקוח חדש של הבנק המלווה. בשלב זה אין לבנק מידע פרטי על אודות עברה של החברה ועל איכותה כלוה. בנסיבות כאמור, יבקש הבנק לא פעם להסתפק בתחליף הנוח והזמין של ערכות אישיות, במקום לימוד דקדקני של עסקי החברה והיתכנותם הכלכלית. לעתים מדובר בחברת הזנק, וברבות מהן מצוי מידע אשר הוא תוצר של הרעיון העסקי של המייסדים. בשלבים המוקדמים של עסק כאמור עדיין קשה לפקידים בבנק להעריך אל-נכון את המידע האמור ולכמתו לשם אמדן רווח.¹⁴⁵ לפיכך, הבנק יסווג חברה כאמור בשלב זה כבעלת סיכון מוגדל וידרוש ערכות לחובותיה, גם אם תוחלת הרווח שלה אינה מצדיקה דרישה זו. לבסוף, מוסדות פיננסיים גדולים אינם מוכנים להתקשר בעסקאות הלוואה קטנות מדי ולהשקיע את העלויות הכרוכות בלימוד הנתונים הכלכליים של

- Daniel R. Fischel, *The Economics of Lender Liability*, 99 YALE L.J. 131, 136 (1989); Avery W. Katz, *An Economic Analysis of the Guaranty Contract*, 66 U. CHI. L. REV. 47 (1999); Marshall E. Tracht, *Insider Guaranties in Bankruptcy: A Framework for Analysis*, 54 U. MIAMI L. REV. 497, 516–524 (2000); Ronald J. Mann, *The Role of Secured Credit in Small-Business Lending*, 86 GEO. L.J. 1, 10 (1997); Douglas G. Baird, *The Politics of Article 9: Security Interests Reconsidered*, 80 VA. L. REV. 2249, 2263–2266 (1994); Alberto F. Pozzolo, *The Role of Guarantees in Bank Lending* (2004), available at: <http://www.unimol.it/progetti/repec/mol/ecsdps/ESDP04021.pdf>
- 142 Clifford W. Smith, Jr. & Jerold B. Warner, *On Financial Contracting – An Analysis of Bond Covenants*, 7 J. FIN. ECON. 117 (1979); Robert K. Rasmussen & Douglas G. Baird, *The Prime Directive*, 75 U. CIN. L. REV. 921 (2007)
- 143 Allen N. Berger & Gregory F. Udell, *Small Business and Debt Finance*, in HANDBOOK OF ENTREPRENEURSHIP RESEARCH: AN INTERDISCIPLINARY SURVEY AND INTRODUCTION 305 (Zoltan J. Acs & David B. Audretsch eds., 2003)
- 144 David Hahn, *Velvet Bankruptcy*, 7 THEORETICAL INQ. L. 523, 534–538 (2006); Lynn M. LoPucki, *The Death of Liability*, 106 YALE L.J. 1, 7 (1996); Frederick Tung, *Limited Liabilities and Creditors Rights: The Limits of Risk Shifting to Creditors*, 34 GA. L. REV. 547, 553 (2000); Rafael Efrat, *The Rise and Fall of Entrepreneurs: An Empirical Study of Individual Bankruptcy Petitioners in Israel*, 7 STAN. J. L. BUS. & FIN. 163, 185, fn. 102 (2002); Mark A. Allebach, *Small Business, Equity Financing and the Internet: The Evaluation of a Solution?*, 4 VA. J. L. & TECH. 3, text accompanying fn. 12 (1999); Lynn M. LoPucki, *Virtual Judgment Proofing: A Rejoinder*, 107 YALE L.J. 1413, 1423 (1998)
- 145 Robin Broadway & Jean-Francois Tremblay, *Public Economics and Startup Entrepreneurs* (April 2003), available at: <http://www.econ.queensu.ca/pub/faculty/boadway/bt-cesifo.pdf>

חברות-לוות קטנות יחסית.¹⁴⁶ מוסדות כאמור יסתפקו בערבויות של בעלי המניות כתחליף למידע פרטני על החברה הלווה. עקב גורמים אלה הופכת הדרישה לערבות האישיה לדרישה אחידה אשר אינה מבחינה בין חברות לוות בעייתיות לחברות לוות ראויות. דרישת הערבות מבעלי מניות של חברות ראויות מטילה על הפעילות בחברות אלה עלות נוספת ומיותרת. עלות כאמור מאטה את הפיתוח העסקי.¹⁴⁷

על הבעיה של היעדר הבחנה בין חברות ראויות לבין חברות בעייתיות מוסיפה הדרישה האחידה של הערבות בעיה מעשית ליזמים-בכוח. הערבות האישיה הופכת כל מיזם עסקי, הלכה למעשה, למיזם אשר בו אחריות היזמים לחובות המיזם היא אחריות בלתי מוגבלת.¹⁴⁸ האחריות הבלתי מוגבלת עלולה לטפוח כמשב רוח קרה על פני יזמים צעירים ולהניאם מלפתח את רעיונותיהם העסקיים.¹⁴⁹ דברים אלה כוחם יפה בעיקר כשמדובר ביזמים-בכוח אשר הם שונאי סיכון. הללו יאמרו בלבם: "אם הגשמת הרעיון העסקי כרוכה בהתחייבות כספית אישית שלי, העלולה למוטטני כליל, אזי אני מוותר מראש על המהלך כולו" – בבחינת לא מדובשו ולא מעוקצו.¹⁵⁰

12.64 דומה כי בחתירה לסביבה עסקית המעודדת צמיחה ופיתוח כלכליים, נע לו המשפט במתח מתמיד בין שני קטבים מנוגדים. בקוטב האחד, המשפט מבקש להגן על יזמים-בכוח ולעודדם באמצעות האישיות הנפרדת של החברה והאחריות המוגבלת שלהם כבעלי מניות. אך בקוטב השני, המשפט מכיר בהתניה החוזית של מממנים על עקרונות יסוד אלה ומאפשר להם לעקוף את מחסום האחריות של בעלי מניות באמצעות הדרישה לערבות האישיה. בכך שבים יזמים-בכוח ונרתעים

Alvaro Ruiz Navajas, *Credit Guarantee Schemes: Conceptual Frame*, FINANCIAL SYSTEM DEVELOPMENT PROJECT (November 2001), available at: <http://www.fondesif.gov.bo/CGS-Conceptual%20Frame.pdf>; Latimer Asch, *Credit Scoring: A Tool for more Efficient SME Lending*, 1(2) SME ISSUES 1 (November 2000), available at: http://info.worldbank.org/etools/docs/library/159695/smetech/pdf/CreditScoring_SME Lending.pdf

147 החשש מפני דרישה אחידה של ערבויות אישיות בשוק ההלוואות העסקיות מחריף שבעתיים בשוק מימון ריכוזי, שבו אין לחברות נגישות בפועל למקורות מימון חלופיים. בהיעדר תחרות מספקת, וזהו המצב המאפיין בעיקר את שוק החברות הקטנות עד הבינוניות, דרישת הערבות האישיה עלולה להפוך מדרישה הפתוחה למשא ומתן חוזי לתכתיב בנקאי חד-צדדי. על כוח היתר של בנקים כלפי חברות קטנות עד בינוניות ראו, למשל, Neil B. Cohen, *Striking the Balance: The Evolving Nature of Suretyship Defenses*, 34 WM. AND MARY L. REV. 1025, 1043 (1992–1993); Note, *Funding Growth: Leasing and Small and Medium Enterprise Financing in Russia*, 43 HARV. INT'L L.J. 469, 477 (2002)

148 אמנם, האחריות היא בלתי מוגבלת רק כלפי בנק מלווה, אך לא כלפי שאר נושי החברה. ברם, חלק הארי של התחייבויותיהן של חברות קטנות עד בינוניות הוא אשראי בנקאי. ראו Robert E. Scott, *A Relational Theory of Secured Financing*, 86 COLUM. L. REV. 901, 948–950 (1986)

149 RICHARD A. POSNER & KENNETH E. SCOTT, *ECONOMICS OF RAU BIOMOT RAU* CORPORATION LAW AND SECURITIES REGULATION 269 (1980)

150 השוו עוד Viral V. Acharya & Krishnamurthy Subramanian, *Bankruptcy Codes and Innovation*, 22 REV. FIN. STUD. 4949 (2009) (מחקר המוצא כי דיני חדלות פירעון, הידידותיים לחייבים יותר מאשר לנושים, מטפחים יזמות עסקית המפתחת רעיונות טכנולוגיים חדשניים ומיצרת פטנטים יותר מאשר בסביבה משפטית שבה דיני חדלות פירעון הם נוקשים כלפי החייבים ומאירים פניהם לנושים).

לאחור. ישאל השואל: אם כן, מה הועילו חכמים בתקנת ההתאגדות?¹⁵¹ יש הסוברים כי בעל מניות הערב אישית לחובות החברה עודנו מוגן מפני כילוי נכסיו. ההגנה תבוא לידי ביטוי באמצעות שמיטת החובות שיקבל בעל מניות כאמור אם וכאשר ייקלע לחדלות פירעון ויפתחו בעניינו הליכים של חדלות פירעון. שמיטת החובות מאפשרת לחייב לפתוח דף חדש בחייו הכלכליים שלב אחד לפני התמוטטותו הסופית, ולשוב למעגל היצרני.¹⁵² לפיכך, אל לו ליזם-בכוח להירתע. החוק עודנו מגן עליו ועל רכושו. כך מושג איזון ראוי בין הקטבים המנוגדים האמורים.

(ב) הפרת האיזון – הרתיעה מפני הליכים של חדלות פירעון

12.65 הסברה האמורה, בדבר קיומו של איזון ראוי בין הגבלת אחריות של בעלי מניות, ערבות אישית שלהם ושמיטת חובות שתגן עליהם בהליכים של חדלות פירעון, היא מוקשה. לשיטת אלה הסוברים כך, יש מקום להרהר על עקרון האחריות המוגבלת של בעלי המניות מעיקרא. אם ההגנה של שמיטת חובות בהליך של חדלות פירעון מספיקה כדי להרגיע יזמים-בכוח ולעודדם לפתח יוזמות עסקיות, מדוע להגביל את אחריותם של בעלי המניות? מה טעם יש בהתאגדות? ועוד: אפילו נאמר כי שמיטת חובות עשויה להועיל ליזמים-בכוח ולשמש מענה לשנאת הסיכון שלהם, עדיין ניותר עם קושי מעשי: כדי להשיג את ההגנה שהחוק מעניק להם, יידרשו היזמים שנקלעו לקשיים כספיים להיכנס להליך רשמי של חדלות פירעון. דא עקא, הליך זה עצמו נתפש בעיני אלה שעשויים להזדקק לו כהליך בלתי ידידותי לחייבים. יש בו דבר-מה המרתיע צרכנים-בכוח מלהיזקק לו. הליך זה מהלך אימים על חייבים בשל שתי סיבות עיקריות: הסיבה האחת היא שההליך נמשך זמן רב. במדינות רבות ההליך נמשך שנים.¹⁵³ במשך הזמן שבו הליך של חדלות פירעון תלוי ועומד, נשללות מן החייב חירויות רבות,

- 151 שאלה זו מתעוררת רק לשיטת מי שמאמין כי עידוד יזמות הוא רצוי ומוביל לצמיחה כלכלית בשוק. ראו, למשל, Seung-Hyun Lee, Mike W. Peng & Jay B. Barney, *Bankruptcy Law and Entrepreneurship Development: A Real Options Perspective*, 32 ACADEMY MAN. REV. 257 (2007); Stijn Claessens & Leora F. Klapper, *Bankruptcy Around the World: Explanation of Its Relative Use*, 7 AM. L. & ECON. REV. 253, 254 (2005); Kenneth M. Ayotte, *Bankruptcy and Entrepreneurship: The Value of a Fresh Start*, COLUMBIA BUSINESS SCHOOL (2002), available at: <http://cepr.org/meets/wkcn/5/582/papers/ayotte.pdf>. מנגד, יש הסוברים כי האחריות המוגבלת עודדה את היזמות יתר על המידה, ועל כן ריסונה באמצעות הערבות האישית הוא מבורך. ראו, למשל, Joshua Aizenman, *Capital Mobility in a Second-Best World: Moral Hazard with a Costly Financial Intermediation*, 11 REV. INT'L ECON. 1 (2003); David de Meza, *Overlending?*, 112 ECON. J. F17 (2002); David de Meza & David Webb, *Wealth, Enterprise and Credit Policy*, 109 ECON. J. 153 (1999).
- 152 Thomas H. Jackson, *The Fresh-Start Policy in Bankruptcy Law*, 98 HARV. L. REV. 1393 (1985); Charles J. Tabb, *The Scope of the Fresh Start in Bankruptcy: Collateral Conversions and the Dischargeability Debate*, 59 GEO. WASH. L. REV. 56 (1990).
- 153 כך, למשל, הכונס הרשמי התווה מתווה לניהול הליך פשיטת רגל בישראל לפי פקודת פשיטת הרגל אשר יימשך בשגרה כארבע וחצי שנים. חוק חדלות פירעון מעמיד אף הוא את משך הזמן הממוצע להליך חדלות פירעון של חייב בשך ודם על ארבע שנים. בארצות-הברית, הליך לפי Chapter 13 נמשך בין שלוש שנים לחמש שנים. בקנדה, ה-BIA מחלק בין פשיטת רגל ראשונה, שם נשמטים החובות לאחר 9–21 חודשים, תלוי בנסיבות, לבין פשיטת רגל חוזרת, שם נשמטים החובות רק לאחר 24–36 חודשים. ראו

ובכללן חופש התנועה; ¹⁵⁴ הזכות לנהל חשבון בנק; ¹⁵⁵ הזכות להחזיק בכרטיס אשראי. ¹⁵⁶ אכן, מחקרים שונים בעולם מסיקים כי קיצור משך הזמן של הליך חדלות הפירעון הוא חיוני לשם עידוד יזמות. ¹⁵⁷ ברם, כל עוד נמשך ההליך שנים אחדות, הריהו מרתיע חייבים-בכוח מלהיכנס אליו ולסבול את דרך החתחתים הצפויה להם במהלכו. ¹⁵⁸ הסיבה השנייה היא שהליך חדלות הפירעון מטביע אות-קין על מצחו של החייב. ¹⁵⁹ בין שהיא מוצדקת ובין שאינה מוצדקת, במדינות רבות רווחת תפישה חברתית שלפיה הליך של חדלות פירעון של חייב מעיד על כישלון אישי שלו, על היעדר רצינות ואחריות מצדו, על אשם אישי. לפי תפישה זו, חייב שנקלע להליך כאמור ראוי לנפילה הכלכלית שאליה נקלע. הליך של חדלות פירעון הוא ביטוי גנאי. ¹⁶⁰ אות-קין זה ילווה את החייב אף לאחר תום ההליך ושמיטת חובותיו. להוותו, החייב עלול לגלות כי גם לאחר ההליך הוא יתקשה להקים עסק חדש

Insolvency Act §168.1. באנגליה, נשמטים החובות לאחר שנה. ראו Insolvency Act §279.

- 154 בית המשפט מוסמך לצוות על עיכוב יציאתו מן הארץ של חייב שניתן נגדו צו כינוס. סעיפים 142(2), 204(12) ו-284 לחוק חדלות פירעון. קדם להם סעיף 57 לפקודת פשיטת הרגל.
- 155 חייב שנפתח בעניינו הליך של חדלות פירעון יהיה לקוח מוגבל מיוחד כמשמעו בחוק שיקים ללא כיסוי, התשמ"א-1981. סעיף 142(3) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 42א(א) לפקודת פשיטת הרגל.
- 156 סעיף 142(4) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 42א(ב) לפקודת פשיטת הרגל.
- 157 ראו, למשל, John Armour & Douglas Cumming, *Bankruptcy Law and Entrepreneurship*, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, WORKING PAPER No. 300 (March 2005), available at: <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP300.pdf>; Hortense Trendelenburg, *Discharge in Germany from an International Point of View*, 9 INT'L. INSOL. REV. 111, 116 (2000); John King, *Moving Beyond The "Hard"- "Easy" Tug Of War: A Historical, Empirical and Theoretical Assessment of Bankruptcy Discharge*, 28 MELBOURNE U. L. REV. 654 (2004).
- 158 לדיון מקיף על מתווה הליכי חדלות הפירעון של חייבים בשר ודם ראו להלן שער המישי.
- 159 פש"ר (מחוזי ב"ש) 5104/98, בש"א 3309/05 שר נ' בנק לאומי בע"מ, פסקה 5 (פורסם בנבו, מיום י' אלול התשס"ה, 14.9.2005); KAREN GROSS, FAILURE AND FORGIVENESS 94, 249 (1997).
- 160 ראו, בארצות-הברית, Teresa A. Sullivan, Elizabeth Warren & Jay L. Westbrook, *Less Stigma or More Financial Distress: An Empirical Analysis of the Extraordinary Increase in Bankruptcy Filings*, 59 STAN. L. REV. 213 (2006) 22-6 ABIJ 22 (July/August 2003); Kartik Athreya, *Shame As It Ever Was: Stigma and Personal Bankruptcy*, 90 FED. RESERVE BANK OF RICHMOND ECON. Q. 1 (Spring 2004) European Commission, *Bankruptcy and A Fresh Start: Stigma on Failure and Legal Consequences of Bankruptcy* (a Phillippe & Partners Study) §4.2.3 (July 2002), available at: http://europa.eu.int/comm/enterprise/entrepren eurship/support_measures/failure_bankruptcy/stigma_study/chapt_4.pdf ("A country's sociological perception of failure plays a huge role in the development of a stigma surrounding a distressed debtor. Strong publicity and availability of information to the public may not create stigma in a society where business partners, consumers and investors do not attach any importance to the potential failure of an enterprise. This is generally the case in the U.S. where commencement of reorganisation procedures is not perceived negatively and can even have a positive effect on the outcome of the debtor. On the other hand, in the EU Member States, where society generally distrusts businesses facing financial difficulties, even limited publicity may be a strong factor in generating a stigma")

ולגייס אשראי חדש. הנפקת כרטיס אשראי לא תהיה עוד משימה כה פשוטה כבעבר.¹⁶¹ מטעמים אלה, יהססו חייבים רבים שנקלעו לקשיים כספיים להיכנס להליך רשמי של חדלות פירעון, אלא אם כן כלו כל הקיצין. בקבוצת חייבים אלה כלולים אף בעלי מניות, אשר עקב הערבות האישית שערכו להלוואות החברה שבשליטתם וקשייה של החברה, הסתבכו אף הם מבחינה כלכלית והפכו לחדלי פירעון.

12.66 נמצא אפוא שיזמים-בכוח יירתעו משימוש בהליך של חדלות פירעון ועל כן לא ינצלו די הצורך את הגנת צו ההפטר המחכה להם בקצה ההליך האמור. התוצאה החברתית היא אפוא בעייתית. מדיניות משפטית, המבקשת לעודד יזמות עסקית, נתונה בין הפטיש לבין הסדן: מצד אחד, הערבות האישית חושפת בעלי מניות לאחריות אישית לחובות החברה. חובות אלה עלולים להיות בשיעור גבוה באופן יחסי להונו האישי של בעל המניות ולחושפו לסיכונים של חדלות פירעון אישית.¹⁶² מצד אחר, הגנה על בעל המניות באמצעות הליך אישי של חדלות פירעון אינה חלופה מושכת, עקב העכבות הניכרות שחייבים חשים כלפי ההליך האמור. התוצאה המעשית היא כי האיזון העדין בין עקרונות היסוד של דיני התאגידים (אישיות משפטית נפרדת ואחריות מוגבלת של בעלי המניות), לבין מיתון הסתכנות היתר באמצעות ערבות אישית, ולבין שמיטת חובות לבעלי מניות באמצעות הליך חדלות פירעון אישי – מופר.

(ג) השבת האיזון – הרחבת עיכוב ההליכים והחלתו על בעל מניה חדל פירעון

12.67 לטעמי, ניתן לשוב ולאזן כראוי בין שלושת הגורמים האמורים באמצעות איחוד הדיון בין הליך חדלות הפירעון של החברה החייבת לבין הטיפול בקשייו הכספיים של בעל המניה שערב לחובותיה.¹⁶³ איחוד הדיון המוצע יפעל את פעולתו בשני שלבים: תחילה, לאחר פתיחת הליך של חדלות פירעון לחברה, הליך פירוק או הבראה, יבחן בית המשפט, על פי בקשה של בעל מניה-ערב, בד בבד גם את קשייו הכספיים של האחרון. בקשה כאמור יוכל להגיש בעל מניה משהוגשה לו דרישה של הנושה-הנערב למימוש הערבות לטובת החברה. בנסיבות שבהן ישתכנע בית המשפט כי מימוש הערבות אכן יהפוך את בעל המניה לחדל פירעון, יוסמך בית המשפט לצוות על הרחבתו של עיכוב ההליכים שניתן בתיק חדלות הפירעון של החברה. **עיכוב ההליכים המורחב יגונן אף על בעל המניה-הערב.** הוא ימנע, לפי שעה, את הנושה-הנערב מלגבות מבעל המניה-הערב. בשלב הבא, שלב פירעון החובות לנושי החברה, יגדיר בית המשפט את שיעור הפירעון שייפרע הנושה-הנערב באופן הזה: מן החברה יוכל הנושה-הנערב להיפרע בשיעור הפירעון המגיע לו על פי דין, לפי סדר העדיפות של

161 Armour & Cumming, לעיל ה"ש 157.

162 ואמנם, מחקר אמפירי מצא שבישראל, 76% מתיקי פשיטות הרגל נובעים מכישלון של יוזמות עסקיות. ראו Rafael Efrat, *The Rise and Fall of Entrepreneurs: An Empirical Study of Individual Bankruptcy Petitioners in Israel*, 7 STAN. J. L. BUS. & FIN. 163, 170 (2002).

163 במקום אחר כינתי את האיחוד הדיוני האמור "פשיטת רגל מקטיפה", על שום הטיפול הידודתי יחסית שיזכה לו בעל מניות בהליך מאוחד זה. ראו David Hahn, *Velvet Bankruptcy*, 7 THEORETICAL INQUIRIES IN LAW 523 (2006).

תביעתו. מבעל המניות-הערב הוא יוכל להיפרע בסכום היתרה הבלתי פרועה אבל לפי **שיעור מופחת**. שיעור מופחת זה ייקבע על ידי בית המשפט, ושיעור ההפחתה המרבי עשוי להיקבע בחוק. הלכה למעשה, הפחתה זו של שיעור הפירעון מבעל המניה-הערב היא שמיטה של מקצת חובו כלפי הנושה-הנערב. הנושה-הנערב לא יוכל עוד לתבוע את חובו הבלתי פרוע, לא מן החברה ולא מבעל המניה. הקלה זו תצמצם את קשייו הכספיים של בעל המניה-הערב ותאפשר לו לשוב למעגל היצרני בלא שיהיה עליו לשאת באופן רשמי את אות הקין של "חדל פירעון".

12.68 אכן, חוק חדלות פירעון אימץ את המלצתי האמורה והסמיך את בית המשפט, בדונו בתיקי חדלות פירעון של חברות, להרחיב את צו עיכוב ההליכים בנסיבות האמורות לעיל לשם הגנה על בעלי מניות-ערבים, אם כי באופן מסויג ומצומצם יותר מהצעתי.¹⁶⁴ ודוקו, הרחבתו של עיכוב ההליכים תיעשה בשיקול דעת ובזהירות, ולא כמצוות אנשים מלומדה. זה לא יהיה הכלל. הכלל יישאר כשהיה: צו עיכוב הליכים מגונן על נכסי החייב חדל הפירעון שבעניינו נפתח ההליך, ולא על נכסיו של צד שלישי.¹⁶⁵ הרחבת עיכוב ההליכים תיעשה רק כאשר בית המשפט ישתכנע כי בעל המניה-הערב, אשר חובו העיקרי הוא לנושה-הנערב, יהפוך לחדל פירעון עקב מימוש הערבות.¹⁶⁶ בנסיבות אלה, יושיט בית המשפט לבעל המניה האמור סעד באמצעות הרחבתו של צו עיכוב ההליכים.¹⁶⁷ בשלב מאוחר

164 סעיף 30 לחוק חדלות פירעון. סעיף זה מסמיך את בית המשפט לעכב את ההליכים נגד אדם שלישי רק אם עיכוב ההליכים כלפיו הוא חיוני להבראת החברה. זהו צמצום ניכר של הרעיון בדבר הגנת בעל המניה הערב בנסיבות של קריסה כלכלית של החברה.

165 שם. זו גם עמדתו העקרונית של החוק האמריקני. ראו Bankruptcy Code §524(e).

166 להרחבתו של צו עיכוב ההליכים להגנת בעל מניות אשר השקיע קודם לכן מהונו האישי לשם ניסיון להצלת החברה, ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 2548/08 בעניין **מילומור בע"מ** (פורסם בנבו, מיום ז' תשרי התשס"ט, 6.10.2008). ברם, אם בעל המניה-הערב חב לנושים רבים, מלבד הנושים-הנערבים של החברה, עיכוב ההליכים המורחב המוצע בזה לא יועיל לו להתמודד עם יתר נושיו האישיים. השוו פש"ר (מחוזי ת"א) 2118/02, בש"א 17033/03 בעניין **רובננקו שמואל אחזקות בע"מ** (פורסם בנבו, מיום י"ט תשרי התשס"ד, 15.10.2003).

167 הטכניקה של איחוד הדיון בתיקי חדלות פירעון התלויים נגד אישיות משפטיות שונות, בעלות זיקה ביניהן (כגון חברות קשורות), מוכרת בשיטות משפט שונות. ראו, למשל, בארצות-הברית את הוראות Jacob S. Ziegel, *Corporate Groups and Bankruptcy Code §302, Fed. R. Bankr. P. 1015(b) Crossborder Insolvencies: A Canada – United States Perspective*, 7 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 367, 370 (2002) (יותר מ-70% מתיקי חדלות הפירעון של חברות קשורות בקנדה מאוחדים מבחינה דינית). עם זה, איחוד הדיון נוהג בין שני חייבים אשר לכל אחד מהם נפתח בפועל הליך של חדלות פירעון. לפי הצעתי, לעומת זאת, איחוד הדיון הוא בין חברה אשר נפתח לה הליך של חדלות פירעון לבין בעל מניה-ערב אשר הפך לחדל פירעון, אך טרם הוחל בהליך של חדלות פירעון בעניינו. להבחנה בין איחוד הדיון בהליכים של חדלות פירעון, השומר על האישיות המשפטית הנפרדת של כל אחת מן האישיות, לבין איחוד מהותי, ההופך אותן למקור לפירעון משותף לנושי שתי האישיות כאחד, ראו J. Stephen Gilbert, *Substantive Consolidation in Bankruptcy: A Primer*, 43 VAND. L. REV. 207, 211 (1990). סעיף 280 לחוק חדלות פירעון מאפשר גם איחוד דיוני של הליך חדלות פירעון של החברה והליך פירעון תלוי ועומד של חייב בשר ודם (כגון: בעל מניות בה).

יותר, הוא שלב אישורה של תכנית ההבראה, יהיה אפשר לשקול עוד את הפטרו של בעל המניה-הערב מערבותו, כולה או מקצתה, כחלק מתכנית ההבראה של החברה.¹⁶⁸

12.69 נגד הצעתי זו יהיה אפשר לטעון כי היא פוגעת בנושה-הנערב וחותרת תחת אמצעי ביטחון חוזיים שעליהם הוא הסתמך. הפגיעה בערבות שקיבל הנושה נחזית לפגיעה מהותית בזכויותיו. ברם, לדידי, אין זו קושיה רצינית. הנושה-הנערב אינו נפגע כאן פגיעה של ממש והסתמכותו אינה נפגמת כלל ועיקר. סוף סוף, כאשר בבעל מניה ההופך לחדל פירעון עסקי, הלא ממילא היה הלה זכאי לפתוח בהליך של חדלות פירעון ולזכות בשמיטת חובות. בנסיבות אלה, אין לנושה-הנערב ציפייה של ממש לפירעון מלא של הערבות. לפיכך, לא איחוד הדיון מנע בעדו זכות שאלמלא האיחוד הוא היה זוכה בה. לשון אחר, הפחתת פירעון הערבות אינה נובעת מההליך הדיוני הננקט בנוגע לבעל המניה-הערב, כי אם ממצבו הכלכלי העובדתי של בעל המניה! לפיכך, מה לי הליך רשמי של חדלות פירעון בעניינו של בעל המניה, ומה לי הרחבתו של עיכוב ההליכים ואיחוד הדיון עם תיק חדלות הפירעון של החברה שהוא ערב לה?¹⁶⁹ תביעת הנושה נגד בעל המניה, אשר מקורה בהלוואה שלווה החברה מן הנושה, תוסדר כחלק מהטיפול הכולל בחובות החברה. יתרה מזו, עיקר התכלית בערבות האישית אינו גבייתה בפועל, כי אם עידוד בעל המניה, מעצם התחייבותו בה, לנווט את עסקי החברה בזהירות ובאחריות. כל עוד עננת הערבות מרחפת מעל בעל המניה טרם חדלות פירעונו, מגשימה הערבות את תכליתה, גם אם היא לא תיפרע במלואה בסופו של דבר. לפיכך, איחוד הדיון וגביית חלק מן הערבות, אף כי לא את כולה, אינם מעקרים את העידוד שאותו נועדה הערבות להגשים מעיקרא. על כן, אין בהצעתי זו כדי לפגום בזכויותיו של הנושה-הנערב.

12.70 לעומת זאת, הרחבתו של עיכוב ההליכים בנסיבות האמורות והטיפול המעודן שיזכה לו בעל מניה-ערב, אשר נקלע לחדלות פירעון עקב הדרישה למימוש הערבות, עשויים – לעניות דעתי – להניב יתרונות של ממש לחברה, בצד יתרונות מינהליים כלליים. לחברה כיצד? ראשית, הפחתת חבות בעל המניה-הערב באמצעות ההליך המאוחד המוצע מהווה גרסה צנועה של הגבלת אחריותו של בעל המניה האמור. הערבות האישית שנתן בעל המניה-הערב למלווה מסירה באמצעות חוזה, ביחסים בין בעל המניה-הערב לבין החברה, את הגבלת האחריות המסורתית הנוהגת על פי דיני החברות. הפחתת סכום הערבות הנפרע בהליך המאוחד משיבה לבעל המניה מעט מן ההגנה האישית שהגבלת האחריות המסורתית העניקה לו. בהשיבה מעט איזון בין הרצון לגרום לבעל מניות להיות ער לעלויות של הסיכונים המוגברים שאליהם הוא מנווט את החברה שבשליטתו, לבין השאיפה לעודד יזמות, הצעתי זו עשויה לסייע לחברות צעירות להתפתח, לצמוח ולקדם רעיונות כלכליים חדשניים. שנית, הבנקים

168 לסמכות בית המשפט לפטור בתכנית הבראה של החברה בעל מניה-ערב מערבותו, בלא הכרזתו כפושט רגל, ראו להלן פסקאות 24.44–24.46.

169 ראו גם פש"ר (מחוזי ת"א) 48/98, בש"א 23454/00 בעניין סיבית שירותי מיקרו מחשבים בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ב טבת התשס"ב, 27.12.2001) (בית המשפט חייב נושה-בעל ערבות, אשר התנגד לתכנית ההבראה, לוותר על ערבותו כיתר הנושים-הנערבים, לנוכח חדלות הפירעון הצפויה של הערבים. בית המשפט ראה בהתנגדות הערב בנסיבות אלה משום התנהגות העולה כדי חוסר תום לב, והסיג את זכותו המשפטית מפני עקרון תום הלב).

המלווים יידעו כי אם בעל מניות ייקלע לקשיים כספיים אישיים, עקב קשיים אובייקטיביים של החברה אשר לחובה הוא ערב, ערבותו עשויה לפחות. לעומת זאת, ערבותו של בעל מניות, אשר יסבך בידועין את החברה בהרפתקאות כלכליות תוך ניצול שליטתו להפקת טובות הנאה אישיות על חשבון טובת החברה ונושיה, לא ייחנה מן הטיפול המעודן שהצעת. לפיכך, ייווצר תמריץ ראוי לבנקים לאסוף מידע נוסף ולהבחין ביתר יעילות בין חברות לוות (ובעלי מניותיהן) "ראויות" לבין אלה שאינן ראויות. הערבויות האישיות יידרשו בעיקר מאלה שאינן ראויות. כך יוכלו לווים "ראויים" ליהנות מתנאי הלוואה נוחים יותר.¹⁷⁰ איסוף מידע קפדני על ידי הבנקים יסיר מלווים אלה מעט מעלה של הערבות האישית.¹⁷¹ לבסוף, דומה כי הצעתי תניב יתרונות דיוניים אשר מהם ייחנה כל הצדדים המעורבים. מכיוון שמימוש הערבות כלפי בעל המניה-הערב יידון אצל אותו שופט אשר כבר מרכז את תיק חדלות הפירעון של החברה שבעל המניה ערב לה, סביר שהשופט יהיה מעורה בעובדות הקשורות בהתחייבות הנערכת ובהשפעותיה על החברה ועל בעל המניה-הערב. זאת ועוד, הדיון המאוחד יחסוך את הבזבז הכרוך בכפילות הליכים, לרבות הגשת מסמכים לשתי לשכות שיפוט וקיום דיונים מקבילים.¹⁷²

2. ערבות בנקאית עצמאית לטובת נושה של החברה

12.71 השוק העסקי אימץ אמצעים שונים להתמודדות עם חששם של צדדים לחוזה שמא הצד האחר לא יקיים את התחייבויותיו. משהופר חוזה על ידי אחד מן הצדדים, זכאי הצד הנפגע לסעדים הקבועים בחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה). הצד הנפגע יוכל לבחור בין אכיפת החוזה לבין ביטולו והשבה הדרתית. הצד הנפגע גם יהיה זכאי לפיצויים בשל הנזקים שנגרמו לו עקב הפרה. ברם, כאמור לעיל, אכיפת החוזה ופסיקת פיצויים דורשות מן הנפגע לעבור תחילה בנתיב הארוך של התדיינות בבית משפט. הדיון האזרחי דורש זמן והוא יקר למדי. רבים מבקשים להימנע מן ההיזקקות האמורה לבתי משפט. הם מבקשים לגונן על עצמם מפני אי קיום החוזה באמצעות עירובו של צד שלישי. הצד השלישי, שהוא תאגיד בנקאי, על פי רוב, חותם על התחייבות לשיפוי צד לחוזה החושש מפני הפרה. התחייבות לשיפוי היא התחייבות עצמאית כלפי הנושה-המוטב לתשלום סכום הכסף הנקוב בהתחייבות, עם דרישתו.¹⁷³ התחייבות זו מנותקת מגורל החיוב הבסיסי שלפי חוזה היסוד. משנדרשה,

170 השו"ר Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, 105 YALE L.J. 857, 914-915 (1996) (טוענים כי הצעתם לתת עדיפות חלקית לשעבודים תעודת את הבנקים המלווים לאסוף ביתר קפדנות מידע על אודות הלווים. הלווים, בהתאמה, יירתעו מנטילת אשראי לצורך קידום השקעות בלתי יעילות).

171 עם זה, ייתכן שלבנקים עדיין יהיה כדאי לדרוש בכל מקרה ערבות אישית, בלא מיון קפדני של הלווים. במקרה הגרוע מבחינת הבנק, הערבות תופחת, ובמקרה הטוב היא תמומש במלוואה. ברם, גם לפי דפוס הלוואה, כאמור, עדיין תקל הצעתי על בעל מניות-ערב, כפי שהוסבר לעיל.

172 Jonathan Hightower, *The Consolidation of the Consolidation in Bankruptcy*, 38 GA. L. REV. 459, 465-466, 469 (2003) William H. Widen, *Corporate Form and Substantive Consolidation*, ראו עוד, 75 GEO. WASH. L. REV. 237, 246-247 (2007). ראו גם סעיף 280 לחוק חדלות פירעון.

173 בכך התחייבות לשיפוי נבדלת מערבות רגילה. השו"ר את סעיף 16 לחוק הערבות, התשכ"ז-1967 (בעניין התחייבות לשיפוי) לסעיף 7 לחוק זה (בעניין ערבות רגילה). על שום עקרון עצמאות זה מכונה ההתחייבות לשיפוי בשפה השגורה "ערבות בנקאית אוטונומית". עוד על עקרון העצמאות ראו רע"א 3130/99 ניקן בדים בע"מ נ' בנק דיסקונט לישראל בע"מ, פ"ד נד(1) 773 (התש"ס-2000); ע"א 3130/99 שובל הנדס ובניין (1988) נ' י.ש.מ.פ. חברה קבלנית לבנין בע"מ, פ"ד נח(3) 118 (התשס"ד-2004); רע"א

היא מחייבת את המשפה לשלם, בין שקוים החיוב החוזי ובין שלא קוים.¹⁷⁴ במקרה השכיח, צד לחוזה אשר נפגע מהפרתו, ואשר דאג להוצאת התחייבות לשיפוי לטובתו בשלב כריתת החוזה, יפנה לבנק המתחייב וידרוש ממנו לממש את התחייבותו. התחייבות זו תפצה, על פי רוב, את הצד הנפגע על נזקיו ותשמש מבחינתו כתחליף מהיר וזול לדיון משפטי בהפרת החוזה. יתרה מזו, ההתחייבות לשיפוי, בדומה לערבות רגילה, תעמוד לרשות המוטב-הנפגע אם הצד המפר את החוזה ייקלע לחדלות פירעון. בנסיבות כאמור, אפילו היה הנפגע זוכה לדיון משפטי מהיר בפיצויים עקב ההפרה, הייתה חדלות הפירעון של המפר מונעת ממנו לגבות את מלוא הסכום שנפסק לטובתו. על כן, ערבות או התחייבות לשיפוי מידי צד שלישי מסייעות בידי לגבות בנסיבות כאמור.

12.72 התחייבות לשיפוי כערובה לקיום חיוב חוזי נפוצה בין שני צדדים עסקיים. התחייבות בנקאית לשיפוי משמשת חברות בנייה רבות כאמצעי הביטחון שהן מספקות ללקוחות המתקשרים עמן בחוזה לרכישת דירה. אמצעי ביטחון זה הוא אחת החלופות הנדרשות בחוק המכר (דירות) (הבטחת השקעות של רוכשי דירות), התשל"ה-1974, כתנאי לקבלת סכום המהווה 7% או יותר ממחיר הדירה בידי מי שבונה את הדירה ומוכרה.¹⁷⁵ הוא נועד להגן על הלקוח מפני אי קיום החוזה מצד המוכר. ואכן, ההפרות העיקריות שרוכשי דירות נתקלים בהן הן הפרות החוזה מחמת קשיים כספיים שאליהם נקלעה חברת הבנייה.

12.73 כשהמתחייב החוזי נקלע לחדלות פירעון ומפר את חיובו, הליך חדלות הפירעון שיוחל בעניינו אינו אמור לפרוש מטריית הגנה על צד שלישי שערכ לחיובו החוזי או שהתחייב לשפות את הצד הנערב.¹⁷⁶ נהפוך הוא: עמדת המוצא של הדין היא כי הצד השלישי נדרש לקיים את שהוא עצמו התחייב לעשות. על הצד השלישי לשלם אפוא את ערבותו או לשפות את המוטב, לפי העניין. עיכוב ההליכים אשר חל בהליך של חדלות הפירעון של החייב החוזי מונע גבייה ממנו בלבד.

ואולם, עמדת מוצא זו מתעלמת משיקול אחד שהוא מעשי וחשוב בעיניי. רבות מן הערכויות וההתחייבויות לשיפוי אינן ניתנות להבטחתה של חובת תשלום, כי אם להבטחת התחייבות לבצע מלאכה או שירות. פנייתו של הנפגע מהפרת החוזה למימוש הערבות או ההתחייבות לשיפוי היא הכרזה משתמעת מצדו כי הוא בוחר למצות את זכויותיו כלפי הצד המפר באמצעים כספיים. זוהי בעצם בחירה בפיצוי כספי במקום אכיפת החיוב החוזי. כאשר בפירוק החברה-המפרה עסקינן, אין לבחירה זו של הנפגע השפעה של ממש על ההליך הקיבוצי של החברה. מכיוון שהחברה פונה לעבר

9123/05 אדמוב פרוייקטים (89) בע"מ נ' סיטי סטייט מקבוצת אלפו בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ג חשון התשס"ח, 25.10.2008).

174 רע"א 73/00 AMS Technical Systems Inc. נ' בזק, החברה הישראלית לתקשורת בע"מ, פ"ד נד(2) 394 (התש"ס-2000).

175 סעיף 2 לחוק. החלופות הנוספות המנויות בסעיף זה כאמצעי ביטחון לקונה הן: ביטוח הכספים שמסר הקונה אצל חברת ביטוח, שעבוד הדירה בשעבוד ראשון לטובת הקונה, רישום הערת אזהרה על הדירה, או העברת הבעלות על שם הקונה.

176 ראו, למשל, פש"ר (מחוזי ת"א) 15336/06 ניומן סנטר בע"מ נ' מפרק מכללת ניומן בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ג סיון התשס"ח, 16.6.2008).

מימוש נכסיה הקיימים וחיסול אישיותה המשפטית, אין היא מתעתדת לקיים את התחייבותה החוזית כלפי הנפגע ולהשלים בעבורו את ביצוע העבודה או מתן השירות שהיא מחויבת להם. לפיכך, בתוקף הנסיבות, היריבות המשפטית ביניהם הופכת מאליה ליריבות כספית גרידא על הפיצויים שהחברה המפרה מחויבת לשלם על פי דין. בנסיבות אלה, פניית הצד הנפגע למימוש הערבות או ההתחייבות לשיפוי היא בחירה בגבייה מהירה ומלאה של תביעתו הכספית. לכשישלם הערב או המשפה הנפגע על פי התחייבותו החוזית הישירה כלפיו, יהפוך המשלם לנושה החליפי של המפר חדל הפירעון.¹⁷⁷ מבחינת החברה שבפירוק, משמעו של מימוש הערבות או השיפוי הוא אפוא חילופיו של נושה כספי. הערב או המשפה יורש את הזכות לגבות מקופת הפירוק את שהיה זכאי לגבות קודם לכן הנפגע מהפרת החוזה. לחילופים הללו אין השפעה מהותית על הליך הפירוק. כל עוד זכות התביעה הכספית היא קבועה, מה לה לחברה אם פלוני נושה בה או אלמוני?

12.74 הדברים שונים כאשר הליך חדלות הפירעון הננקט בעניינה של החברה-המפרה הוא הליך הבראה. בנסיבות אלה, עלולה להיוודע למימוש הערבות או ההתחייבות לשיפוי נפקות שלילית. המימוש עלול לחתור תחת הליך הבראה כולו. הפעם, מימוש הערבות או ההתחייבות לשיפוי אינו מביא אך לידי חילופי נושים מבחינת החברה. מימוש הערבות או ההתחייבות לשיפוי משנה את אופי התביעה המופנית כלפי קופת החברה. כאמור, משבחר הנפגע מהפרת חוזה לממש את התחייבותו של הצד השלישי, הריהו ממיר זכות תביעה לקיום התחייבות ביצוע בתביעה כספית גרידא. כלומר, אפילו תבקש החברה להוסיף ולקיים את התחייבותה כלפיו ולהשלים את אשר התחייבה לבצע, יימנע הדבר בעדה. מימוש הערבות או ההתחייבות לשיפוי תואם את הקו המשפטי הנקוט בדיני החוזים ולפיו אופי הסעדים שיינקטו בגין הפרת חוזה נתון לשיקול דעתו הבלעדי של הנפגע מן ההפרה.¹⁷⁸ ברם, פני הדברים שונים בנסיבות חדלות הפירעון של החברה-המפרה. זכותו הבלעדית של הנפגע להמיר את מערכת זכויותיו כלפי החברה, מהתחייבות ביצוע להתחייבות כספית, מסכלת לא אחת כל אפשרות להוסיף ולפעול למען שיקום המערך העסקי של החברה. כך, למשל, כאשר רוכשי דירות אחדים יפנו למימוש ההתחייבות הבנקאיות לשיפוי שקיבלו מחברת הבנייה, עלול הדבר למנוע מן החברה להשלים את מיזם הבנייה ולהעמיד דירות נוספות למכירה. הבנק, שישפה את רוכשי הדירות, יתבע את החברה בתביעה כספית מכוח דין משפה שפרע. התחייבות כספית זו תכביד על החברה, מחד גיסא (בהעמסה על קופתה חובות נוספים), ואילו רוכשי הדירות ששופו לא ישלמו עוד את יתרת התמורה

¹⁷⁷ הבסיס לחליפות זו הוא זכות החזרה של ערב ששילם הקבוע בסעיף 9 לחוק הערבות. זכות זו עומדת אף לזכות משפה ששילם, מכוח הוראת סעיף 16 לחוק זה.

¹⁷⁸ שיקול דעת זה מוגבל בשתי הגבלות: ראשית, כאשר החוזה הופר הפרה לא-יסודית, זכאי הנפגע לבטל רק לאחר שנתן למפר ארכה לתיקון ההפרה. ראו סעיף 7(ב) לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה); ע"א 680/83 קדוש נ' עמור, פ"ד לח(2) 547, 555 (התשמ"ד-1984). שנית, זכות הביטול של הנפגע כפופה לחובת תום הלב החלה עליו. ראו ע"א 409/78 גולן נ' פרקש, פ"ד לד(1) 813 (התשל"ט-1979); בג"ץ 59/80 שירותי תחבורה ציבוריים באר שבע בע"מ נ' בית הדין הארצי לעבודה, פ"ד לה(1) 828 (התש"ם-1980); דניאל פרידמן ונילי כהן חוזים כרך ב 1103 (התשנ"ג); מיגל דויטש ביטול החוזה בעקבות הפרתו (התשנ"ג). 157

החוזית שהחברה ציפתה לה.¹⁷⁹ בנסיבות כאמור, יוזמת ההבראה הולכת והופכת מעשית פחות.¹⁸⁰ טרפוד ההבראה בשל עמידת הנפגעים מן ההפרה על זכותם לבטל את החוזה ולהיפרע פיצויים כספיים, עלול לפגוע לא רק בחברה, כי אם גם בנושיה האחרים, בעובדיה ובשאר לקוחותיה. בנסיבות שהמשך קיומה של החברה כעסק פעיל עשוי להניב לכלל המעורבים ערך כלכלי מוסף, נושים בודדים שנפגעו מהפרת חוזה עשויים להעיב על יוזמת ההבראה הרחבה באמצעות דרישה למימוש הערבות או השיפוי העומדים לטובתם.¹⁸¹ זו נקיטת עמדה של "ייקוב הדין את ההר", שעה שדווקא גמישות ונכונות להמשיך ביחסים החוזיים עם החברה חדלת הפירעון הן צו השעה.

12.75 לעניות דעתי, קידומה של יוזמת הבראה, בנסיבות העשויות להיטיב עם כלל הנושים, דורש לסייג את זכותו הפרטית של נושה שנפגע מהפרת חוזה לבטל את ההתקשרות החוזית ולממש את ההתחייבות לשיפוי שניתנה לו.¹⁸² ביחס בין זכות הפרט מזה, לבין זכויות הרבים מזה, יש לבכר, לשיטתי, את זכויות הרבים. דברים אלה כוחם יפה כאן שבעתיים, שכן סוף סוף המשך קיום ההתחייבות על ידי החברה חדלת הפירעון יביא לידי תיקון ההפרה כלפי הנושה-הנפגע. המשך הקיום עשוי אפוא להביא לידי תוצאה של "אלה נהנים וזה אינו חסר". בנסיבות כאמור, דין הוא כי ייכפה על מי "שלא יחסר" לאפשר אף ליתר הנושים ליהנות מן המהלך העדיף בעבורם.¹⁸³ מכיוון שהצדדים חלוקים ביניהם בשאלה אם אכן יש לפנינו נסיבות שבהן קיים סיכוי סביר להצלחתו של המהלך להבראת החברה ולהשלמת המיזם שהתחייבה בחוזה להקים, יש להותיר את שיקול הדעת הסופי בעניין זה לבית המשפט המרכז את הליך חדלות הפירעון של החברה. נאמן לשיטתי שהובעה בפרק אחד-עשר לעיל,

179 לעומת זאת, אם יותר לחברה להוסיף לפעול על פי החוזה המקורי ולהשלים את המיזם אשר התחייבה להקימו בחוזה, יחסוך הדבר לקופת החברה את התביעות הכספיות הנלוות של הערב או המשפה. הללו לא יידרשו לממש את ערכותם או את התחייבותם לשיפוי. הנפגע מהפרת החוזה יזכה לתיקון ההפרה ובכך יסתיים הסכסוך החוזי בין הצדדים. השוו ע"א 3225/99 שיכון עובדים בע"מ נ' טש"ת, חברה קבלנית לבנין בע"מ, פ"ד נג(5) 97 (התש"ס-1999).

180 ראו גם אלשיך ואורבך, לעיל ה"ש 77, בעמ' 348.

181 אלשיך ואורבך מציינים כי, מבחינה מעשית, השלמת מיזמים שהתחייבה החברה להקים מסייעת לא פעם לסלק מן הדרך נושים-בכוח העלולים לגלות נוקשות יחסית ולטרפד את אישורה של תכנית ההבראה המוצעת. ראו שם, שם. ברם, שאלה זו אינה אלא שאלה עובדתית. לעתים, הנושה הנפגע מהפרת החוזה, או הערב לו, הוא הנושה הבעייתי במשא ומתן לגיבוש תכנית הבראה, ולעתים – זהו נושה אחר לחלוטין. לפיכך, שיקול זה הוא תלוי נסיבות.

182 על הגבלת כוחו של צד לחוזה נמשך לבטלו עקב חדלות פירעון של הצד שכנגד, ראו להלן פסקאות 14.10–14.15, 14.23–14.29.

183 ושמה יקשה המקשן: אם אכן מדובר בנסיבות של "זה נהנה וזה אינו חסר", מדוע מתעקש הנפגע מן ההפרה מעיקרא לבטל את החוזה ולהמיר את זכותו בתביעה כספית גרידא? וכי יש טעם בהתעקשותו זו בנסיבות שבהן הוא לא יחסר מבחינה כלכלית אם יתן למפר לתקן את ההפרה? התשובה היא כי סלע המחלוקת בין החברה-המפרה לבין הנושה שנפגע מהפרתה הוא הערכותיהם הסותרות בעניין סיכויי החברה להשלים בהצלחה את המיזם במהלך הניסיון להבריא. הנושה-הנפגע מן הסתם אינו מייחס לניסיון זה סיכויי הצלחה גבוהים. לפיכך, הוא חושש כי ניסיון זה עלול להסתיים בנזק נוסף. הערכתו האישית היא כי הוא ייצא חסר ולכן הוא מבקש להקדים תרופה למכה באמצעות הפיצוי הכספי. לעומת זאת, ההערכה של החברה (ושל יתר הנושים) היא כי הוא לא יחסר.

סבורני כי בהתנגשות רבת צדדים בין נושי חייב חדל פירעון, אין להשאיר בידי אחד הנושים את ההכרעה הסופית בדבר גורלו של החייב ואופן השימוש במשאביו. הותרת כוח הכרעה כה מהותי בידי אחד הנושים עלולה להביא עמה תוצאות קשות של סחיטה מוגברת מצד אותו נושה כלפי יתר הנושים. לפיכך, יש למתן את כוחו של כל נושה כאמור. תוצאה זו תושג באמצעות הפקדת כוח ההכרעה הסופי בנדון בידי בית המשפט.

12.76 העולה במקובץ מן האמור לעיל הוא כי חרף עצמאותה של ההתחייבות לשיפוי על פי הדין האזרחי הרגיל, יש, לעניות דעתי, להסמיך את בית המשפט להפעיל שיקול דעת אם להתיר את מימוש הערבות או ההתחייבות לשיפוי מצד נושה שנפגע מהפרה של חברה חדלת פירעון או לעכבה.¹⁸⁴ בנסיבות שבהן החברה-המפרה פתחה, באישור בית המשפט, בהליך הבראה, ומימוש הערבות או ההתחייבות לשיפוי יפגע פגיעה של ממש בסיכויי הבראתה, ראוי כי בית המשפט יעכב את מימוש הערבות או ההתחייבות לשיפוי.¹⁸⁵ מצד אחר, יש לזכור כי לא כל מימוש של ערבות או של התחייבות לשיפוי אכן מסכל את מהלך ההבראה. זוהי שאלה עובדתית. שיקולים השייכים לעניין זה הם, בין השאר, גובהה הכספי של הערבות, מספר הנושים בעלי ערבות כאמור התובעים את מימושה ומרכזיות המיזם החוזי לעסקי החברה הכלליים.

184 גישה כאמור בוטאה בהחלטתו של בית המשפט לחדלות פירעון בפלורידה לעכב תשלומים של בנק לפי letter of credits (מכתבי אשראי) לטובת שני נושים של חברה שפתחה בהליך של חדלות פירעון (החלטה זו ניתנה עוד לפי חוק חדלות פירעון הקודם בארצות-הברית). ראו 1 B.R. 284 *In re Twist Cap, Inc.*, 1979 (Bankr. M.D. Fla.). החלטה זו בוקרה בחריפות בספרות, בפוגעה בעקרון העצמאות של מכתבי האשראי, ומרבית בתי המשפט בארצות-הברית סירבו לפסוק באופן דומה. ראו, למשל, 29 B.R. 370 (Bankr. N.D. Ga. 1983); *In re M.J. Sales & Distributing Company, Inc.*, 25 B.R. 608 (Bankr. S.D.N.Y. 1982) Douglas G. Baird, *Standby Letter of Credit in Bankruptcy*, 49 U. CHI. L. REV. 130 (1982); Helen D. Chaitman & Jeff Sovern, *Enjoining Payment on a Letter of Credit in Bankruptcy: A Tempest in a Twist Cap*, 38 BUS. LAW. 21 (1982); Note, *Reconciling Standby Letters of Credit and the Principles of Subrogation in Section 509*, 7 BANK. DEV. J. 227, 239 (1990); Howard N. Gorney, *Enjoining Payment of Letters of Credit Under the Bankruptcy Code: New Concerns for Issuers and Beneficiaries*, 66 AM. BANKR. L.J. 333 (1992) שבהן עיכבו בתי המשפט פירעון של מכתבי אשראי משנכנס החייב להליך הבראה, ראו Wysko *Investment Co. v. Great American Savings Bank*, 131 B.R. 146 (D. Ariz. 1991); *In re Delaware River Stevedores, Inc.*, 129 B.R. 38 (Bankr. ED. Pa. 1991). עם זה, יש להדגיש כי ההחלטות האמורות עסקו כולן במכתבי אשראי אשר שימשו כאמצעי תשלום או כביטחון להתחייבות תשלום של החייב שהפך, בסופו של דבר, לחדל הפירעון. בנסיבות כאמור, השפעת פירעון מכתב האשראי אינה כה מהותית לסיכויי הבראתו של החייב. היא אך ממירה נושה כספי אחד במשנהו. לפיכך, החלטות כאמור חשופות לביקורת. לעומת זאת, הדיון בכתב לעיל עסק בהמרת התחייבויות ביצוע בהתחייבויות כספיות, עקב מימוש הערבות הבנקאית. בכך הוא נבדל מתקדימים אמריקניים אלה.

185 הסמכה רשמית לבית המשפט לעכב הליכים גם נגד אדם אחר שאינו החברה שבהליכי חדלות פירעון מעוגנת בסעיף 30 לחוק חדלות פירעון.

3. עובדים חיוניים – רופאי "הדסה"

12.77 מקרה חשוב שבו התעוררה שאלת הרחבתו של עיכוב ההליכים גם להגנת צד שלישי הוא עניין **המרכז הרפואי "הדסה"**.¹⁸⁶ המרכז הרפואי "הדסה", המשרת את אוכלוסייתה של ירושלים רבתי, נקלע לקשיים כספיים ופתח בהליך הבראה. רופאי "הדסה" בוטחו על ידי המרכז הרפואי לאורך השנים בביטוח אחריות מקצועית. ההסדר של "הדסה" עם חברת הביטוח ביטח את הרופאים רק מפני רשלנות רפואית העולה על 8.9 מיליון ש"ח. המרכז הרפואי "הדסה" כיסה בעצמו, מכספיו, אחריות של הרופאים בסכום כספי נמוך מכך. משנכנס המרכז הרפואי "הדסה" להליך ההבראה, מנע צו הקפאת ההליכים לפי שעה כל ניהול של תביעות נגדה, ובכלל זה תביעות בשל רשלנות רפואית. לנוכח זאת, איימו תובעים אחדים להמשיך את תביעותיהם בשל הרשלנות הרפואית נגד הרופאים עצמם. רופאי "הדסה" נחשפו אפוא באופן אישי לתביעות שאלמלא הליך ההבראה היו מופנות נגד "הדסה". נוסף לכך, בשל מצבה הכספי הרעוע של "הדסה", כל טיפול חדש עלול היה לחשוף את הרופא באופן אישי לתביעה חדשה. מציאות זו הרתיעה את רופאי בית החולים מלהוסיף ולתת שירות רפואי, ובפרט – מלערוך ניתוחים לחולים. כל מאמץ להבראתו של המרכז הרפואי "הדסה" לא יכול היה לצלוח ללא שירות רפואי מקיף ומלא של הצוות הרפואי. לפיכך, לצורך הבטחת קידומו של הליך ההבראה, ביקש המרכז הרפואי "הדסה" מבית המשפט להרחיב את הצו להקפאת ההליכים ולהחילו גם על תביעות שיוגשו נגד רופאי המרכז הרפואי בגין השירותים הרפואיים שהם מספקים. בית המשפט הבהיר בהחלטתו כי הרחבתו של צו הקפאת ההליכים להגנת צדדים שלישיים, שאינם החברה החייבת, אינה הרחבה שגרתית. הרחבה כאמור תיעשה באופן מצומצם וחריג עת הדבר חיוני להבראת החברה. בנסיבות המקרה שלפניו, קיבל בית המשפט את הבקשה, שבלעדיה ספק אם המרכז הרפואי היה ממשיך לתפקד, והרחיב את הקפאת ההליכים גם להגנת רופאי "הדסה".¹⁸⁷

186 פר"ק (מחוזי י-ם) 14554-02-14 בעניין הסתדרות מדיצינית הדסה (בהקפאת הליכים).
 187 שם (פורסם בנבו, מיום י"א אדר התשע"ד, 11.2.2014).

ביטול פעולות שהתקיימו ערב ההליך

א. כללי

13.1 כשנפתח הליך של חדלות פירעון ומתמנה בעל תפקיד, בעל התפקיד בוחן את התנהלות החייב עובר לכניסתו להליך חדלות הפירעון. אם יגלה בעל התפקיד התנהלות בלתי ראויה לפני ההליך, הוא עשוי לתבוע את האחראים לחוסר התקינות שהתגלתה. כך, למשל, בעל התפקיד עשוי להגיש תביעה נגד נושאי משרה, אשר כיהנו בחברה לפני שהחל הליך חדלות פירעונה, בגין הפרה של חובת הזהירות או של חובת האמונים שלהם כלפי החברה.¹ עילות תביעה אלה, ברובן, נטועות היטב בדין הכללי, בין בדיני החברות ובין במשפט האזרחי. ואולם, מלבד עילות התביעה על פי הדין הכללי, דיני חדלות פירעון מקנים עילות תביעה נוספות לטובת קופת החייב. עילות תביעה אלה מתמודדות בעיקרן עם העברת רכוש חד-סטריית מן החייב לידי אישיות אחרת לפני הליך חדלות הפירעון. שתיים הן העילות העומדות לרשות בעל תפקיד לשם התמודדות עם העברות רכוש כאמור. העילה האחת היא **העברת רכוש לידי נושה בעת חדלות פירעון** של החייב. בדין הנוהג מוכרת עילה זו בשם "העדפת נושה". העילה האחרת היא **העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך**. מה בין עילה זו לעילה זו? העברת רכוש לידי נושה – כשמה כן היא. עניינה העברת דבר-מה בעל ערך כלכלי מן החייב לידי נושה שלו עובר להליך חדלות הפירעון. לעומתה, העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך עוסקת בהעברות חד-סטריית מידי החייב לידי אדם אחר, אשר אינו נושה שלו.² חרף נבדלותן, שתי עילות תביעה אלה חולקות מכנה משותף: שתיהן קשורות להעברות רכוש מקופת החייב החוצה, אשר אירעו שעה שהחייב כבר היה חדל פירעון. אכן, בעיניי זהו עיקרו של העניין: עילת התקיפה של העברות רכוש אלה היא עצם העובדה שהן בוצעו עת החייב היה חדל פירעון. כאשר רכוש בעל ערך כלכלי מוצא מידי חייב שעה שהוא כבר הפך לחדל פירעון ורכוש בעל ערך דומה אינו ניתן כנגדו, קופת החייב מתדלדלת. דלדול זה עלול לפגוע ביכולתו של החייב לתפקד כעסק פעיל ובניסיון לשקמו. זאת ועוד, דלדול זה עלול לפגוע בזכויות פירעון של נושים קודמים בעדיפותם, או לכל הפחות שווים בעדיפותם לזכותו של הנעבר כלפי קופת החייב.³ לפיכך, ביטולה של העברת רכוש לידי נושה וביטולה של העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך יוצאים כנגד דלדול הקופה. משבוטלו ההעברות האמורות, שוב הקופה מתמלאת, לאור השבת הרכוש שיצא ממנה.

1 לדוגמאות קלאסיות לתביעות כאמור ראו ע"א 610/94, 1989 בוכבינדר נ' מפרק בנק צפון אמריקה, פ"ד נז(4) 289 (התשמ"ג-2003); ע"א 817/79 קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח(3) 257 (התשמ"ד-1984).

2 רע"א 86/89 עו"ד פריצקי נ' מפרקי גני אביב הנדסה ובנין בע"מ, פ"ד מג(1) 424 (התשמ"ט-1989).

3 דוד האן "העברת ערך לידי נושה והמחאת זכות על-ידי נושה – על העדפת נושים בחדלות פירעון" מחקרי משפט טז 197–227 (התשמ"א).

13.2 הפסיקה והספרות נוהגות לדון בעילות הביטול האמורות במונחים של "ייחוס לאחור".⁴ רצונן לומר: הדין מותח את עצמו לאחור ותופס ברשתו העברות חשודות אשר התרחשו בזמן סמוך לפני הליך חדלות הפירעון. עילות תביעה אלה אכן מותחות את תחולתם של דיני חדלות פירעון לאחור. מתיחה זו לאחור אינה אקראית. לעניות דעתי, מתיחה זו היא הדרך הנכונה להחלתם של דיני חדלות פירעון מן הרגע הראוי לכניסתם לפעולה. אבהיר דברים אלה: ראינו לעיל כי הדין הקיבוצי מתחיל לפעול את פעולתו, הלכה למעשה, משעה שלכד את הנושים עיכוב ההליכים. משניתן צו רשמי לפתיחת הליך מעוכבים נושי החברה ואל להם להוסיף לפעול כלפי החייב ורכושו. עיכוב ההליכים מונע אפוא העברת ערך כלכלי יחידנית מן החייב לטובת אחר. אם הנעבר הוא אדם זר, ההעברה החד-סטריית לידי תיחשב למתנת חנם. אם הוא בעל מניות בחייב, ההעברה החד-סטריית תיחשב לחלוקה של דיבידנד.⁵ אם, לעומת זאת, הנעבר הוא נושה של החייב, ההעברה החד-סטריית לידי תהווה פירעון של החוב או, לפחות, קבלת שעבוד להבטחת החוב. בין כך ובין כך, כשחל עיכוב הליכים, כל העברה כאמור היא אסורה. היא מנוגדת למהלך הקיבוצי וחותרת תחת תכליות היעילות והחלוקה שאותן הוא נועד להגשים. עיכוב ההליכים הוא אולי מזוהר נכון לתחלואי המשטר היחידני ולסכנה מפני דלדול נוסף של קופת חדלות הפירעון, אך זהו מזוהר הפועל את פעולתו מאוחר מדי. במה דברים אמורים? עיכוב הליכים חל רק כשנפתח הליך של חדלות פירעון ובית המשפט מצווה עליו. הליך של חדלות פירעון, ככל הליך משפטי, טעון יוזמה מצד מעוניין כלשהו. ההליך ייפתח ביוזמת החייב או ביוזמת נושיו, אך ודאי לא מאליו. לעומת זאת, המצב הכלכלי של חדלות פירעון חל מאליו. זהו עניין כלכלי, לא משפטי. לא פעולה רשמית של צד מסוים, גם לא הכרזה משפטית, הם שיהפכו את החייב לחדל פירעון. היוזמה של כל הליך של חדלות פירעון היא תגובה משפטית של צד מעוניין על מצב כלכלי אשר החל עוד קודם לכן.⁶ יוזמה כאמור תבוא רק לאחר שצד מעוניין זיהה את המצב הכלכלי שאליו נקלע החייב והחליט כי הגיעה העת להגיב מבחינה משפטית על מצב זה. בין היקלעות החייב לחדלות פירעון (המצב הכלכלי) לבין כניסתו להליך של חדלות פירעון (התגובה המשפטית) תמיד נפער פער זמנים כלשהו. פער זמנים זה עלול להיות רב ועשוי להיות מועט. ברם, בכל מקרה הוא יתקיים. בחיי המעשה, חדלות פירעון והליך של חדלות פירעון אינם באים כאחד. לנוכח פער הזמנים האמור נקל יהיה לבאר את טעמן של עילות הביטול שהוזכרו לעיל. דומני כי המועד הראוי להחלת הדין הקיבוצי הוא המועד שבו בעיה קיבוצית קיימת. בעיה כאמור קיימת מרגע שהחייב הפך לחדל פירעון. בשעה זו משתכללים מאליהם, במלוא עוזם, כל ניגודי העניינים בין הנושים לבין החייב ובין כל נושה לבין יתר הנושים. לפיכך, בעולם משפטי מושלם היה ראוי לעכב הליכים ולמנוע כל פעולת העברה חד-סטריית מן החייב החוצה משעת היקלעותו למצב כלכלי של חדלות פירעון. אולם, העולם המשפטי המציאותי רחוק מלהידמות לעולם העיוני המושלם. כאמור, מן הנמנע הוא להחיל את המערכת הקיבוצית של דיני חדלות הפירעון ואת כללי הפעולה הקבועים בה מעת חדלות הפירעון, מן הטעם הפשוט שבאותה עת

4 שלום לרנר **שעבוד נכסי חברה** 411 (התשנ"ז); ורדה אלשיך וגדעון אורבך **הקפאת הליכים – הלכה למעשה** 301 (מהדורה שנייה, התשע"א).

5 "דיבידנד" מוגדר בסעיף 1 לחוק החברות כ"כל נכס הניתן על ידי החברה לבעל מניה מכוח זכותו כבעל מניה, בין במזומן ובין בכל דרך אחרת, לרבות העברה ללא תמורה שוות ערך ולמעט מניות הטבה".

6 ראו עוד לעיל פרקים שביעי ושמיני.

המצב הכלכלי האמור עודנו נעלם מעיני הצדדים המעוניינים. כל עוד לא איתר איש מן הצדדים המעוניינים את המציאות הכלכלית החדשה שהתרגשה על החייב, וכל עוד לא הגיב איש על מציאות זו, לא יחולו דיני חדלות פירעון. נמצאנו למדים כי דיני חדלות פירעון יגיבו על המציאות הכלכלית ויפעלו את פעולתם באיחור מסוים. עם זה, השאיפה המשפטית היא לצמצם את פער הזמנים בין המציאות הכלכלית לבין התגובה המשפטית עליה. הדרך המציאותית לצמצום פער הזמנים האמור היא להחיל את דין עיכוב ההליכים, לנגזרותיו, בדיעבד – מתחילתה של חדלות הפירעון הכלכלית של החייב. אכן, הדרך המעשית הפתוחה לפני המשפט להחיל את המועד להחלתם של דיני חדלות הפירעון למועד תחילתה של חדלות הפירעון הכלכלית היא באמצעות החלה הנסמכת על החוכמה שלאחר מעשה. בראייה לאחור ניתן לדרוש, לחקור ולאתר את מועד ההיקלעות לחדלות פירעון. ביטול העברות חד-סטטיות שהועברו בפרק זמן שקדם להליך של חדלות הפירעון הוא לא אחר מהפעלת דין עיכוב ההליכים כבר מעת חדלות הפירעון הכלכלית של החייב. לא פחות ולא יותר. זה הגיון של עילות ביטול אלה וזו הצדקתן.⁷

13.3 עיון בכל אחת משתי העילות האמורות אכן מגלה כי יסוד עיקרי בה הוא שהעברת הרכוש מן החייב החוצה נעשתה בעת שהחייב כבר היה חדל פירעון.⁸ לולא חדלות הפירעון, הייתה ההעברה כשרה. דברים אלה כוחם יפה במיוחד בנוגע להעברת רכוש לידי נושה, שהלא "פריעת בעל חוב מצווה".⁹ עם זה, שתי העילות האמורות נבדלות זו מזו בהגדרה המשפטית של חדלות פירעון וביסודות המכוננים שלהן, הנוספים על חדלות הפירעון. להלן תיבחן כל עילה לגופה.

ב. העברת רכוש לידי נושה בעת חדלות פירעון

13.4 עילה זו היא עילה רגישה. כאשר תובעים מנושה אשר, על פניו, גבה את חובו כדת וכדין, להשיב אל הקופה את אשר גבה, הוא חש תחושה מסוימת של חוסר הגינות. וכי את שור מי לקח? הלא את שזכה לו על פי דין הוא גבה. מדוע זה יטרפו אותו עתה מידינו? תחושה זו התעצמה בישראל בשל כינויה של עילת הביטול בעבר "העדפת מרמה". כאשר נושה שנפרע מתויג כנותן ידו לפעולת "מרמה", הוא מתקומם נגד הדרישה ומתבצר עוד יותר בסירובו להשיב. לא רק כספו מונח על כף המאזניים, כי אם גם שמו הטוב. על כן, לא נכון לראות בהעברה זו פעולת מרמה ואין לכנותה כך.

7 לתכליות דיני ביטולן של פעולות שבוצעו טרם פתיחת הליך חדלות הפירעון ראו גם Aurelio Gurrea-Martínez, *The Avoidance of Pre-Bankruptcy Transactions: An Economic and Comparative Approach*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2845101> (September 28, 2016).

8 סעיפים 219, 220 לחוק חדלות פירעון (בעניין העברת רכוש לידי נושה ובעניין העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך, בהתאמה). קדמו להם סעיפים 98, 96 (ב) לפקודת פשיטת הרגל. חריג לכלל זה נקבע בסעיף 96(א) לפקודת פשיטת הרגל שאיפשר ביטול העברות רכוש בלא תמורה שוות ערך, אפילו לא הוכחה בפועל חדלות פירעון של החייב, אם ההעברה בוצעה בשנתיים שלפני מעשה פשיטת הרגל שבגינה הוגשה הבקשה ונפתח הליך פשיטת הרגל. ראו להלן פסקה 13.27.

9 ערכין, כב, ע"א; כתובות, פו, ע"א. השוו פש"ר (מחוזי ת"א) 1149/02, בש"א 2004/03 הנאמן להסדר נושים של ריקמור בע"מ נ' טיבון ויל אחזקות בע"מ (פורסם בבנו, מיום י' אדר התשס"ד, 3.3.2004).

אפילו באנגליה, אשר ממנה ירשנו את עילת הביטול של העברות רכוש לידי נושה, היא מכונה Preference, בלא כל תואר לוואי המכתיים אותה בפעולת מרמה.¹⁰ אכן, ברוב שיטות המשפט היא מכונה כפשוטה "העדפת נושים". ברם, לטעמי, גם שם זה מחטיא מעט את מהות הדין. אף כי שם זה משמיט את תואר הלוואי "מרמה", הוא עודנו ממקד את הדין אך בתוצאה החלוקתית של ההעברה. שם זה אינו מבטא את השפעותיה של ההעברה על שווי קופת החייב ועל הפגיעה ביכולת שיקומו. לפיכך, לעניות דעתי, השם הראוי לעילה זו הוא העברת רכוש לידי נושה בעת חדלות פירעון.

1. החקיקה המנדטורית – בחינה עיונית

(א) יסודות העילה

13.5 עילת הביטול האמורה עוגנה בישראל בסעיף 98 לפקודת פשיטת הרגל. היא חלה אף בפירוק חברה, מכוח מצוותו המפורשת של סעיף 355 לפקודת החברות, ובהבראת חברות לאור הלכת דיוור לעולה.¹¹ וזו הייתה לשונו של סעיף 98(א) לפקודת פשיטת הרגל:

"מי שאינו יכול לפרוע מכספו את חובותיו כשמגיע זמן פירעונם, וכדי לתת עדיפות לנושה פלוני או למי שעבר לחובו או מתוך אילוץ או שידול שלא כדין מצד אותו נושה או מטעמו הוא מעביר נכס או משעבדו, או משלם כסף, או נוטל על עצמו התחייבות, או נוקט הליך משפטי או נכנע לו, לטובת הנושה או נאמנו, ועל סמך בקשת פשיטת רגל שהוגשה תוך שלושה חדשים מיום שעשה כן הוכרז פושט רגל, יראו את מעשהו כמעשה מרמה ויהיה בטל כלפי הנאמן".

לפי הוראה זו, לשם ביסוסה של העדפת נושים בת ביטול נדרש היה להראות כי:

- (א) בעת ההעברה, לא היה החייב מסוגל לפרוע מכספו את התחייבויותיו בהגיע מועד קיומם.
- (ב) ההעברה בוצעה בתוך שלושת החודשים שקדמו להגשת הבקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון.¹²
- (ג) ההעברה בוצעה בכוונה של החייב להעדיף את נושהו, או מתוך אילוץ החייב או שידולו, שלא כדין, על ידי הנושה.

בפסקאות הבאות נבחן בקצרה כל אחד מיסודות אלה.

10 Insolvency Act §239.

11 ע"א 3911/01 כספי נ' נס, רואה-חשבון (הנאמן לנכסי דיוור לעולה בע"מ), פ"ד נו(6) 752 (התשס"ג-2002). לקביעה שלפיה עילה זו אינה פועלת לטובת כונס נכסים לאכיפת שעבוד צף על נכסי החברה, ראו פש"ר (מחוזית"א) 1001/04, בש"א 9554/04 כונס הנכסים של פוסטר מדיה (ישראל) בע"מ נ' שושן ורוד בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ג אלול התשס"ד, 9.9.2004).

12 בהליך פשיטת רגל מדובר בשלושת החודשים שקדמו להגשת בקשה להכריז על החייב כעל פושט רגל (סעיף 98 לפקודת פשיטת הרגל). בהליך לפירוק חברה מדובר בשלושת החודשים שקדמו להגשת הבקשה לפירוק (סעיפים 355 ו-265 לפקודת החברות). בהליך להבראת חברה מדובר בשלושת החודשים שקדמו להגשת בקשה לצו הקפאת הליכים (עניין דיוור לעולה, לעיל ה"ש 11).

(1) חדלות פירעון של החייב

13.6 היקלעותו של החייב למצב הכלכלי של חדלות פירעון היא כאמור יסוד עילת הביטול הנדונה. בשל חדלות הפירעון יש להחיל דין קיבוצי. לשם החלת הדין הקיבוצי נחוצה עילת הביטול. אולם כיצד ייבחן, אפילו בדיעבד, אם החייב הפך לחדל פירעון, אם לאו? סעיף 98 לפקודת פשיטת הרגל השתמש לשם כך במבחן התזרימי.¹³ דבר זה מוכח מלשונו: חוסר יכולתו של החייב לפרוע את התחייבויותיו "כשמגיע זמן פירעונם". לעומת המבחן המאזני, המבחן התזרימי אינו מתמקד ביכולת הפירעון המוחלטת של החייב, כי אם ביכולתו לפרוע בזמן מסוים.¹⁴ בשיטות משפט אחרות, לעומת זאת, מבחן חדלות הפירעון הקובע לצורך דין העדפת נושים הוא המבחן המאזני.¹⁵ איזה מבחן הוא המתאים והנכון? התשובה תלויה בתכלית העומדת ביסוד דין זה. אם התכלית היחידה של דין זה היא תכלית חלוקתית, לשמור על סדר הפירעון בין הנושים, כי אז המבחן המאזני הוא המבחן הראוי בעניין זה.¹⁶ סוף סוף, רק המבחן המאזני מעמת בין סך כל משאבי החייב אשר ישמשו לפירעון החובות לבין סך כל החובות הטעונים פירעון. ואולם, אם תכלית הדין היא גם לשמור על קופת החייב, כדי שיהיה אפשר לשקם את עסקיו ולהשיא את ערכם, כי אז יש מקום למנוע אף העברה אשר יש בה כדי לפגוע בנזילות הקופה. ערעור נוסף של הנזילות של קופת חייב הנתון בקשיים כספיים פוגע באפשרות להשיא את ערך עסקיו. לשיטתי, עילות הביטול נועדו ליישם בדיעבד את הדין הקיבוצי מעת שבשלה השעה להחלתו. בפרק שביעי לעיל המלצתי לקבל הן את המבחן המאזני והן את המבחן התזרימי כמבחני חדלות פירעון ראויים לשם פתיחת הליך של חדלות פירעון.¹⁷ בהיות עילות הביטול אמצעי להחלת הדין הקיבוצי בדיעבד יהיה נכון אפוא, לעניות דעתי, להחילן על פי כל אחד משני המבחנים כאמור.¹⁸

- 13 על המבחנים השונים להגדרתה של חדלות פירעון ראו לעיל פסקאות 4.3–4.6.
- 14 שם.
- 15 ראו, למשל, Bankruptcy Code §§101(32), 547(b)(3). לעומתו, החוק האנגלי מקבל הן את המבחן המאזני והן את המבחן התזרימי כמבחנים ישימים לקביעת חדלות פירעון לצורך ביטול העברת רכוש לנושה כהעדפה פסולה. ראו Cork Report §1557–1558. Cork Report ¶¶ 1557–1558. אולם, כאמור בהערה משתמש, בהקשר של העדפת נושים, במבחן התזרימי. ראו Insolvency Act, 2006 § 195(1)(a) (באשר לפשיטות רגל של יחידים); Companies Act 1993 §292(2)(a) (באשר להליכי חדלות פירעון של חברות). זו הייתה גישתה של ועדת Cork באנגליה. ראו Cork Report ¶¶ 1557–1558. אולם, כאמור בהערה הקודמת, גישה זו לא התקבלה בסופו של דבר על ידי המחוקק האנגלי.
- 17 ראו לעיל פסקאות 7.28–7.31. ודוקו, אחד הטעמים לאי-הסתפקותי שם במבחן המאזני הוא הקושי המעשי להוכיחו. קושי זה קיים לא רק בשעת פתיחת ההליך, אלא אף בהמשכו כשבעל התפקיד בא לבטל בדיעבד את העברת הרכוש לידי הנושה. העובדה שהבחינה של חדלות הפירעון היא בראייה לאחור אמנם מקלה באופן יחסי את הוכחתה. ברם, ההצבעה המדויקת על מצבה המאזני של כל אישיות משפטית בכל רגע נתון קשה אפילו בדיעבד. לפיכך, קושי ראייתי זה מבסס גם את הצורך לאמץ את המבחן התזרימי כיסוד ראוי להוכחתה של חדלות פירעון לצורך ביטול העברה לנושה. יש גם לזכור כי הקושי הראייתי הוא אך טעם אחד מבין טעמים אחרים לאימוצו של המבחן התזרימי כמבחן ראוי לפתיחת הליך של חדלות פירעון.
- 18 קיימת טענה בבחינת עילות ביטול של פעולות שאירעו טרם פתיחת הליך חדלות הפירעון בתי המשפט סובלים מהטיה מובנית המשכנעת אותם כי כבר בשעת הפעולה היה החייב חדל פירעון, הגם שזהו יסוד נסיבתי הטעון ראייה. להמלצה לתיקון הטיה זו באמצעות שימוש במכשירים פיננסיים שוקיים דוגמת ה-credit default swaps (CDS), Michael Simkovic & Benjamin Kaminetzky, *Leveraged Buyout*.

(2) מבחן שלושת החודשים

13.7 לצד יסוד חדלות הפירעון של החייב בשעת העברת הרכוש לידי הנושה, דרש הדין להראות כי ההעברה בוצעה בתוך שלושת החודשים הסמוכים לפני הגשת הבקשה שבעקבותיה נפתח הליך חדלות הפירעון.¹⁹ על פניו, יסוד זה תמוה. מה מוסיף יסוד זה שאין ביסוד חדלות הפירעון? הרי אם החייב היה חדל פירעון עוד לפני שלושת החודשים האמורים, ראוי להחיל את הדין הקיבוצי בדיעבד גם על תקופה זו. אם, לעומת זאת, יוברר בדיעבד שהחייב לא היה חדל פירעון אלא יום אחד בלבד לפני הבקשה לפתיחת הליך חדלות הפירעון, כי אז לפי היסוד הראשון לא יהיה אפשר להחיל את הדין הקיבוצי לאחור כי אם מהלך של יממה אחת בלבד. הסבר אפשרי אחד לקציבת שלושת החודשים הוא שניסיון החיים לימד את המחוקק שתקופה זו היא פרק הזמן הממוצע החולף מאז נקלע חייב למצב של חדלות פירעון ועד שצד מעוניין מזהה את המצב הכלכלי ומגיב עליו. המחוקק קצב אפוא את תקופת הביטול של העברות לידי נושה לפי ניסיון חיים זה. הסבר זה אינו משכנע. אם בעל התפקיד נדרש ממילא להוכיח כי החייב היה חדל פירעון בעת ההעברה שאותה הוא תוקף, אזי אין כל תועלת בקציבת שלושת החודשים האמורים. הסבר אחר הוא ששלושת החודשים עשויים למלא תפקיד ראייתי. תפקיד כאמור בא לידי ביטוי בחוק האמריקני. אף בארצות-הברית קובע החוק כי ניתן לבטל העברת רכוש לידי נושה אם היא בוצעה בשעה שהחייב היה חדל פירעון ובתוך 90 הימים שקדמו להגשת המסמכים הפותחים את הליך חדלות הפירעון.²⁰ ברם, החוק שם מוסיף וקובע חזקה כי כל העברה שבוצעה בתוך 90 הימים האמורים בוצעה בשעה שהחייב היה חדל פירעון.²¹ אכן, אף בישראל ניתן לזהות בפסיקה מגמה פרשנית דומה. אף כי נטל השכנוע בעניין חדלות הפירעון של החייב מוטל על כתפי הטוען לבטלות ההעברה, כלומר מוטל על בעל התפקיד, נוטים בתי המשפט לקבל את יסוד שלושת החודשים כשלעצמו כרכיב ראייתי של ממש להרמת הנטל האמור.²² גם הסבר זה אינו משכנע כל צורכו. לו שלושת החודשים היו ממלאים תפקיד ראייתי בלבד, עדיין היה ניתן לתקוף העברה לנושה ולבטלה אפילו בוצעה במועד מוקדם יותר משלושת החודשים האמורים. אמנם ייתכן שלשם כך היה מוטל על

Bankruptcies, the Problem of Hindsight Bias, and the Credit Default Swap Solution, 2011 COLUM. BUS. L. REV. 118 (2011).

19 באנגליה ובאוסטרליה ניתן לתקוף העברות לנושה שבוצעו בתוך ששת החודשים שקדמו לפתיחת הליך של חדלות הפירעון. ראו *Insolvency Act §§239(2), 240(1)(b)* (אנגליה); *Corporations Act 2001 §588FE(2)(b)(i)* (אוסטרליה). בניו-זילנד פרק הזמן שבו העברות לידי נושה חשופות לתקיפה הוא שנתיים לפני הגשת הבקשה הפותחת את הליך חדלות הפירעון. ראו *Insolvency Act 2006 §194* (באשר לפשיטות רגל של יחידים); *Companies Act 1993 §292(5)* (באשר להליכי חדלות פירעון של חברות). סעיף 28 להצעת חוק לתיקון פקודת פשיטת הרגל, התשמ"א-1981, הציג להרחיב את פרק הזמן לתקיפת העדפות בישראל לשישה חודשים. ברם, הרחבה זו לא נחקקה בסופו של דבר בפקודת פשיטת הרגל.

20 *Bankruptcy Code §547(b)(3), (4)(A)*. בארצות-הברית, הגשת טופס הבקשה להתחיל בהליך של חדלות פירעון כשלעצמה פותחת את ההליך ומפעילה את עיכוב ההליכים – שם, §§301, 303(b), 362(a).
 21 שם, §547(f).
 22 ראו, למשל, עניין **דיוור לעולה**, לעיל ה"ש 12. מנגד, ישנה פסיקה המדגישה כי סמיכות הזמנים אין בה כשלעצמה כדי להוות ראיה חותכת לקיומה של העדפת נושים פסולה, ולשם כך יש צורך בדבר-מה נוסף. ראו עניין **ריקמור**, לעיל ה"ש 9.

בעל התפקיד נטל ראייתי כבד יותר, אך עדיין לא היה ננעל השער בעדו. דא עקא, לפי החוק אצלנו ובארצות נוספות, שלושת החודשים מהווים חסם מהותי. הם מונעים בעד בעל התפקיד מלתקוף העברות מוקדמות יותר לידי נושה. אפילו יוכיח בעל התפקיד באותות ובמופתים כי החייב היה חדל פירעון עוד קודם לכן, הוא לא יזכה בתביעתו נגד הנושה. בכגון דא, אין משגיחין באותות ובמופתים. אין זאת אלא ששלושת החודשים ממלאים תפקיד נוסף, מהותי, מלבד משקלם הראייתי.

13.8 התפקיד המהותי של מגבלת שלושת החודשים הוא, לעניות דעתי, לאזן בין הגשמת תכליותיהם של דיני חדלות הפירעון, מחד גיסא, לבין ההגנה על ציפיותו הכשרה של הנושה לפירעון סופי, מאידך גיסא.²³ אכן, נושה שהחוב כלפיו נפרע, או נושה המקבל שעבוד להבטחת פירעונו של החוב, אינו מקבל זאת מן החייב חינום. פירעון החוב או מתן השעבוד נעשים בעקבות עסקה קודמת שנעשתה בין הצדדים, בדרך של הלוואה מן הנושה אל החייב. לפיכך, יש לנושה ציפייה, המוגנת כזכות משפטית, לקבל תשלום מן החייב. הגשמתה של זכות זו דורשת, לטעמי, גם הגנה מסוימת על הנושה משפרע לו החייב את החוב או שעבד נכס להבטחת הפירעון. אין זה ראוי שהנושה ייאלץ להמתין פרק זמן בלתי מוגבל עד אשר יוכל לדעת אל-נכון אם פירעון זה או שעבוד זה תקף באופן סופי. מכיוון שביטול ההעברה לידי הנושה פועלת את פעולתה בדיעבד, הרי שבשעת מעשה, ואף לאחריו, הרכוש המועבר לידי הנושה תלוי על בלימה. הנושה לא יוכל ליהנות ממנו מבחינה כלכלית לפי שעה, שמא ידרש להשיבו לקופת החייב. את חוסר הוודאות האמור, מנת חלקו של הנושה, יש לקצוב ולתחום. תקופת שלושת החודשים באה לתחום את ההמתנה שממתין הנושה ולהגן עליו. החוק קובע כי אם שולם התשלום לנושה, או נוצר השעבוד לטובתו, עד שלושה חודשים לאחר מיום הגשת הבקשה לפתיחתו של הליך חדלות הפירעון, ייתכן שהתשלום או השעבוד ייטרף מידי, לנוכח חדלות הפירעון של החייב באותה עת. לעומת זאת, העברה אשר בוצעה קודם לכן היא מוגנת מפני תקיפה אפילו היה החייב חדל פירעון באותה עת. היא מוגנת גם אם מתברר בדיעבד כי היא לא הייתה "ראויה" וכי היה נכון כבר אז לפעול באופן קיבוצי בנוגע לרכושו של החייב. ברם, זהו האיזון שהחוק קובע בין השאיפה להחלת הדין הקיבוצי בדיעבד, לבין ההגנה על נושה אשר נפרע טרם שהוברר במובהק כי החייב היה כבר חדל פירעון באותה שעה.

13.9 לכלל בדבר שלושת החודשים קיימים חריגים בדין המנדטורי שחל בישראל טרם חוק חדלות פירעון, בארצות-הברית ובאנגליה. בישראל, החריג היה ששעבוד צף להבטחת חוב ישן של חברה, שנוצר בעת חדלות פירעון של החברה ובששת החודשים שקדמו להגשתה של בקשת פירוק נגדה, ניתן לביטול.²⁴ בארצות-הברית, החריג הוא שהעברת רכוש לידי נושה שהוא איש פנים (insider), בשעה שהחייב היה חדל פירעון, ניתנת לביטול אם היא הועברה בתוך שנה לפני פתיחתו של הליך חדלות

23 לרנר, לעיל ה"ש 4, בעמ' 419.

24 סעיף 359 לפקודת החברות. הסעיף המקביל באנגליה הרחיב את פרק הזמן שבו שעבוד צף חדש חשוף לתקיפה כאמור ל-12 חודשים. Insolvency Act §245(3)(b).

הפירעון.²⁵ אף באנגליה הרחיבו את פרק הזמן שבמהלכו ניתן לתקוף העברת רכוש לידי נושה והעמידוהו על שנתיים לפני הגשת הבקשה לפתיחת הליך חדלות הפירעון, כאשר הנושה-המקבל הוא "a person who is connected with the company"²⁶. לעניות דעתי, חריג כאמור באנגליה ובארצות-הברית מחזק את ההבנה כי קציבת פרק זמן, אשר במהלכו בלבד ניתן לבטל העברות רכוש לידי נושה, נועדה לאזן בין החלת דיני חדלות הפירעון לבין ההגנה על ציפיותיו הכשרות של הנושה. כאשר מדובר בנושה, אשר יש רגליים להנחה כי היה יכול ללמוד על דבר חדלות הפירעון של החייב מוקדם מן היתר, כי אז יש להטות את האיזון האמור נגדו. נושה כאמור אינו ראוי להגנה על סופיות פירעונו אפילו בוצע הפירעון יותר משלושה חודשים לפני הבקשה לפתיחתם של הליך חדלות הפירעון. שהרי, ככלות הכול, אף בתקופה שקדמה לשלושת החודשים האמורים היה החייב חדל פירעון. נושה הנמצא בעמדה המאפשרת לו ללמוד על חדלות הפירעון של החייב בשלב מוקדם יחסית, נכון יהיה להחמיר עמו ולקצוב את ההחלה לאחור של דיני חדלות פירעון כלפיו לתקופה ארוכה יותר. זאת ועוד, יש לחשוש שמא נושה כאמור, הקשור להנהלת החברה, יגרום להנהלה לעכב בודעין את הפנייה לבית המשפט לפתוח בהליך חדלות הפירעון בעניינה עד אשר יחלוף המועד הקבוע בחוק לתקיפה אפשרית של העברת הרכוש אליו. לפיכך, ראוי להרחיב במידה ניכרת את תקופת ההחלה לאחור בענייניו.

לעומת זאת, הוראת ההרחבה של פרק הזמן לתקיפת שעבוד צף שנוצר בעת חדלות פירעון להבטחת חוב ישן היא לדעתי נטולת כל היגיון ופשר כלכליים. חריג זה הוסבר באנגליה בכך ששעבוד צף חל גם על נכסים עתידיים (ביחס ליום יצירתו). יצירת שעבוד כאמור בעת שהחברה היא כבר חדלת פירעון, בלא קבלת דבר-מה בעל ערך כלכלי חדש כנגדו, תסייע לחברה לסחור בנכסים חדשים שלה תוך ניפוח שווי הבטוחה לנושה המובטח, על חשבון יתר נושה.²⁷ לטעמי, הנמקה זו אינה משכנעת. אין בה כדי להצדיק את ההבדל בעמדת החוק כלפי שעבודים קבועים שנוצרו להבטחת חובות ישנים בהשוואה לשעבודים צפים שנוצרו למטרה זו. בעיניי, כאמור, מוקד החשד שיש להתמקד בו הוא מידת קרבתו של הנושה המקבל אל חדל הפירעון, ולא אופן הדאגה הכלכלית לאותו נושה. ואמנם, מה לי אם אותו נושה ייפרע במזומן, יובטח בשעבוד קבוע או בשעבוד צף? בכל אחד ממקרים אלה עולה אותו חשד. לדאגה בלעדית לענייניו של אותו נושה על חשבון הגשמת הערכים הקיבוציים של דיני חדלות הפירעון. לפיכך, טוב עשה חוק חדלות פירעון שהוציאה מספר החוקים בישראל.²⁸

25 Bankruptcy Code §547(b)(4)(B). המונח "insider" מוגדר כ- "director of the debtor; officer of the debtor; person in control of the debtor; partnership in which the debtor is a general partner; general partner of the debtor or relative of a general partner, director, officer or person in control of the debtor" – שם, §101(31)(B). הארכת הזמן לתקיפה עד שנה לפני פתיחת ההליך, כאשר מדובר בהעברה לידי נושה שקשור לחייב ("transfer... in favour of a person related to the insolvent person"), נוהגת גם בקנדה. ראו §96 Bankruptcy and Insolvency Act.

26 Insolvency Act §240(1)(a). הרחבת זמן מקבילה קבועה בנוגע לסמכות בעל התפקיד לתקוף ולבטל שעבוד צף שנוצר לשם הבטחת חוב ישן, בעת שהחברה הייתה חדלת פירעון. ראו שם, §245(3)(a).

27 Cork Report ¶ 1553.

28 לביקורת דומה ראו לרנר, לעיל ה"ש 4, בעמ' 410, 421.

(3) כוונת העדפה או אילוץ העברה

13.10 הדין בישראל דרש כי יתקיים יסוד שלישי טרם שתיחשב העברה לידי נושה לבת ביטול. יסוד זה התמקד באופן התנהגותו של אחד הצדדים להעברה. על התוקף את ההעברה היה להראות כי החייב העביר רכוש לנושה בכוונה להעדיפו על פני נושים אחרים. לחלופין, ניתן היה להראות כי הנושה אילץ את החייב או שידל אותו להעביר לו את הרכוש. בתחילה, כלל סעיף 98 לפקודת פשיטת הרגל רק את החלופה הראשונה. כלומר, נדרשה הוכחת כוונתו של החייב להעדיף את הנושה. במציאות, התברר כי בעלי תפקיד מתקשים ביותר להוכיח כוונה אישית כאמור של חייבים. חייבים פשוט הכחישו את קיומה של כוונה כאמור מצדם. "נהפוך הוא", הייתה טענתם: הם לא רצו כלל להעביר רכוש לידי הנושה, אך נאלצו לעשות כן מחמת אילוץ מצדו של האחרון. לפיכך, למען לא תהפוך עילת ביטול זו לאות מתה בספר החוקים, תוקן סעיף 98 לפקודת פשיטת הרגל בשנת התשמ"ג והוספה לו החלופה בדבר אילוץ או שידול שלא כדין מצד הנושה.²⁹

13.11 יסוד התנהגותי כאמור אינו נדרש בכל שיטות המשפט. כך, למשל, במשפט האמריקני, העברת רכוש לידי נושה תהיה בת ביטול אם היא התקיימה שעה שהלה היה חדל פירעון ובתוך התקופה של שלושת החודשים (או שנה, במקרה של איש פנים).³⁰ המבחן שם הוא מבחן תוצאתי, והוא אינו תלוי באופן התנהגותם של הצדדים לפעולת ההעברה ובמצבם הנפשי.³¹ ואמנם, לוי הייתה ננקטת גישת "ייקוב הדין את ההר", ראוייה הייתה כל העברת רכוש לידי נושה בשעה שהחייב חדל פירעון להיבטל, בהיותה פעולה יחידנית החותרת תחת הקיבוציות הנדרשת בעת כזו. המצב התודעתי של הצדדים להעברה אינו מעלה ואינו מוריד בעניין זה. אפילו כאשר החייב פורע לנושה בתום לב, בבקשו לסלק חיוב שהגיע מועד פירעונו, יש בכך בעיה עקרונית. ברם, הדין מתפשר ומאזן בין קטבים מנוגדים. בקוטב אחד ניצבת המדיניות המבקשת להחליף את הפעולה היחידנית במערכת קיבוצית. בקוטב אחר, ניצב הרצון להגן על הסתמכותו של הנושה ועל סופיות הפירעון כלפיו מפני תקיפות הבאות לעולם כחכמה לאחר מעשה. לפיכך, כל שיטת משפט מאזנת בין קטבים אלה, במידה משתנה. אפילו המבחן

29 החוק לתיקון פקודת פשיטת הרגל, התשמ"ג-1983. ראו עוד לרנר, לעיל ה"ש 4, בעמ' 434; צפורה כהן **פירוק חברות** כרך א 496 (מהדורה שנייה, התשע"ו).

30 החוק האמריקני מורה עוד כי העברה כאמור לידי נושה היא בת ביטול רק אם בעקבות ההעברה האמורה יזכה הנושה להיפרע מן החייב יותר מכפי שהיה נפרע לו המתין לפירעון בהליך רשמי של חדלות פירעון בעניינו של החייב – Bankruptcy Code §547(b)(5). דרישה זו מתיישבת אך עם התכלית החלוקתית של דיני חדלות פירעון בכלל, ושל דיני עיכוב הליכים בפרט, אולם היא מחמיצה את תכלית שימור הערך הכלכלי של החייב והשאתו. כאשר עיכוב הליכים מעכב אף נושים מובטחים, כבהרואה בישראל או בכל הליך של חדלות פירעון בארצות-הברית, ראוי לקבוע בהתאמה כי אף העברת רכוש לידי נושה מובטח בשעה שהחייב היה חדל פירעון ניתנת לביטול מכוח עילת העברת הרכוש לידי נושה. ראו גם ת"א (מחוזי ת"א) 2191/91, המ' 15677/91 **המנהל המיוחד של חברת סאבי לייז בע"מ (בפירוק) נ' רחמני ושות' בע"מ** (פורסם בנבו, מיום י"ג כסלו התשנ"ג, 8.12.1992).

31 כך גם בניו-זילנד ובאוסטרליה. ראו Insolvency Act 2006 §195(1)(b) (באשר לפשיטות רגל של יחידים); Companies Act 1993 §292(2)(b) (באשר להליכי חדלות פירעון של חברות) (ניו-זילנד); Corporations Act 2001 §588FA(1)(b) (אוסטרליה).

התוצאתי האמריקני מתחשב ברצון שלא לפגוע בסופיות התשלום לנושים.³² על כן, קובע החוק שם כי העברת רכוש לידי נושה במהלך העסקים הרגיל בינו לבין החייב, לא תבוטל אף אם היה החייב חדל פירעון באותה שעה.³³ לפיכך, תשלום שוטף של משכורות לעובדים בתקופה שבה המעביד הוא חדל פירעון, למשל, לא יבוטל. גם תשלום שוטף בעד סחורות המסופקות לחייב על ידי ספק באותה שעה ייחשב לתשלום כשר וחסין מפני תקיפה.³⁴

13.12 כל דין תר אחר נקודת האיזון הראויה בעיניו בין הצורך לבטל בדיעבד העברות לנושה, שבוצעו בעת חדלות פירעון של החייב, לבין הרצון להגן על ציפיותו של הנושה לזכות בפירעון סופי של חובו. לאור זאת, נשוב ונעיין בדין בישראל. לפי דין זה, כאמור, לשם ביטול ההעברה לידי הנושה יש להראות כי החייב התכוון להעדיף את הנושה, או כי הנושה אילצו או שידלו להעביר את הרכוש לידי. לעניות דעתי, כוונותיו של החייב והלוך רוחו אינם ממין העניין כלל ועיקר.³⁵ השאלה אם החייב חפץ בתוצאה של ההעברה אם לאו אינה שאלה היורדת לשורשו של דין הביטול. האיזון האמור אינו קשור להלוך רוחו של החייב. חייב מעביר רכוש לידי נושהו, בין מרצון ובין שלא מרצון, שכן הוא מחויב בתשלום כלפיו. עיקר עניינו של האיזון הוא דווקא הלוך רוחו של הנושה ומודעותו לחדלות הפירעון של החייב בעת ההעברה לידי.³⁶ כאשר ידע הנושה, או היה עליו לדעת, על דבר חדלות הפירעון של החייב, ראוי לטרוף מידי בדיעבד את אשר הועבר אליו באותה שעה. אם, לעומת זאת, הנושה לא ידע ולא היה עליו לדעת על חדלות הפירעון של החייב בעת ההעברה, יוגן הנושה ולא ייטרף מידי דבר. ודוק, לא אופן גבייתו של הנושה הוא אשר יקבע אם ההעברה לידי בת ביטול היא, אם לאו. השאלה אינה אם הנושה הפעיל לחץ בלתי ראוי או בלתי הגון על החייב.³⁷ ביטול ההעברה אינו סעד אשר נועד לאלף נושים

Charles J. Tabb, *The Brave New World of Bankruptcy Preferences*, 13 AM. BANKR. INST. L. REV. 425 (2005) 32

Bankruptcy Code §547(c)(2); *In re Tolona Pizza Products Corp.*, 3 F.3d 1029, 1031 (7th Cir. 1993); *Clark v. Balcor Real Estate Finance, Inc. (In re Meridith Hoffman Partners)*, 12 F.3d 1549, 1553 (10th Cir. 1993); *Logan v. Basic Distrib. Corp. (In re Fred Hawes Org., Inc.)*, 957 F.2d 239, 243–244 (6th Cir. 1992) 33

לעומת זאת, סילוק חיובי הספקה ישנים, לצד התשלום השוטף, עלול להיחשב להעברה בת ביטול. ראו עניין **ריקמור**, לעיל ה"ש 9. 34

אכן, החוקים הדורשים את כוונת ההעדפה של החייב משקפים מדיניות המבקשת להרתיע חייבים מפני העדפת נושה מסוים על פני האחרים. ברם, כאמור לשיטתי, בחירתו של החייב בנסיבות האמורות אינה כה חופשית. היא נובעת בעיקר מן הלחץ שלחצו הנושה. לביקורת דומה על הססנותו של המחוקק הקנדי אם לזנוח את יסוד כוונת ההעדפה של החייב, ראו Anthony Duggan & Thomas G.W. Telfer, *Canadian Preference Law Reform*, 42 TEX. INT'L L.J. 661 (2007) 35

האן, לעיל ה"ש 3, בעמ' 210–219. 36

ת"א (מחוזי ת"א) 94/91, המ' 7215/91 **הנאמן בפשיטת-רגל של ישראלה קושניר נ' קושניר** (פורסם בנבו, מיום כ"ב תמוז התשנ"ב, 23.7.1992) ("לשם הוכחת אילוץ, אין הנאמן נדרש להוכיח שהחייבת התקשרה בהסכם עקב הפעלת כוח או איום מצד המשיב... את הביטוי 'אילוץ', כפי שהוא מופיע בסעיף 98 לפקודת פשיטת הרגל, יש לפרש בצורה רחבה יותר מהביטוי 'כפיה', המופיע בחוק החוזים... לידי 'אילוץ' כולל כל צורה של השפעה בלתי-הוגנת, פיזית או פסיכולוגית. על בית המשפט לבחון את מכלול הראיות, הישירות והנסיבות, ובכללן הנסיבות האופפות את עריכת ההסכם והתמורה שניתנה בגינו, והמידע המצוי בידי המשיב על מצב חובותיו הכולל של פושט הרגל"). 37

לגבות מחייביהם בנימוס. לא תורת תום לב יש כאן.³⁸ עילת ביטול זו נועדה להגן על קופת החייב, להשיא את ערכה ולדאוג לזכויות הפירעון של יתר הנושים.³⁹ לפיכך, **מודעות הנושה** לחדלות הפירעון של החייב היא, לטעמי, העומדת במוקד הבחינה, ולא דרכי הגבייה שלו. אמנם, ייתכן בהחלט שבעל תפקיד מצוי יתקשה להוכיח את מודעותו בפועל של נושה לחדלות הפירעון של החייב בשעת העברת הרכוש. ברם, על קושי כאמור ניתן להתגבר באמצעות קביעתן של חזקות ראייתיות מציאותיות. כך, למשל, ניתן לקבוע, כבארצות-הברית, חזקה שכל רכוש שהועבר לידי נושה במהלך שלושת החודשים שקדמו להגשת הבקשה שהביאה לידי פתיחת הליך חדלות הפירעון, הועבר בשעה שהחייב היה חדל פירעון. את החזקה האמורה ניתן להאריך לאחור, כאשר הנושה שנהנה מן ההעברה הוא נושה הנגיש מקרוב למידע על אודות מצבו הכלכלי של החייב, כגון איש פנים בחברה.

(ב) יסודותיה של עילת הביטול – מצטברים או חלופיים?

13.13 עניין אחרון לענות בו בסוגיה זו הוא השאלה אם ראוי לדרוש את קיומם המצטבר של שני היסודות האחרונים שנדונו כתנאי לביטול העברה לידי נושה. כלומר, הידרוש בעל תפקיד להוכיח הן כי ההעברה בוצעה בתקופת זמן קצובה, כגון שלושת החודשים האמורים, והן את מודעותו של הנושה לחדלות הפירעון של החייב? לעניות דעתי, אין מקום לדרוש את הצטברות שתי הדרישות האמורות כדרישות מהותיות. מבחינת המשפט המהותי, די במילוי אחת משתי דרישות אלה. טעמם של הדברים הוא ששתי דרישות אלה משרתות אותה התכלית בדיוק. כפי שהראה הדיון לעיל, כל אחת מדרישות אלה נועדה לאזן בין השאיפה להחיל את הדין הקיבוצי מתחילת חדלות הפירעון הכלכלית של החייב לבין הרצון להגן על התשלום לנושה, אשר נפרע טרם שהוברר אל-נכון כי אכן החייב כבר הפך לחדל פירעון, ולהופכו לסופי. הדרישה למודעותו של הנושה לחדלות הפירעון מאזנת בלוכדה נושה המודע לחדלות הפירעון של החייב בשעת ההעברה לידי, ובחלצה נושה תם לב, אשר לא היה מודע למצבו זה של החייב.⁴⁰ הצבת שלושת החודשים כמגבלת זמן מהותית, אשר לאחריה לא ניתן לטרוף עוד מידי

38 מטעם זה, אני חולק, בכל הכבוד, על גישתו של בית המשפט העליון בע"א 4548/91 **משקי עמק הירדן, אגודה מרכזית קלאית שיתופית בע"מ נ' הספקה, חברה מרכזית לחקלאים בע"מ (בפירוק)**, פ"ד נג(4) 8 (התשנ"ט-1999). בפסק דין זה קבע בית המשפט העליון כי גבייה של נושה באמצעות רשויות ההוצאה לפועל אינה ניתנת לביטול כהעדפת נושה, שכן גבייה כאמור לא תיחשב ל"אילוץ או שידול שלא כדין". אכן, לגישתי, שלפיה ביטול העברת רכוש לידי נושה אמור להקביל לדין עיכוב הליכים ולהשלימו, כשם שעיכוב הליכים מונע המשך גבייה באמצעות ההוצאה לפועל, כך גבייה כאמור – עובר לפתיחת הליך של חדלות הפירעון – צריך שתהא חשופה לביטול. גישתי האמורה היא גם גישתם של המחוקק האנגלי ושל המחוקק האוסטרלי – ראו *Insolvency Act §239(7)* (אנגליה); *Corporations Act 2001 §588FA(1)* (אוסטרליה).

39 השו"פ פ"ר (מחוזי חי') 486/03, בש"א 3772/06 בעניין **פשיטת הרגל של יואב קוטלר** (פורסם בנבו, מיום כ"ד תמוז התשס"ד, 10.7.2007) (העברת הרכוש לידי בת זוג על פי הסכם ממון שאושר על ידי בית משפחה לענייני משפחה נתונה אף היא לביטול על פי דיני חדלות פירעון כ"הענקה" (או בלשונונו: העברה בלא תמורה שוות ערך). זאת, שכן בית המשפט לענייני משפחה בוחן את הסכמתם החופשית של הצדדים להסכם, אך אינו שוקל את השפעות ההסכם על נושים של בן הזוג חדל הפירעון). ראו עוד פ"ר (מחוזי ת"א) 1617/01, בש"א 12695/02 **הנאמן על עובון המנוח קליש ז"ל נ' קליש** (פורסם בנבו, מיום כ"ד אדר א' התשס"ג, 26.2.2003).

40 לעיל פסקה 13.12.

של נושה, אף היא מאזנת בין הרצון להחיל את הדין הקיבוצי מתחילת חדלות הפירעון הכלכלית לבין הרצון להגן על הנושה שנפרע טרם שהוברר לאשורו המצב הכלכלי של החייב.⁴¹ לפיכך, אין כל טעם בדרישת שני יסודות אלה, כדין מהותי, במצטבר. יסודות אלה הם חלופיים. לעומת זאת, הגיוני להציב את הדרישה למודעותו של הנושה לחדלות הפירעון של החייב כדרישה מהותית ולצרף אליה את דרישת שלושת החודשים כחזקה ראייתית גרידא בדבר עצם חדלות הפירעון של החייב. רצוני לומר, בעל תפקיד התוקף העברה לנושה, שהתקיימה בשלושת החודשים האחרונים שקדמו לפתיחתו של הליך חדלות הפירעון, ייחנה מחזקה ראייתית שלפיה החייב היה חדל פירעון בעת ההעברה.⁴² אם יבקש בעל התפקיד לתקוף העברת רכוש לידי נושה שהועברה לפני שלושת החודשים האמורים, הוא עדיין יוכל לעשות כן. ברם, יהיה על בעל התפקיד במקרה כזה להוכיח כי החייב היה חדל פירעון בעת ההעברה. באשר לתקופה מוקדמת זו, לא תעמוד לרשותו החזקה הראייתית בעניין חדלות הפירעון של החייב. בין כך ובין כך, ההעברה לא תהיה כת ביטול אם לא הוכח שהנושה היה מודע לחדלות הפירעון של החייב בעת ההעברה.

(ג) העברת רכוש לנושה מידי צד שלישי

13.14 נושה עשוי ליהנות מהעברות רכוש לידי, לשפר את שיעור פירעונו ולגרוע, בהתאמה, משיעור הפירעון לנושים אחרים של החייב, אפילו כאשר מקור העברת הרכוש אינו החייב עצמו. הרכוש עשוי לעבור לידי הנושה מידי נושה אחר של החייב, או מידי חייבו של החייב. כך, למשל, נניח כי לחייב חדל הפירעון יש שלושה נושים: ראובן, שמעון ולוי. נניח עוד כי לכל אחד מן השלושה חב החייב 100. נניח עוד כי הנכס היחיד שנותר בבעלות החייב משועבד לראובן להבטחת כל חוב שהחייב חב כלפיו. שווי הנכס הוא 200. שמעון ולוי הם נושים לא-מובטחים של החייב. בעת חדלות הפירעון של החייב, ולפני הגשת בקשה לפתיחת הליך רשמי של חדלות פירעון, עלול שמעון לשפר את שיעור פירעונו באמצעות תיאום מהלכיו עם ראובן וחלוקת השלל ביניהם, על חשבון לוי. לשם כך ימחה שמעון לראובן את זכותו כלפי החייב. משהומחתה זכותו של שמעון לראובן, הרי שלפי הסכם ההלוואה והשעבוד שבין ראובן לחייב, אף זכות זו מובטחת בשעבוד לטובת ראובן. כעת, צא ולמד: זכותו של שמעון הומחתה בשעה שהחייב היה חדל פירעון ושמעון היה ער לכך. אלמלא המחאת הזכות היו הנושים נפרעים כדלקמן: ראובן היה נפרע תחילה, בהיותו נושה מובטח, במלוא שיעור החוב. אחריו היו נפרעים שמעון ולוי, כנושים לא-מובטחים, באופן שוויוני מן היתרה, לאמור: 50 לשמעון ו-50 ללוי. ברם, עקב המחאת הזכות משמעון לראובן, ייפרעו הצדדים כך: ראובן ייפרע ב-200, כנושה מובטח. לנושה הנותר, לוי, לא ייוותר כל ערך לפירעון. המחאת הזכות בין שמעון לראובן פגעה בסדרי הפירעון והעבירה עושר מידי לוי לידי ראובן ושמעון.⁴³

41 לעיל פסקה 13.8.

42 פרק הזמן שייקבע בחוק אינו חייב להיות אחיד. כפי שמלמדים המשפט האמריקני והמשפט האנגלי, ניתן לקבוע פרק זמן קצר יחסית לנושים כלליים ופרק זמן ארוך יותר לנושים הקרובים יותר אל המידע על אודות חדלות הפירעון של החייב. ראו לעיל פסקה 13.9. כך קובע גם החוק. ראו להלן פסקה 13.23.

43 אמנם הנהנה הרשמי והישיר מן הפירעון המוגדל הוא ראובן. ברם, ראובן שילם מן הסתם לשמעון בעבור המחאת הזכות. בתשלום זה מתחלקים שני הצדדים להמחאת הזכות בנתח המשותף המוגדל, עקב העושה המחאת הזכות.

קיימת סכנה לעיקור דיני חדלות הפירעון ותכליתם החלוקתית גם באמצעות המחאת זכות מידי נושה לידי חייבו של החייב חדל הפירעון. נניח שנית, כבדוגמה הקודמת, כי החייב חדל הפירעון חב הן לשמעון והן ללוי 100. שניהם נושים לא-מובטחים. הנכס היחיד של חדל הפירעון הוא זכות תביעה העומדת לו כלפי ראובן בשיעור 100. לפי עקרון השוויון בין נושים לא-מובטחים, שמעון ולוי אמורים אפוא להיפרע מפירות התביעה בשיעור של 50 כל אחד. ברם, בזהותו את מצב חדלות הפירעון של חייבם המשותף, עשוי שמעון להתקשר בהסכם עם ראובן ולהמחות לו את זכותו כלפי חדל הפירעון. כעבור זמן מועט, לכשיפתח הליך חדלות הפירעון וראובן ייתבע על ידי בעל התפקיד לפרוע את חובו לחדל הפירעון, יבקש ראובן לקזז חוב זה כנגד תביעתו שלו כלפי חדל הפירעון בהיותו הנמחה של שמעון.⁴⁴ קיזוז זה יסלק אפוא, מבחינה כלכלית, את מלוא החוב כלפי ראובן (ושמעון). הנפגע היחיד יהיה לוי אשר לא ייפרע דבר מקופת חדלות הפירעון.

13.15 הדיון לעיל הראה כי ביטולה של העברת רכוש לידי נושה, מבקש להחיל את דיני חדלות פירעון באופן מהותי משעה שהחייב אכן הפך לחדל פירעון. אפילו יתעוררו הצדדים רק כעבור זמן ויגיבו על מצב כלכלי זה באיחור-מה, יחיל הדין את עצמו למפרע על כלל נושי החייב משעת התחלתה של חדלות פירעונו. דא עקא, ניסוחו של סעיף 98 לפקודת פשיטת הרגל לא הגשים מטרה זו במלואה: העברות רכוש לנושים, החשופות לביטול מכוח הוראת הסעיף, הן אך העברות מצד החייב עצמו. העברות רכוש שתוארו בפסקה הקודמת לא נלכדו אפוא ברשתו של הסעיף האמור.⁴⁵ לעניות דעתי, במובן זה הוראתו המשפטית של סעיף 98 הייתה מצומצמת מדי. הסעיף לא התמודד בהצלחה עם דרכים שונות של נושים לשים לאל את דיני חדלות הפירעון, תוך כדי פגיעה מודעת ביתר הנושים. סוף סוף, ביטול העברות רכוש לידי נושה לא נועד לרסן את החייב בלבד. אדרבה, הוראת הסעיף נועדה להשליט את דיני חדלות הפירעון על החייב ועל כלל נושיו כאחד. לשם השגת תכלית זו, ראוי היה לתקן את הסעיף, להרחיבו ולשכללו באופן שילכוד ברשתו אף העברות רכוש בין נושי החייב לבין חייביו, אשר תוצאתן דומה לתוצאה של העברות רכוש מידי החייב עצמו לאחד מנושיו.⁴⁶ כפי שיוצג להלן, חוק חדלות פירעון אכן תיקן זאת.

(ד) העברת רכוש לנושה לטובת צד שלישי

13.16 סעיף 98 לפקודת פשיטת הרגל איפשר לתקוף העברות רכוש מן החייב לידי נושה. הדיון לעיל הראה כי לשם ביסוס עילת הביטול שבסעיף 98 נדרש להוכיח כוונת העדפה מצד החייב או להצביע על אילוץ או שידול שלא כדין מצד הנושה הנעבר,⁴⁷ ואולם כוונת ההעדפה אינה מתמקדת בנושה הנעבר

שעשקו את לוי. כך, למשל, ראובן עשוי לשלם לשמעון בעבור המחאת הזכות 75. תשלום זה מגלם טובת הנאה של 25 לשמעון (אשר אלמלא ההמחאה היה נפרע אך ב-50 מן החייב), ו-25 לראובן, הקונה זכות להיפרע ב-100 מן החייב, ב-75 בלבד.

44 על זכות הקיזוז בהליך חדלות פירעון, ראו להלן פרק שמונה-עשר.

45 עניין משקי עמק הירדן, לעיל ה"ש 38; ראו גם לרנר, לעיל ה"ש 4, בעמ' 442-443.

46 אכן, בארצות-הברית, מבטל החוק אף המחאת זכות לידי חייב של חדל הפירעון, אשר מכוחה נהנה אותו חייב מזכות קיזוז כלפי קופת חדלות הפירעון, כאשר הזכות הומחאה לחייב בתוך שלושת החודשים

שלפני פתיחת הליך חדלות הפירעון – ראו Bankruptcy Code §553(a)(2)(B).

47 לעיל פסקאות 13.10-13.12.

דווקא. לפי לשון הסעיף נדרש להראות כי החייב התכוון בהעברה האמורה להעדיף את נושהו או את מי שערב לחובו. ודוקו, אין מדובר בהעברת רכוש מן החייב לידי ערב אשר פרע לנושה העיקרי. העברה כאמור הריהי בבחינת העברת רכוש לידי נושה של החייב, שכן ערב שפרע הוא חליפו של הנושה העיקרי.⁴⁸ מדובר בהעברת רכוש לידי נושה אשר באמצעותה יועדף ערב של החייב. במה דברים אמורים? כאשר חייב פורע חוב לנושה, שניים עשויים ליהנות מכך מבחינה כלכלית. ראשון הוא כמובן הנושה הנפרע, אך לצד הנושה נהנה אף ערב לחוב האמור מן הפירעון. פירעון החוב על ידי החייב העיקרי משחרר את הערב מחבותו האישית כלפי הנושה. כאשר החייב העיקרי הוא חדל פירעון, הנאה כלכלית זו היא מהותית. לו היה הערב נדרש לממש את ערבותו, הרי היה עליו לפרוע לנושה את מלוא סכום הערבות. לאחר מכן, כאשר היה הערב תובע את פירעון הערבות מידי החייב העיקרי, מן הסתם הוא היה נפרע מידי אף בחלק מן הסכום לנוכח חדלות הפירעון של החייב. עולה אפוא כי כאשר החייב חדל פירעון, צפוי ערב להיוותר חסר בכיסו. על כן, כאשר החייב פורע לנושה העיקרי את חובו, הוא מונע בכך מן הערב את חסרון הכיס האמור. זוהי טובת הנאה כלכלית לערב, לצד הנושה, בעוד יתר נושי החייב חסרים עקב הפירעון. משום כך, קבע החוק כי אף העברות רכוש מידי החייב לידי הנושה שבאמצעותן מתכוון החייב להעדיף מבחינה כלכלית את הערב הן העברות רכוש הניתנות לביטול.

13.17 עם זה, מלשון סעיף 98 עלה כי התוצאה של העברת רכוש העולה בחכתו היא בטלותה כלפי בעל התפקיד. בעל התפקיד יהיה זכאי להשיב את הגלגל לאחור אל הרגע שלפני ההעברה האמורה. מקבל ההעברה, כלומר הנושה, יידרש להשיב לקופת חדלות הפירעון את אשר קיבל מידי החייב. אפילו יימצא כי הנהנה מבחינה כלכלית מן ההעברה הוא הערב, תחול חובת ההשבה על הנושה. סוף סוף, הוא שקיבל את הרכוש ועל כן הוא לבדו נושא בחובת ההשבה. מעניין לציין כי בארצות-הברית הרחיב המחוקק בעניין זה את חובת ההשבה. בנסיבות שבהן ההנאה הכלכלית מהעברת הרכוש לנושה היא גם של הערב, קובע החוק כי בעל התפקיד זכאי לתבוע את השבת הרכוש לקופת חדלות הפירעון, בין מן הנושה הנעבר ובין מן הערב.⁴⁹ אמנם, הערב לא קיבל לידי אופן מוחשי כל רכוש. ברם, מבחינה התוצאה הכלכלית, הוא הועשר בעצם העברת הרכוש לידי הנושה, בנסיבות שבהן יתר נושי החייב נפגעים. אכן, עמדה זו של המשפט האמריקני נאמנה לגישתו הבסיסית של דין העדפת הנושים שם. כפי שהובהר לעיל,⁵⁰ המשפט האמריקני, שלא כמשפט הישראלי, מבטל העברת רכוש לידי נושה על סמך התוצאה בלבד. כלומר, כאשר העברת רכוש כאמור מביאה לידי תוצאה שלפיה הנושה (או הערב) מועדף על פני נושים אחרים, אף שעל פי דין אין הוא עדיף מהם, יש מקום לבטל את ההעברה. לשיטת המשפט האמריקני, לא כוונת החייב ולא התנהגות הנושה שייכות לעניין. ממילא, לפי שיטה זו, ניתן לתבוע השבה מכל מי שנהנה מבחינה כלכלית מן ההעברה, בין שהיה ער לכך ובין שלא היה ער לכך.

48 סעיף 9 לחוק הערבות, התשכ"ז-1967.

49 Bankruptcy Code §547(b) ("the trustee may avoid any transfer of an interest of the debtor in property – (1) to or for the benefit of a creditor")

ראו גם Deprizio Construction Co. v. Ingersoll Rand Financial Corp., 874 F.2d 1186 (7th Cir. 1989).

50 לעיל פסקה 13.11.

לעומת זאת, עמדת האישית שונה. הבעתי לעיל את דעתי כי ראוי לבטל העברות רכוש לידי נושים עת הנושה הנעבר מודע לחדלות הפירעון של החייב בשעת ההעברה.⁵¹ לא כוונת ההעדפה של החייב ולא אופן התנהגותו של הנושה ודרכי גבייתו הם שעליהם לקבוע את גורל ההעברה, כי אם מודעותו של הנושה לבדה. כהמשך עקיב לעמדה זו, סבורני כי ראוי לתבוע את השבת הרכוש המועבר לידי הנושה אף מידי הערב רק בנסיבות שבהן הערב היה מודע לחדלות הפירעון של החייב ולהעברת הרכוש לידי הנושה בעת ההעברה.

2. חוק חדלות פירעון

13.18 חוק חדלות פירעון משנה את יסודותיו של דין העברת רכוש לידי נושה בעת חדלות פירעון. ככלל, החוק מאמץ את תפישותיו של הדין האמריקני בעניין זה. החוק מעגן את יסודותיה של עילת הביטול על אדנים תוצאתיים וזונח כל התייחסות לכוונת החייב בביצוע הפעולה או למודעות הנושה למצבו הכלכלי של החייב. זו לשונו של סעיף 219(א) לחוק:

(1) "בית המשפט רשאי להורות על ביטול פעולה שהביאה לפירעון חוב לנושה או לקידומו בסדר הפירעון, ושנעשתה לפני מתן צו לפתיחת הליכים, לרבות פעולה שנעשתה במסגרת הליך גבייה ולרבות העברת בעלות בנכס או שעבוד נכס, בהתקיים כל אלה (בסימן זה – פעולה המקנה עדיפות לנושה):

(א) מועד ביצוע הפעולה חל בתקופה שתחילתה שלושה חודשים לפני מועד הגשת הבקשה לצו לפתיחת הליכים, ולגבי נושה שהוא קרוב של החייב – שנה לפני המועד האמור;

(ב) במועד ביצוע הפעולה היה החייב בחדלות פירעון;

(ג) בשל הפעולה ייפרע לאותו נושה חלק גדול יותר מהחוב לעומת החלק שהיה נפרע לו במסגרת הליכי חדלות הפירעון לפי סדר הפירעון.

(2) לעניין סעיף זה חזקה על החייב שהיה בחדלות פירעון בתקופה האמורה בפסקה (1)(א), אלא אם כן הוכח אחרת."

להלן ייסקרו עיקרי החידוש שבחוק בעניין זה.

(א) חדלות פירעון תזרימית ומאזנית כאחד

13.19 הדין שנהג ערב חוק חדלות פירעון אימץ את המבחן התזרימי לצורך בחינת חדלות הפירעון של החייב בשעת ההעברה לנושה. על מבחן זה נמתחה לעיל ביקורת מבחינה עיונית. לשיטתי, המבחן הראוי בהקשר של ביטול העברת רכוש לידי נושה הוא מבחן חדלות הפירעון המאזנית.⁵² חוק חדלות

51 לעיל פסקה 13.12.

52 לעיל פסקה 13.6.

פירעון מגדיר את המונח "חדלות פירעון" כחדלות פירעון תזרימית או חדלות פירעון מאזנית.⁵³ הגדרה זו היא הגדרה כללית החלה על כל סעיפי החוק. אחד היסודות שנקבעו בחוק לביטול העברת רכוש לידי נושה הוא שהחייב היה באותה שעה חדל פירעון.⁵⁴ מלבד ההגדרה הכללית של חדלות פירעון בחוק, דורש סעיף 219 באופן מובהק את קיומו של המבחן המאזני. דרישה זו באה לידי ביטוי ביסוד הנוסף שדורש הסעיף לצורך ביטול הפעולה: העברת הרכוש לידי הנושה טרם ההליך זיכתה אותו בשיעור פירעון גבוה יותר של חובו בהשוואה לשיעור הפירעון שיזכה לו בהתאם לפירעון חובות לפי דין בהליך.⁵⁵ יסוד זה לקוח מן המשפט האמריקני.⁵⁶ משמעו הוא כי ההעברה תבוטל רק בנסיבות שבהן אלמלא ההעברה היה הנושה נפרע בהליך פחות מכפי שנפרע עובר להליך. פירעון מופחת לנושה נובע מחדלות פירעון מאזנית של החייב. אכן, לפי התכלית החלוקתית של דיני הביטול, לצורך ביטול העברת ערך לידי נושה בעת חדלות פירעון של החייב דיו לדין במבחן המאזני. לעומת זאת, לשיטתי שלפיה עילות הביטול נועדו להגשים גם את התכלית של שיקום עסקו של החייב באמצעות מתיחה לאחור של ההליך הקיבוצי, יש טעם באימוץ הן של המבחן המאזני והן של המבחן התזרימי אף בהקשר זה.

(ב) המרת מבחן הכוונה במבחן תוצאתי

(1) המבחן התוצאתי

13.20 כאמור, החוק השמיט כל דרישה של התקיימותו של יסוד נפשי לשם ביטול ההעברה לנושה והשבתה לקופת חדלות הפירעון. לפי החוק, בעל תפקיד שביקש לבטל פעולת העברה לידי הנושה לא יידרש להוכיח כי החייב התכוון להעדיף את הנושה. כמו כן, הוא לא יידרש להצביע על התנהלות בלתי ראויה או על קיומה של מודעות של הנושה למצבו הכלכלי של החייב בשעת ההעברה. היסודות היחידים שיידרשו לשם ביטול הביטול הם יסודות עובדתיים ותוצאתיים: כי חדלות פירעונו של החייב בעת ההעברה וכי ההעברה בוצעה בתוך שלושת החודשים שלפני פתיחת ההליך, או בתוך שנה

53 סעיף 2 לחוק.

54 שם, סעיף 219(א)(1)(ב). לעניין עילת ביטול זו קובע החוק חזקה כי בתוך שלושת החודשים שלפני יום הגשת הבקשה לפתיחת הליך חדלות הפירעון, או בתוך שנה לפני יום הגשת הבקשה אם הנעבר הוא "קרוב" של החייב, היה החייב חדל פירעון – שם, סעיף 219(א)(2). "קרוב" מוגדר בסעיף 4 לחוק כ"לגבי יחיד – בן זוג, הורה, הורה הורה, סב או סבתא של הורה, בן או בת, אח או אחות וילדיהם, גיס, גיסה, דוד או דודה, חותן, חותנת, חם, חמות, חתן, כלה, נכד או נכדה, ניין או נינה, או בני זוגם של כל אחד מאלה, וכל אדם הסמוך על שולחנו של היחיד. לגבי תאגיד – כל אחד מאלה: (א) חבר בני אדם הנשלט על ידו, בעל שליטה בו או חבר בני אדם הנשלט בידי בעל השליטה בו; (ב) נושא משרה בתאגיד או קרובו; (ג) לגבי חברה ציבורית כהגדרתה בחוק החברות – בעל מניה מהותי כהגדרתו בחוק האמור; (ד) לגבי שותפות מוגבלת ציבורית – שותף כללי וכן שותף מוגבל המחזיק בחמישה אחוזים או יותר מיחידות ההשתתפות; לעניין זה – 'שותפות מוגבלת ציבורית', 'שותף כללי', 'שותף מוגבל' ו'יחידת השתתפות' – כהגדרתם בסעיפים 1 ו-65א לפקודת השותפויות; (ה) לגבי כל תאגיד שאינו מנוי בפסקאות משנה (ג) ו-(ד) – חבר התאגיד."

55 שם, סעיף 219(א)(1)(ג).

56 Bankruptcy Code §547(b)(5).

לפני מועד זה במקרה של "קרוב" של החייב.⁵⁷ תקופת הייחוס לאחור נותרת, כבדין הנוהג, חסם מהותי. העברה שבוצעה עוד לפני תקופת הייחוס לאחור חסינה מפני ביטול בשל עילה זו.⁵⁸

13.21 להשמטת היסוד הנפשי של כוונת העדפה מצד החייב עשויה להיוודע חשיבות בהקשרים נלווים לעצם פעולת הביטול. ראשית, כאשר הביטול מבוסס על מבחן תוצאתי ואינו כרוך בהכרח בכוונה מצד החייב להעדיף נושה אחד על פני שאר הנושים, אין לראות בפעולה זו כשלעצמה משום נימוק למניעת שמירת חובות מן החייב. ואכן, החוק קובע, בהתאמה, כי בית המשפט יהיה רשאי לדחות את המועד לשמירת חובות לחייב ולהאריך לו את משך ההליך אם החייב העביר רכוש לנושה במטרה להעדיפו על פני נושים אחרים.⁵⁹ כלומר, ההעדפה, כשלעצמה, אפילו בוטלה על ידי בית המשפט, אינה פוגמת בשמירת החובות. רק הוכחה נוספת, בדבר כוונתו של החייב להעדיף את הנושה, תדחה את שמירתם.⁶⁰ שנית, אם חברה פרעה חוב לנושה שלה בעת התדרדרותה הכספית עלול הדבר להתברר בדיעבד, לאחר היקלעותה להליך של חדלות פירעון, כפעולה של העברת רכוש לידי נושה בעת חדלות פירעון, והפעולה תבוטל בידי בית המשפט. ברם, אין להסיק מביטול זה כשלעצמו שנושאי המשרה נושאים באחריות אישית באשרם את הפעולה בת הביטול. את אחריותם של נושאי המשרה יש לבחון בהתאם לשאלה אם בשעת אישור הפעולה הם ידעו, או שהיה עליהם לדעת, כי החברה חדלת פירעון או שכתוצאה מן הפעולה היא צפויה באופן סביר להיקלע לחדלות פירעון. אישור הפעולה לבדו אינו מספיק לשם ביסוס אחריות נושאי המשרה.⁶¹

(2) הגנת מהלך העסקים הרגיל

13.22 יישום מלא של המבחן התוצאתי יוביל לביטול בכוח של כל תשלום ששילם החייב לנושה בשלושת החודשים שקדמו לפתיחת ההליך, בעת שהחייב היה חדל פירעון. אכן, כל תשלום כאמור נוגס ביתרת הרכוש העומדת לפירעון יתר חובותיו של החייב ופוגע בהחלת הדין הקיבוצי כבר מן השעה שהחייב הפך חדל פירעון. ואולם, מאידך גיסא, גם בתקופה האמורה משולמים תשלומים לנושים שונים באופן שוטף, כחלק ממהלך עסקי או פעילותו הרגיל של החייב. ביטול כל תשלום בדיעבד בהליך של חדלות הפירעון הוא תוצאה קשה המערערת את מערך התשלומים שבין חייבים לנושיהם. כך, למשל, יהיה זה בלתי ראוי לבטל בדיעבד משכורות ששילם החייב במועדם לעובדיו או

57 סעיף 219(א)(1) לחוק חדלות פירעון.
58 לעיל הצעתי כי תקופת הייחוס לאחור תשמם כחסם ראייתי בלבד, אך לא תמנע בהכרח גם ביטול של העברה שבוצעה עוד קודם לתקופה זו, אם יוכיח בעל התפקיד כי הנושה ידע על חדלות פירעונו של החייב כבר בעת ההעברה – ראו לעיל פסקה 13.13.
59 סעיף 163(ג)(3) לחוק חדלות פירעון.
60 לעומת זאת, בדין המנדטורי, ביטול פעולה להעדפת נושה עלול היה לפגום בסיכויי החייב לשמירת חובותיו. ראו סעיף 63(ב)(9) לפקודת פשיטת הרגל.
61 השוו סעיף 288 לחוק חדלות פירעון; סעיף 311 לחוק החברות (אחריות נושאי משרה לחלוקה אסורה). ראו גם פר"ק (מחוזי ת"א) 3421-01-15 עו"ד קליר נ' סדן (עניין מלרג – הנדסה וקבלנות בע"מ), פסקאות 89, 158 (פורסם בנבו, מיום י"ז כסלו התשע"ז, 17.12.2016). עוד על אחריות נושאי המשרה לפי סעיף 288 לחוק חדלות פירעון ראו לעיל פסקאות 8.44, 8.49–8.50.

תשלום שוטף ששילם החייב לספק של מלאי במועד התשלום המקורי.⁶² לפיכך, אף לשיטת המבחן התוצאתי, ראוי לסייג את מוחלטות העילה. החוק, בדומה לשיטת המשפט האמריקני, מוציא מכלל ביטול תשלומים ששילם החייב לנושיו בתקופה האמורה במהלך העסקים הרגיל.⁶³

(ג) הרחבתה של תקופת הייחוס לאחור כלפי נושה קרוב

13.23 לעיל הוצג כי המשפט האמריקני והמשפט האנגלי קבעו תקופות ייחוס לאחור ארוכות יותר לשם ביטול העברות לידי נושה שהוא איש פנים (ארצות-הברית) או קשור אל החייב (אנגליה). ההצדקה להארכתה של תקופת הייחוס לאחור בנסיבות כאמור נדונה אף היא לעיל.⁶⁴ החוק מאמץ את הגישה האמריקנית ואת זו האנגלית בעניין זה ומאריך את תקופת הייחוס לאחור לשם ביטול העברות ערך לידי נושה שהוא "קרוב" של החייב. תקופת הייחוס לאחור המוארכת בנסיבות אלה נקבעת לשנה אחת לפני שהוגשה הבקשה לפתיחת הליך של חדלות הפירעון.⁶⁵ כ"קרוב" מוגדרים הן בני משפחה מסוימים של חייב בשר ודם והן – באשר לחייב שהוא תאגיד – נושא משרה, בעל שליטה, או תאגיד הנשלט על ידי החייב או בעל השליטה בו.⁶⁶

(ד) ביטול העברות רכוש לנושה מידי צד שלישי

13.24 חוק חדלות פירעון מתקן את הדין הקיים וממלא חסר שהתגלע בו. כאמור, הדין הקיים, כפי שפורש בפסיקת בית המשפט העליון בעניין **משקי עמק הירדן**,⁶⁷ מאפשר ביטול של העברת ערך לידי הנושה רק אם המעביר הוא החייב עצמו. ברם, העברות ערך בין צד שלישי ובין הנושה, אשר משפרות את הפירעון לאותו נושה ולצד השלישי לעומת נושים אחרים של החייב, לא היו ניתנות לביטול בדין המנדטורי. לנוכח הביקורת שנמתחה על הדין האמור,⁶⁸ לוכד החוק בדין הביטול גם העברות ערך בין צדדים שלישיים בעת חדלות פירעון של החייב, ערב פתיחת ההליך בעניינו, אשר משפרות את סך הפירעון המצרפי למעביר ולנעבר, לעומת יתר נושי החייב.

13.25 החוק מבטל זכות קיזוז הנוצרת עקב המחאת זכות לידי צד שלישי שחב חוב לחייב, אם ההמחאה נעשתה בתקופת שלושת החודשים שקדמו לפתיחת ההליך בעניינו של החייב ובעת שהחייב היה חדל פירעון.⁶⁹ אלמלא הביטול היה הנמחה רשאי לקזז את החובות הנגדיים ובכך להשיג לעצמו

62 בדומה, השטף המסחרי העסקי ועימו גם ניסיונות לייצוב העסק ולהבראתו עלולים להיפגע אם תווי קנייה שנרכשו על ידי לקוחות העסק עובר לכניסתו להליך לא יכובדו בהליך בשל הנימוק שיש בכך העדפת המחזיקים בתווי הקנייה על פני יתר נושי העסק. בנסיבות כאמור ראוי להחיל את הגנת מהלך העסקים הרגיל, לכבד את תווי הקנייה של העסק ולהבריאו. ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05 בעניין **קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ** (פורסם בנבו, מיום י"ג תמוז התשס"ה, 20.7.2005).

63 סעיף 219(ב)(2) לחוק חדלות פירעון.

64 לעיל פסקה 13.9.

65 סעיף 219(א)(1)(א) לחוק חדלות פירעון.

66 שם, סעיף 4.

67 לעיל ה"ש 38.

68 לעיל פסקאות 13.14–13.15.

69 סעיף 219(ג) לחוק חדלות פירעון.

יתרון פירעון על פני יתר נושי החייב (ולממחה, אשר מתחלק עימו בתמורה בהליך תמחור המחאת הזכות). אי ההכרה בזכות הקיזוז היא הביטול המונע יתרון בלתי ראוי זה ומותיר ערך כלכלי מוגדל בקופת החייב לטובת כלל הנושים.

בדומה, מבטל החוק המחאה של זכות לא-מובטחת לידי נושה בעל חוב מובטח בתקופת שלושת החודשים האמורים ובעת שהחייב היה חדל פירעון. גם בנסיבות אלה, כפי שנדון לעיל, משרדת המחאת הזכות את מעמד הפירעון של החוב הלא-מובטח למעלת חוב מובטח. רכישת זכות פירעון משופרת כאמור בעת חדלות פירעונו של החייב נוגסת בנתח הפירעון שיוותר ליתר הנושים הלא-מובטחים. לפיכך, הביטול החקיקתי של המחאת הזכות בנסיבות אלה הוא ראוי.⁷⁰

ג. העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך

1. החקיקה המנדטורית – בחינה עיונית

(א) "הענקה" לפי סעיף 96 לפקודת פשיטת הרגל

13.26 לצד העברת רכוש לידי נושה, קיים חשש כי חייב יעביר רכוש באופן חד-סטרי אף לידי אישיות משפטית אחרת אשר אינה נושה שלו מתמול שלשום. החייב עלול להעביר רכוש לידי אדם אחר בכוונה מפורשת להערים על נושה מסוים או על כלל נושיו. בלשון מעודנת פחות, תיקרא פעולה כאמור "הברחת נכסים". ההעברה החד-סטריית תדלדל את שווי רכושו הנותר של החייב. ממילא, שיעור הפירעון לנושיו יפחת. אחרי הכול, לנושים יש זכות לגבות רק מרכושו של החייב, אלא אם כן צד שלישי קיבל עליו מרצון לערוב לחיובי החייב. מלבד הברחות נכסים מכוונות, תיתכנה נסיבות שבהן יעביר חייב רכוש לידי אדם אחר, במישרין או בעקיפין, אך יקבל כנגדו תמורה שאינה שוות ערך. אף כי תמורה כאמור מעוררת תמיהה, העברות כאלה, כשלעצמן, עדיין אינן מעידות על כוונת מרמה מצד החייב כלפי נושיו. אמנם דלדול ערכו של החייב עלול לפגוע מבחינה כלכלית ביכולת הפירעון לנושיו. ברם, הוכחת רצונו של החייב לפגוע בהם עדיין אין כאן. עם זה, כאשר לא נותר בעקבות ההעברה כל כושר פירעון לחייב, נפגעים כל בעלי התביעות כלפיו, נושים כספיים, עובדים ולעתים אף בעלי המניות בחייב. הפגיעה הכלכלית בכל אלה, כשלעצמה, מצדיקה התערבות משפטית לביטול ההעברה הפוגעת, בין שהוכחה כוונת פגיעה בנושים ובין שלא הוכחה.⁷¹ בעניין זה, טובים בעלי התביעות המשפטיות מן הנעבר. זה האחרון קיבל מתנת חינם כלכלית. חירותו של החייב לחלק מרכושו, חינם אין כסף, אינה בלתי מוגבלת. בנסיבות שהיא פוגעת בזכויות משפטיות מוקנות של צדדים שלישיים, שם גבולותיה. לפיכך, אפילו לא הוכחה כוונת מרמה מצד החייב, ראוי לטרוף את ההפרש בין ערך הרכוש שהוא העביר לבין הערך (המופחת) שקיבל בתמורה מידי של הנעבר-הנהנה.

70 שם.

71 פש"ר (מחוזי חי') 159/04, בש"א 2792/05 בעניין החייבת נורית דרייפוס, פסקה 12 (פורסם בנבו, מיום כ"ד אב התשס"ז, 8.8.2007).

13.27 הסמכות לבטל העברות רכוש מצד חייב חדל פירעון בלא תמורה שוות ערך עוגנה בסעיף 96 לפקודת פשיטת הרגל. סעיף זה קבע לאמור:

“(א) העניק אדם נכסים ונעשה פושט רגל לפני שעברו שנתיים מיום ההענקה, ההענקה בטלה כלפי הנאמן.

(ב) העניק אדם נכסים ונעשה פושט רגל אחרי שעברו שנתיים ולפני שעברו עשר שנים מיום ההענקה, ההענקה בטלה כלפי הנאמן, אם לא הוכיחו התובעים מכוח ההענקה כי בזמן שנעשתה ההענקה היה המעניק כשר-פירעון של כל חובותיו בלי להיזקק לנכס הכלול בהענקה וכי משנעשתה ההענקה עברה זכות המעניק באותו נכס לנאמן על ההענקה.

(ג) ‘הענקה’, לענין סעיף זה – לרבות כל העברה, אך למעט הענקה –

(1) בשל נישואין ולפניהם;

(2) לטובת קונה או בעל שעבוד בתום לב ובתמורה בת-ערך;

(3) לאשת המעניק או לילדו או לטובתם, של נכס שהגיע למעניק אחרי נישואיו בזכות אשתו.”

סעיף זה הבחין בין שני פרקי זמן. סעיף-קטן (א) החמיר עם העברות המתבצעות במהלך השנתיים הסמוכות לתחילתו של הליך חדלות הפירעון.⁷² העברות כאמור ניתנות היו לביטול בלי שבעל התפקיד נדרש להראות כי החייב היה חדל פירעון בשעת ההעברה. לעומתו, סעיף-קטן (ב) הורה כי העברות שבוצעו בין שנתיים לעשר שנים לפני תחילתו של הליך חדלות הפירעון ניתנו לביטול אם הוכח כי החייב היה חדל פירעון בשעת ההעברה.

13.28 דין ביטולה של העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך, כפי שהופיע בסעיף 96 לפקודת פשיטת הרגל, עורר שאלות וקשיים אחדים. ראשית, התעוררה שאלת חוסר ההתאמה בין תקופת הייחוס לאחור הקבועה בו, לבין זו הקבועה בדין ביטול העברת רכוש לידי נושה. שנית, היה מקום להידרש למידת ההצדקה שבפיצול תקופת הייחוס לאחור לשתיים, ולפשר ההבחנה שבין השנתיים הסמוכות לתחילת ההליך לבין שמונה השנים שקדמו להן. מדוע בתקופה האחת לא נדרש להוכיח חדלות פירעון של החייב בעת ההעברה ואילו בתקופה האחרת הוכחה כאמור נדרשת? לבסוף, שב ועלה הקושי הפרשני המונע את החלת דין חיוני זה של ביטול העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך בהליכי חדלות פירעון של חברה. שלושה עניינים אלה יידונו להלן כסדרם.

⁷² סעיף 96 איפשר ייחוס לאחור משנעשה החייב פושט רגל. לפי סעיף 84 לפקודת פשיטת הרגל, יום מעשה פשיטת הרגל של חייב הוא יום תחילת הליך פשיטת הרגל. להגדרת מעשה פשיטת רגל ראו סעיף 5 לפקודה האמורה.

(ב) פרשנות יסודותיו של סעיף 96

(1) תקופת הייחוס לאחור

13.29 הדין איפשר לתקוף העברות רכוש בלא תמורה שוות ערך גם אם נעשו זמן רב יחסית לפני חדלות הפירעון. העברות כאמור היו חשופות לתקיפה אפשרית עד עשר שנים לאחור. זוהי תקופה ארוכה אפילו מתקופת ההתיישנות בדין האזרחי, שאורכה שבע שנים.⁷³ אם החייב היה חדל פירעון בעת ההעברה, ההעברה הייתה בת ביטול. עולה אפוא כי המחוקק הניח כי תיתכנה נסיבות שבהן יחלוף פרק זמן ניכר של חודשים, ואפילו שנים אחדות, מן השעה שבה נקלע חייב לחדלות פירעון עד למועד שבו תוגש בקשה לפתוח בעניינו בהליך של חדלות פירעון. תקופה זו ארוכה פי כמה וכמה מתקופת הייחוס לאחור שבמהלכה ניתן לתקוף העברות רכוש לידי נושה. דומני כי פער זה נובע משוני בסיסי בגישת הדין להעברות רכוש לידי נושה, לעומת גישתו להעברות רכוש בלא תמורה שוות ערך. האחרונה מקרב שתי עילות ביטול אלה חשודה יותר בעיני המשפט. העברות אשר לא ניתנה כנגדן תמורה שוות ערך, לעולם מפחיתות משווי הכלכלי של המעביר. לעומת זאת, העברת רכוש לידי נושה היא העברה אשר ביסודה היא רצויה בעיני המשפט. העברה זו באה מכוח זכות משפטית מוכרת של הנושה כלפי החייב, ולא בבחינת מתנה בעלמא. זכות הנושה לקבל רכוש מן החייב נובעת מכך שקודם לכן העשיר הנושה את קופת החייב. זהו תגמול על העשרה בעבר. לפיכך, חרף הבעייתיות שבהעברה כאמור בשעה שהחייב חדל פירעון, עדיין ראויה העברת רכוש לידי נושה לגישה אוהדת בהשוואה להעברת רכוש בלא תמורה שוות ערך המועברת לידי אדם שאינו נושה של חדל הפירעון. שוני זה מבוסס באמצעות תקופת הייחוס לאחור השונות שנקבעו לכל אחת מן העילות. העברה לידי נושה ניתנת לתקיפה רק אם התקיימה בתוך שלושה חודשים לפני הגשת הבקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון. זהו פרק זמן קצר יחסית. המחוקק קצב בעניין זה פרק זמן קצר יחסית, שכן תקופה זו נועדה לשמש חסם מהותי וגורם מאזן בין החלת הדין הקיבוצי לבין ההגנה על זכות הפירעון של הנושה.⁷⁴ לעומתה, העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך ניתנת לביטול אף שנים אחדות לאחור, כל עוד יוכח שהחייב היה חדל פירעון בעת ההעברה. בהעברה כאמור אין כל ערך מוגן נוגד. מקבל ההעברה נהנה חינם אין כסף מהטבה כלכלית. הנאה זו אינה זכות שיש להגן עליה מפני ביטול בדיעבד. אדרבה, בנסיבות כאמור, ראוי כי מקבל ההעברה יצדיק את ההעברה ויבהיר מדוע אין זה ראוי להוציא מידיו את שקיבל. על כן, בהיות הערך המוגן היחיד בנסיבות אלה שימור שווי קופת חדלות הפירעון, לטובת כל בעלי התביעות כלפיה, יש מקום לתקוף העברות עבר בלא תמורה שוות ערך כל אימת שהחייב היה חדל פירעון, בלא הגבלת זמן מהותית של אפשרות תקיפה כאמור, מלבד התיישנות.

13.30 על אף האמור, ראוי לציין כי במשפט המשווה עילת הביטול של העברות בלא תמורה שוות ערך מוגבלת לפרקי זמן קצרים יותר. כך, למשל, בארצות-הברית, ניתן לתקוף העברות מרמה

73 סעיף 5 לחוק ההתיישנות, התשי"ח-1958.

74 גישתי האישית, כאמור, שונה. לשיטתי, ראוי שפרק הזמן לייחוס לאחור – לשם תקיפת העברת ערך לידי נושה – ישמש ככלי ראיתי גרידא למודעותו של הנושה, מקבל ההעברה, לחדלות הפירעון של החייב. אל לה לשמש כחסם מהותי מפני תקיפת העברות שבוצעו במועד מוקדם יותר. ראו לעיל פסקה 13.13.

(fraudulent conveyances) מכוח חוק חדלות הפירעון שם אם הן התקיימו בתוך שנה לפני פתיחתו של הליך חדלות הפירעון.⁷⁵ לצד עילת הביטול הקבועה בחוק חדלות הפירעון הפדרלי שם, מאפשר החוק הפדרלי לתקוף העברות מרמה גם מכוח הדין המדינתי.⁷⁶ מדינות רבות בארצות-הברית אימצו את ה-Uniform Fraudulent Transfer Act.⁷⁷ לפי חוק לדוגמה זה, תקופת ההתיישנות המרבית לתקיפתן של העברות מרמה היא ארבע שנים מיום ההעברה.

אף באנגליה ובניו-זילנד קוצרה התקופה המרבית לתקיפה מצד בעל תפקיד של העברות שהועברו בלא תמורה שוות ערך. באנגליה ניתן לתקוף העברות כאמור כתנאי שהן בוצעו בתוך השנתיים שלפני הגשת הבקשה לפתיחתו של הליך חדלות הפירעון.⁷⁸ בניו-זילנד ניתן לתקוף העברות כאמור אם הן בוצעו בשנה שלפני פתיחתו של הליך חדלות הפירעון.⁷⁹ תקופה זו מורחבת שם לשלוש שנים לפני פתיחת ההליך אם ההעברה הייתה לטובת נושא משרה או בעל שליטה.⁸⁰

לעניות דעתי, בשל המגמות בדבר ההגבלה בזמן המקובלות בעולם של עילת התקיפה בגין העברות בלא תמורה שוות ערך, ראוי היה לקצרה במידה ניכרת גם בישראל. תקופה של עשר שנים היא תקופה ארוכה יתר על המידה. טוב עשה אפוא המחוקק שקיצר את התקופה בחוק חדלות פירעון.⁸¹

(2) הוכחתה של חדלות פירעון או הסקתה ממילא

13.31 סעיף 96 לפקודת פשיטת הרגל הבחין בין ביטול העברה שבוצעה בשנתיים הסמוכות לפני תחילתו של הליך חדלות פירעון לבין שמונה השנים שלפניהן. בשנתיים הסמוכות לתחילת ההליך, בוטלה העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך, בין שהוכיח בעל התפקיד, התוקף את ההעברה, את חדלות הפירעון של החייב בעת ההעברה ובין שלא הוכיח. בשמונה השנים שלפני כן, בוטלה העברה כאמור רק אם הוכיח בעל התפקיד כי החייב היה חדל פירעון באותה שעה. עולה אפוא כי באשר לשנתיים הסמוכות לתחילתו של הליך חדלות הפירעון, הפקודה קבעה קביעה מהותית. הפקודה הניחה, באופן שאינו ניתן לסתירה בראיות, כי בתקופה זו כבר היה החייב חדל פירעון או שהוא כלכל את צעדיו לקראת חדלות פירעון הממשמשת וקרבה אל מפתנו. הפקודה קבעה, ולו במשתמע, חזקה חלוטה בדבר חדלות פירעון של החייב בשנתיים האמורות. אפילו הוכיחו הנעבר או החייב, בראיות משכנעות, כי בעת ההעברה היה החייב בר פירעון, לא היה בכך ולא כלום. ההעברה האמורה עדיין ניתנה לביטול.⁸²

75 Bankruptcy Code §548(a)(1).

76 §544(b)(1) שם.

77 UFTA §9.

78 Insolvency Act §§238(2), 240(1)(a).

79 Companies Act 1993 §297.

80 §298 שם.

81 ראו להלן פסקה 13.44.

82 עם זה, ככל שהעברה מתרחקת ממועד פתיחתו של הליך חדלות הפירעון ומתקרבת לגבול השנתיים שקדמו לו, יתור בית המשפט אחר נסיבות מקילות אשר יסייעו לו להציל את ההעברה מפני ביטול. כך, למשל, חלוף הזמן האמור עשוי להיחשב לנסיבה להוכחת תום הלב של הצדדים להעברה, דבר אשר עשוי

13.32 לעניות דעתי, ויתור על דרישה להוכיח את חדלות הפירעון של החייב בעת העברה שבוצעה בשנתיים שקדמו לפתיחתו של הליך חדלות פירעון אינו ראוי. אכן, בקביעתה של חזקה מוחלטת טמונים יתרונות ראייתיים. היא עשויה להקל על לכידתן ברשתה של העברות חשודות כאשר דרישת הוכחה של חדלות פירעון עלולה להכביד על בעלי תפקיד להצליח במשימה חשובה זו. ברם, חזקה חלוטה לוקה גם בהכללת יתר. היא עלולה ללכוד ולבטל העברות אשר אמנם התקיימו בשנתיים האמורות אך, בכל זאת, בוצעו בשעה שהחייב טרם הפך לחדל פירעון. בסופו של דבר, השאלה אם בשעת ההעברה הנדונה החייב כבר נקלע לחדלות פירעון, אם לאו, היא שאלה עובדתית. לפיכך, ראוי לבררה בדרך של הבאת ראיות. אם סובר המחוקק כי מלאכת הוכחתה של חדלות הפירעון בעניין זה היא קשה, או כי בתקופה האמורה ההסתברות שהחייב כבר חדל פירעון גדולה מזו שהוא בר פירעון, יכול היה המחוקק להפוך את נטל השכנוע בעניין זה.⁸³ המחוקק יכול היה להטיל על כל מקבל העברה בתקופה האמורה את הנטל להוכיח כי בעת ההעברה היה החייב בר פירעון. לחלופין, המחוקק יכול היה להפוך את נטל השכנוע כשמדובר בנעברים מסוימים, אשר יש רגליים לחשש כי – מפאת קרבתם היתרה אל החייב – היה לחייב עניין להעביר לידיהם נכסים בלא תמורה שוות ערך בשעה שהוא כבר היה חדל פירעון. לפיכך, ייתכן שהיה מקום להבחין בעניין הראייתי בין נעבר שהוא מקורב לחייב לבין נעבר שהוא זר לו, ולא רָע שלו מתמול שלשום.⁸⁴ מכל מקום, היפוך נטל השכנוע עודנו שומר על הדין המהותי. הדין המהותי יוסיף להורות כי כל עוד אין החייב בגדר חדל פירעון בעת ההעברה, לא תקום עילה לביטול ההעברה.⁸⁵

(ג) ביטול העברה על ידי חברה בלא תמורה שוות ערך

13.33 רכוש עלול להיות מועבר בלא תמורה שוות ערך, בין על ידי חייב בשר ודם ובין על ידי חייב שהוא תאגיד. כל אישיות משפטית עלולה ללקות בכך. לא זאת אף זאת, אם יש רגליים לחשש מפני העברות כאמור על ידי חייב בשר ודם, חשש זה אף גובר כשמדובר בתאגידים. תאגיד המעביר מרכושו החוצה, אינו גורע בכך מרכושם האישי של אלה שהחליטו בשם התאגיד על ההעברה. לעומתו, חייב בשר ודם המעביר מרכושו לזולת בלא תמורה שוות ערך, מדלדל את שווי רכושו האישי. לכשתיתם

– בנסיבות מסוימות – לסייע להם להיחלץ מן הביטול על סמך ההגנה שבסעיף 96(ג)(2). ראו, למשל, ע"א 5779/92 בנק הפועלים בע"מ נ' אירון, חברה לניהול ואחזקות בע"מ (פורסם כנבו, מיום ח' חשון התשנ"ה, 13.10.1994).

83 בעניין חלוקה לבעלי המניות של חברה אשר, כפי שיובהר להלן, היא מקרה פרטי של העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך, אוסר המחוקק חלוקה אשר בעקבותיה תהפוך החברה לחדלת פירעון – ראו סעיף 302 לחוק החברות. בהקשר זה המחוקק אינו מבחין, לא במישור המהותי ולא במישור הראייתי, בין חלוקות שבוצעו בפרקי זמן שונים קודם לפתיחתו של הליך חדלות פירעון של החברה ואינו מתייג, כעניין שבהגדרה, את החלוקה הסמוכה יותר לפתיחת ההליך כחלוקה חשודה יותר.

84 ואמנם, באנגליה, קבע המחוקק חזקה הניתנת להפרכה לפיה חברה שהעבירה מרכושה בלא תמורה שוות ערך (transaction at an undervalue) לידי אדם הקשור אליה, הייתה בשעת ההעברה חדלת פירעון. ראו *Insolvency Act §§238(2), 240(2)*. בניו-זילנד, כאשר החברה מעבירה רכוש לידי נושא משרה או בעל שליטה בה, ניתן לבטל את ההעברה בהליך חדלות הפירעון שלה בלי להוכיח כי החברה הייתה חדלת פירעון בעת ההעברה – ראו *Companies Act 1993 §298*.

85 כך הוא הדין באנגליה ובניו-זילנד. ראו *Insolvency Act §§238, 240(2)* (אנגליה); *Companies Act 1993 §297* (ניו-זילנד).

התנצחותו עם נושיו, הוא עלול להימצא מחוסר רכוש אשר היה לו בעבר. לפיכך, חייב בשך ודם יהסס יותר מתאגיד לחלק מרכושו לזולת חנם אין כסף. על כן, דווקא בתאגידיים קיים חשש מוגבר מפני העברות כאמור.

13.34 דא עקא, השתתת דיני חדלות הפירעון הנוהגים בישראל על המשפט המנדטורי-הבריטי המיושן הביאה לידי כך שדין ביטולה של העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך לא חל על הליכי חדלות פירעון של חברה. סעיף 96 לפקודת פשיטת הרגל לא הוחל על פירוק חברה, באין סעיף חוק מפורש בפקודת החברות שאיפשר זאת.⁸⁶ מדין קל וחומר, הוראת הסעיף לא חלה אף על הבראת חברה. לעניות דעתי, בכל דיני חדלות הפירעון שנהגו עד כה בישראל לא היה חסר גדול מזה. דווקא נסיבות המעוררות חשש מוגבר מפני העברות רכוש בלא תמורה שוות ערך נותרו בלא מענה משפטי הולם. חברה עלולה להתרוקן מנכסיה בלא קבלת ערך נגדי הולם ולהיות עקב זאת חדלת פירעון. הדבר עלול למוטטה ולפגוע בנושיה. זכויותיהם המשפטיות של הנושים כלפי החברה ייפכו לנטולות ערך, שכן לא יהיה אפשר עוד לגבות ממנה חובות. חסר זה מקורו בדין האנגלי אשר שימש השראה לחקיקה המנדטורית בעניין פשיטות רגל ופירוקי חברות. ברם, לא מכבר, באנגליה עצמה, מילאה החקיקה את החסר האמור. כיום סעיף 238 ל-Insolvency Act, 1986 מסמיך את בתי המשפט שם לבטל transactions at an undervalue. הנה כי כן, כל שיטת משפט המעדכנת את דיני חדלות הפירעון שלה ומתאימה אותם לימים אלה, דואגת לעילת ביטול אשר תפצה את החברה ואת כל בעלי התביעות כלפיה על הנזק אשר ייגרם להם עקב העברת רכוש מן החברה בלא תמורה שוות ערך. להוותנו, הדין הישראלי פיגר אף בסוגיה נכבדה זו אחר רוב שיטות המשפט בעולם המערבי עד לחקיקתו לאחרונה של חוק חדלות פירעון.

13.35 החסר האמור לא נותר בלא כל מענה בדין הישראלי, אף טרם החקיקה החדשה. אכן, קיימות עילות תביעה אחדות שעשויות היו למלא באופן חלקי את החלל החקיקתי שנפער בנדון בפירוק חברה ובהבראתה. ארבע הן עילות התביעה האפשריות בעניין זה:⁸⁷

- (א) חלוקה אסורה.
- (ב) הרמת מסך.
- (ג) ניהול עסקי החברה בתרמית.
- (ד) הפרת חובה של נושאי המשרה כלפי החברה.

להלן תידון בקצרה כל אחת מעילות אלה לגופה.

86 עניין גני אביב, לעיל ה"ש 2. אף המגמה ליתן פרשנות המאחדת בין הדינים החלים על כל הליכי חדלות הפירעון, אשר בלטה בעניין **דיוור לעולה**, לעיל ה"ש 11, לא הועילה ככל הנראה למלא חסר זה. זאת, בשל הנסיגה האפשרית ממגמה זו המשתקפת מפסק הדין בעניין **אוקיינוס**, שנפסק אחריה. ראו ע"א 1689/03 **כרטיסי אשראי לישראל בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי**, פ"ד נח(6) 126 (התשס"ד-2004).

87 דוד האן "על ארבעה וחמישה: מניעת רכוש מנושים של חברה חדלת פירעון" **משפטים** מ 535, 543-544 (התשע"א).

(1) חלוקה אסורה

13.36 חוק החברות אוסר על חברה לחלק רכוש לבעלי מניותיה אם אין מתקיימים שני מבחנים מצטברים: מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון.⁸⁸ לעניין זה, "חלוקה" מוגדרת כ"מתן דיבידנד או רכישה".⁸⁹ דיבידנד מוגדר בחוק כ"כל נכס הניתן על ידי החברה לבעל מניה מכוח זכותו כבעל מניה, בין במזומן ובין בכל דרך אחרת, לרבות העברה ללא תמורה שוות ערך ולמעט מניות הטבה".⁹⁰ משמעו של דיבידנד הוא אפוא כל העברת ערך חד-סטריית מן החברה לידי בעלי מניותיה. כנגד העברה זו אין החברה מקבלת, באותה שעה, תמורה מקבילה בערכה מבעלי המניות. בעלי המניות זכאים ליהנות מתמורה כלכלית מן החברה רק לאחר נושיה. לפיכך, בחלקה דיבידנד כאשר אין מתקיים מבחן יכולת הפירעון, מעבירה החברה רכוש לידי מי שאינו זכאי לכך. בעלי המניות זוכים לטובת הנאה כלכלית תוך כדי פגיעה בנושי החברה. סעיף 310 לחוק מזכה את החברה לתבוע את השבת הדיבידנד האסור מידי הנעברים – כלומר, בעלי המניות.⁹¹ תביעת השבה זו אינה אלא מקרה פרטי של ביטול העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך.⁹² חלוקה אסורה תגרור ביטול העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך בנסיבות שבהן נמען ההעברה הוא בעל מניות של החברה.⁹³

(2) הרמת מסך

13.37 כאשר חברה מעבירה בעקיבות מרכושה החוצה בלא קבלת תמורה שוות ערך ובכך פוגעת ביכולת הפירעון לנושיה, עלול הדבר להתפרש כשימוש באישיותה המשפטית של החברה "באופן שיש בו כדי להונות או לקפח נושה של החברה".⁹⁴ דברים אלה מקבלים משנה תוקף כאשר מתברר כי יש לבעל המניות עניין אישי בטובתו של מקבל ההעברה.⁹⁵ בנסיבות כאמור, ניתן יהא לייחס את חובות

88 סעיף 302 לחוק החברות. עם זה, חברה רשאית לחלק דיבידנד לבעלי המניות, אף כשאין מתקיים אצלה מבחן הרווח, ובלבד שחלוקה כאמור תאושר מראש על ידי בית המשפט המחוזי. ראו סעיף 303 לחוק החברות.

89 שם, סעיף 1. לצורך הגדרת "חלוקה", מוגדרת שם פעולת ה"רכישה", כהגדרת משנה, כרכישה עצמית על ידי החברה של מניותיה.

90 שם.

91 סעיף 310(א) פוטר מהשבה כל בעל מניות שלא ידע ולא היה עליו לדעת כי החלוקה אסורה. סעיף 310(ב) מוסיף וקובע חזקה שלפיה בעל מניה בחברה ציבורית, שלא היה דירקטור, מנכ"ל או בעל שליטה בחברה במועד החלוקה, לא ידע ולא היה עליו לדעת כי החלוקה שבוצעה היא חלוקה אסורה.

92 עם זה, הדיבידנד מהווה תשלום פירותי בגין השקעת-עבר שהשקיעו בעלי המניות בחברה, עת רכשו ממנה מניות. במובן זה, חלוקת הדיבידנד האסורה דומה גם להעדפת נושה נחות על פני נושה עדיף ממנו בפירעון.

93 מלבד תביעת השבה לפי סעיף 310 לחוק, מקים סעיף 311 לחוק אף עילת תביעה לטובת החברה נגד כל מי שהיה דירקטור בחברה במועד החלוקה האסורה.

94 סעיף 6(א)(1)(א) לחוק החברות; ע"א 4263/04 קיבוץ משמר העמק נ' מפרק אפרוחי הצפון בע"מ, פ"ד סג(1) 548 (התשס"ט-2009); ע"א 9584/06 ד.ג.ש. שירותי דלק בע"מ נ' מוניות און ליין בע"מ, פסקאות 23-24 (פורסם בנבו, מיום ד' אדר א' התשס"ח, 10.2.2008); ת"א (מחוזי מרכז) 14281-05-10 גולדשמידט נ' טי.גי.אי השקעות נדל"ן בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"א אייר התשע"ה, 30.4.2015).

95 ראו, למשל, ת"א (מחוזי ת"א) 3125/00 מתוק אפרים ובניו בע"מ (בפירוק) נ' אפיבן יוזמות בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ז אב התשס"ז, 1.8.2007) (הברחת נכס מן החברה חדלת הפירעון לחברה אחרת באשכול

החברה לבעלי מניותיה אשר היו מודעים לשימוש האמור בחברה, או שחשדו באפשרות התקיימותן של נסיבות כאמור אך נמנעו מלבררן.⁹⁶ עם זה, בשל קיומו של דין החלוקה האמור, הצורך בפנייה לסעד הרמת המסך בנסיבות של העברת רכוש מן החברה לבעלי מניותיה אינו חיוני. ברם, חשיבותו של סעד הרמת המסך עשויה להתגלות דווקא בנסיבות המנוגדות. רצוני לומר: אף בעל מניות עלול להעביר נכס, בלא תמורה שוות ערך, לידי חברה ובכך לפגוע בנושהו. טלו, למשל, חברה-אם המחזיקה במניותיה של חברה-בת. ערב חדלות פירעונה, עלולה החברה-האם להעביר נכסים, בלא תמורה, לחברה-הבת. בהיות החברה-האם אישיות משפטית נפרדת, העברת הנכסים מסכלת את יכולת הפירעון של נושיה של בעלת המניות (כלומר נושי החברה-האם). העברה כאמור אינה בבחינת "חלוקה", שכן, כאמור, חלוקה היא פעולה שבה כסף או שווה כסף יוצא באופן חד-סטרי מן החברה אל בעלי מניותיה (העברה כלפי מעלה). דא עקא, ההעברה הנדונה פועלת בכיוון המנוגד – מבעלת המניות אל החברה (העברה כלפי מטה). לפיכך, לשם תקיפת העברה כאמור, יש להיזקק לסעד הרמת המסך. סעיף 6(ב) לחוק החברות מסמיך את בתי המשפט לייחס חובה של בעל מניה לחברה, אם מצא שבנסיבות העניין צודק ונכון לעשות כן בהתחשב בכוונת הדין החל על העניין שלפניו. דיני חדלות פירעון מבקשים לפרוע לנושים של חייב את שהם זכאים לו על פי דין, בלא שפעולות הננקטות על ידי החייב במחשבה תחילה יצליחו לסכל את הפירעון האמור. לפיכך, בנסיבות שהחברה-האם משקיעה מנכסיה בחברה-הבת בפוגעה בכושר הפירעון שלה כלפי נושיה, יהיה אפשר לשלוח זרוע משפטית ארוכה ולחלץ את הנכסים המועברים מידי החברה-הבת.⁹⁷

(3) ניהול עסקי החברה בתרמית

13.38 העברת נכסים חד-סטרי מן החברה החוצה בלי לקבל כנגדה תמורה כלכלית ראויה עלולה להיחשב לפעולה המתבצעת בכוונה להונות את נושי החברה. אכן, אי קבלת תמורה שוות ערך כנגד ההעברה אינה מעידה כשלעצמה על כוונת מרמה כלפי נושי החברה של מי שהחליט לבצעה. ברם, בהצטבר נסיבה שלילית נוספת, כגון קיומו של עניין אישי של נושא משרה בהעברה, עלולה ההעברה להיחשב למרמה כלפי נושי החברה.⁹⁸ אם אמנם ימצא בית המשפט כי נושא המשרה פעל בכוונה

החברות הנתון בשליטת אותם בני משפחה); ע"ע (ארצי) 1138/04 מאיר נ' ידגר (פורסם בנבו, מיום ה' חשוון התשס"ה, 7.11.2005).

96 סעיף 6(א) לחוק החברות.

97 אף כאשר החברה-האם מעבירה את הנכסים לחברה-הבת כנגד קבלת מניות חדשות של החברה-הבת, עלולים הנושים של החברה-האם להיפגע. אמנם, הם יוכלו להיפרע ממניות החברה-הבת (אשר הן נכס של החברה-האם), אולם זכות ההנאה הכלכלית שמקנות מניות אלה בנכסים שהועברו לחברה-הבת היא זכות שיווית. זכות זו תבוא לידי ביטוי רק לאחר שכל נושי החברה-הבת נפרעו במלואם. אם החברה-הבת נתונה אף היא בקשיים כספיים, נושי החברה-האם יוכלו להיפרע מן הנכסים האמורים רק לאחר נושי החברה-הבת. בכך טמונה הפגיעה בהם. לקריאה התומכת בנטייה שיפוטית להתעלם מן ההפרדה המבנית בין חברות שונות בקבוצה עסקית משולבת, בפרט כאשר החברות השונות נוטות להעמיד ערבויות צולבות, האחת כלפי הנושים של חברתה, ראו Henry Hansmann & Richard Squire, *External and Internal Asset Partitioning: Corporations and Their Subsidiaries*, THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE, Ch. 11 (2018).

98 ראו על כך את הדיון לעיל בפסקה 8.42.

לרמות את נושיו, הוא מוסמך להעמיס על כתפי נושא המשרה את כל חובות החברה.⁹⁹ נמצא אפוא כי, בנסיבות כאמור, אף שפקודת החברות היתה מוגבלת ולא איפשרה קבלת סעד השבה ישיר מן הנעבר, עדיין פתח הדין פתח לסעד של השבה מידינו של נושא משרה האחראי למרמה.¹⁰⁰

(4) הפרת חובה של נושאי המשרה כלפי החברה

13.39 כל נושא משרה בחברה אחראי בכל עת לקיים את חובתו הבסיסית לפעול "לטובת החברה". ייעודו זה מפורש הן בחובת הזהירות והן בחובת האמונים החלות עליו.¹⁰¹ כאשר נושא משרה בחברה מאשר העברת רכוש כלכלי מן החברה בלי לדאוג כי תקבל כנגדו תמורה שוות ערך, הריהו מדלדל את רכוש החברה ואת שווייה הכספי.¹⁰² פעולה כאמור היא הפרה מובהקת של חובת נושא המשרה לפעול לטובת החברה. בגין הפרה כאמור יישא נושא המשרה באחריות אישית. בנסיבות שבהן הפרת חובתו נבעה מרשלנות, יוחזק נושא המשרה כמי שהפר את חובת הזהירות שלו כלפי החברה.¹⁰³ בנסיבות חמורות יותר, שבהן בזבוז משאבי החברה נעשה מדעת ועקב טובת הנאה אישית הצומחת מן הבזבוז, לנושא משרה, עלול הבזבוז האמור להיחשב להפרת חובת האמונים של נושא המשרה.¹⁰⁴

(5) מגבלותיהן של עילות התביעה החלופיות

13.40 נמצאנו למדים אפוא כי קיימות עילות תביעה שונות העשויות לשמש כתחליפים לעילת הביטול של העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך. חרף זאת, דומני כי אין בהן מענה מספק להתמודדות עם העברות כאובות אלה. טעמים אחדים לכך. **הטעם הראשון** הוא ששתיים מעילות התביעה, חלוקה אסורה והרמת מסך, מצומצמות בתחולתן להעברות בין חברה לבעלי מניותיה, או בינה לבין חברה-בת שלה.¹⁰⁵ ממילא, אין בעילות תביעה אלה כדי לשמש פתרון להתמודדות עם העברות רכוש בלא תמורה שוות ערך לידי אישיות משפטית אחרת, אשר אינה בעלת מניות או חברה-בת של החברה המעבירה.¹⁰⁶

99 סעיף 373(א) לפקודת החברות.
100 פסקה זו דנה בדין שחל. אכן, עמדתי האישית היא כי יש לבטל את האחריות של נושא משרה לפי סעיף 373 לפקודת החברות. ראו לעיל פסקה 8.50.
101 סעיפים 252(א) ו-254(א) לחוק החברות, בהתאמה.
102 אכן, בזבוז רכוש של החברה הוכר בארצות-הברית כבסיס להטלת אחריות אישית על נושאי משרה, אף כי נטל ההוכחה המוטל על חברה, התובעת נושאי משרה בגין עילה זו, הוא כבד. על החברה להוכיח כי העברת הרכוש הייתה כל כך חד-צדדית עד כי שום איש עסקים בעל שיקול דעת סביר לא היה מסיק שהחברה קיבלה בגין ההעברה ערך הולם. ראו *Brehm v. Eisner (In re Walt Disney Co. Derivative Litig.)*, 906 A.2d 27, 73-75 (Del. 2006).
103 עניין **בוכבינדר**, לעיל ה"ש 1.
104 בגין העילה של הפרת חובת האמונים יהיה אפשר לתובעו לפי המסלול הדיוני של סעיף 374 לפקודת החברות. ראו ע"א 3379/06 **ברנוביץ' נ' עו"ד נתנוון** (פורסם בנבו, מיום כ"ז אדר א' התשס"ח, 4.3.2008).
105 פסק הדין בעניין **מאיר**, לעיל ה"ש 95, מהווה חריג לכך. שם נקבע כי במקרה שבעל חברה העביר ערך מחברה א' שבבעלותו לחברה ב' שגם היא בבעלותו, ניתן "להרים מסך" כלפי הונו האישי ולגבות ממנו באופן אישי את הערך שאבד לחברה שנקלעה לחדלות פירעון.
106 דוגמה מובהקת לגבולות יכולת הביטול של בתי המשפט, במקרה של העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך לידי אדם שאינו בעל מניה או חברה-בת, מצויה בתוך עניין **גני אביב**, לעיל ה"ש 2.

הטעם השני הוא שלא פעם הנסיבות האופפות העברות רכוש בלא תמורה שוות ערך הן נסיבות של העברה מודעת, אשר היא חמורה מרשלנות. פעמים רבות, ביסוד הפחתת הערך מצוי עניין אישי של מאשר ההעברה. באופן מפתיע במידת-מה, דווקא בנסיבות כאמור עילת התביעה האישית נגד נושאי המשרה עלולה להימצא כתרופה בלתי יעילה להתמודדות עם הבעיה הנדונה. נסיבות העברה כאמור עולות כדי הפרתה של חובת האמונים של נושא משרה, ולעתים יסיק בית המשפט אפילו כי נושא המשרה פעל בכוונה לרמות את נושי החברה. דא עקא, שלא כהתנהגות העולה כדי הפרתה של חובת הזהירות גרידא, הפרה של חובת האמונים או של כוונת מרמה של נושא משרה מטילות עליו אחריות אשר אין לה כיסוי ביטוחי.¹⁰⁷ היעדר הביטוח עלול לפעול, ולהוכיח את יעילותו מעיקרא, בהרתיעו הרתעה ממשית את נושא המשרה. ואכן, דומה כי זהו עיקר פועלה של שלילת הכיסוי הביטוחי מנושא המשרה. ברם, משקרסה החברה ובעל התפקיד תר אחר אפיק לתיקון הנזק שנגרם לה עקב העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך, היעדר הביטוח הופך לא פעם את עילת התביעה נגד נושא המשרה לעילה בלתי כדאית. אם מצבו הכלכלי של נושא המשרה אינו איתן, או שהונו אינו רב במיוחד, עלול ניהול תביעה נגדו לבזבוז לטובא את משאבי החברה.¹⁰⁸ דברים אלה מקבלים משנה תוקף אם נושא המשרה עצמו הפך אף הוא לחדל פירעון.¹⁰⁹ לפיכך, מלבד קיומה של עילת התביעה האישית נגד נושא המשרה האחראי להעברה הנפסדת של רכוש החברה החוצה, ראוי כי תתקיים עילת ביטול והשבה של הרכוש המועבר במישרין. עילה זו תקנה לחברה, באמצעות בעל התפקיד, עילת תביעה ישירה כלפי מקבל ההעברה, תהא זהותו אשר תהא.

13.41 אשר על כן, במשך שנים היה קיים צורך להתאים את החוק בישראל לזה הנוהג ברוב ארצות העולם, ולחוקק הוראת חוק בעניין זה המסמיכה את בתי המשפט לבטל העברות כאמור ולצוות על המקבל להשיב את הרכוש שהועבר, בין בעין ובין את שוויו. הוראה זו צריך שתחול באופן אחיד, בלא כל סייגים והבדלות, על כל אישיות משפטית הפועלת באופן הנפסד האמור. נושיה של כל אישיות משפטית כאמור, בין שהיא בשר ודם ובין שהיא תאגיד מכל סוג שהוא, זכאים לתרופה יעילה וממשית בחוק לשם תיקון הנזק שנגרם להם עקב העברות כאלה.

107 סעיפים 261(2), 263(1), (3) לחוק החברות.

108 אכן, עילת תביעה נגד נושא המשרה תהיה טובה בנסיבות שהוא עצמו נהנה מהעברת הרכוש על ידי החברה וניתן לעקוב אחר רכוש זה ולאחר ברשות נושא המשרה. ראו, למשל, ע"א 3016/90 ארנרייך נ' המנהל המיוחד והכונס של כוכב השומרון בע"מ (בכינוס ובפירוק) (פורסם בנבו, מיום ל' תשרי התשנ"ה, 5.10.1994); פש"ר (מחוזי ת"א) 1034/02, בש"א 10495/03 מפרק חניון המרכבה חולון בע"מ נ' אליהו (פורסם בנבו, מיום כ"ח ניסן התשס"ד, 19.4.2004). ברם, בנסיבות אחרות, מוטב לבעלי תפקיד התובעים נושאי משרה, בשל אחריות אישית להעברות נפסדות, לשכנע את בית המשפט כי התנהגות נושא המשרה עולה כדי הפרת חובת זהירות גרידא. בנסיבות כאמור, יהיה כיסוי ביטוחי לאחירותו של נושא המשרה ובעל התפקיד יוכל לגבות בהצלחה את סכום הפיצוי שייפסק בעבור נושי החברה.

109 השו"ע"א 407/89 צוק אור בע"מ נ' קאר סקיריטי בע"מ, פ"ד מח(5) 661, 698 (התשנ"ה-1994).

2. חוק חדלות פירעון

13.42 החוק תיקן באופן ניכר וראוי את עילת הביטול שעניינה העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך.¹¹⁰ סעיף 220 לחוק קובע בעניין זה כהאי לי שנהא:

(א) בית המשפט רשאי להורות על ביטול הפעולה שנעשתה לפני מתן צו לפתיחת הליכים שבשלה נגרע נכס מנכסי קופת הנשייה, בהתקיים אחד מכל אלה (בסימן זה – פעולה הגורעת נכס מקופת הנשייה):

(1) הפעולה נעשתה בלא תמורה או בתמורה שאינה הולמת בנסיבות העניין;

(2) מועד ביצוע הפעולה חל בתקופה שתחילתה שנתיים לפני מועד הגשת הבקשה לצו פתיחת הליכים, ולגבי פעולה לטובת קרוב – ארבע שנים לפני המועד האמור, ושסיומה במועד מתן הצו;

(3) במועד ביצוע הפעולה היה החייב בחדלות פירעון או שביצוע הפעולה הביא אותו לחדלות פירעון

(ב) לעניין סעיף זה, חזקה על חייב שהיה בחדלות פירעון בתקופה האמורה בסעיף קטן (א)(2) אלא אם כן הוכח אחרת.”

(א) החלת העילה על כל אישיות משפטית

13.43 החוק קובע את עילת הביטול האמורה בפרק ב' לחלק ד', העוסק בקביעת רכוש החייב שישמש כמקור פירעון לנושיו. חלק ד' אינו מבחין בין חייב אחד למשנהו לפי זהות אישיותם המשפטית. הוא חל באופן אחיד על כל חייב אשר נמצא בהליכי חדלות פירעון. לפיכך, מכאן ואילך ניתן אפוא לבטל העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך שהעבירה חברה חדלת פירעון לאדם אחר, טרם כניסתה להליך, ולתבוע מן הנעבר את השבת הרכוש, כשם שניתן לבטל העברות כאמור שהעביר חייב בשר ודם. חקיקה כאמור מאפשרת לתקוף העברות רכוש כאמור בדרך המלך המשפטית, קרי: באמצעות עילת ביטול ההעברה, במקום להיזקק לחלופות משפטיות הקיימות בדין הנוהג ואשר מגבלותיהן נדונו לעיל.

(ב) קיצור משך תקופת הייחוס לאחור

13.44 החוק מאמץ את הדין הנוהג גם בארצות אחרות ומקצר באופן ראוי את תקופת הייחוס לאחור שבה ניתן לבטל העברות רכוש בלא תמורה שוות ערך. לפי החוק, העברות רכוש בלא תמורה שוות ערך ניתנות לביטול אם הן בוצעו בתקופה מרבית של עד שנתיים לפני הגשת הבקשה לפתיחתו של הליך חדלות הפירעון.¹¹¹ הגבלתה של תקופת הייחוס לאחור לפרק זמן כאמור אמורה ללכוד בחובה

110 החוק מכנה העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך בלשון: "פעולה לגריעת נכס מקופת הנשייה".

111 סעיף 220(א)(2) לחוק חדלות פירעון.

העברות רכוש שאכן התבצעו בתקופה שבה כבר הפך החייב לחדל פירעון או שכתוצאה מן ההעברה הוא יהפוך לחדל פירעון. גם מבחינה מעשית העברות הרכוש שהועברו בפרק זמן כאמור ניתנות לבחינה ביקורתית. תקופת הייחוס של עשר שנים לאחור שנקבעה בדין המנדטורי מתבטלת – ובצדק. עם זה, תקופת הייחוס לאחור מוכפלת לארבע שנים עת מדובר בהעברת רכוש בלא תמורה שוות ערך ל"קרוב" של החייב.¹¹² ההנחה הגלומה בהארכת תקופת הייחוס לאחור במקרה כאמור היא שלחייב יש עניין מיוחד להעביר רכוש לידי גורמים קרובים אליו או הקשורים בו לקראת חדלות פירעונו וכי החייב ניסה לעשות כן מוקדם ככל האפשר. לפיכך, בהבחנה מאדם אחר, אשר החייב העביר אליו רכוש בלא קבלת תמורה שוות ערך, העברה לידי גורם הקרוב לחייב מעוררת חשד משעה מוקדמת עוד יותר ולכן היא חשופה לביטול, כפוף להוכחת חדלות הפירעון של החייב.¹¹³

(ג) חדלות הפירעון הנדרשת

13.45 החוק מאפשר לבטל העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך אם "במועד ביצוע הפעולה היה החייב בחדלות פירעון או שביצוע הפעולה הביא אותו לחדלות פירעון".¹¹⁴ הגיונה של דרישה זו ברור. כאמור לעיל, העברת רכוש חד-סטריית, או, למצער, כנגד תמורה בפחות משווה ערך, מדלדלת את השווי הכולל של רכושו של החייב. רכוש זה הוא המקור היחיד לפירעון החובות לנושיו. לפיכך, הפחתה מרצון בשיעור רכושו של החייב פוגעת במישרין בנושיו. לשם תיקון פגיעה זו מאפשר הדין לבטל את העברת הרכוש ולהשיב לקופה את הרכוש שהוצא ממנה או את שווי. ואולם, העברת רכוש כאמור פוגעת בנושים רק אם היא מותירה את הקופה חסרה בשווייה בהשוואה לסך תביעותיהם של הנושים. כל עוד יש בקופת החייב רכוש בשווי העולה על סך תביעות הנושים, אין בהעברת הרכוש החד-סטריית כדי לפגוע בפירעון לכלל הנושים. סוף סוף, לכשימומשו בהליך כל נכסי החייב, ימצא שווי כלכלי הפורע את החובות כולם. נמצאנו למדים אפוא כי, מזווית המבט של הנושים, הבעיה בהעברת רכוש כנגד תמורה הפחותה בשווייה מערך הרכוש המועבר קיימת רק אם החייב הוא חדל פירעון במובן המאזני, קרי, כאשר השווי של נכסיו התחייבויותיו (ה-NAV) הוא שלילי.¹¹⁵

13.46 "חדלות פירעון" מוגדרת בחוק כחדלות פירעון תזרימית או חדלות פירעון מאזנית.¹¹⁶ לפי התכלית החלוקתית של דיני הביטול, המבחן התזרימי אינו מתאים לעילת הביטול של העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך. נזילותו של החייב או היעדרה עשויה להשפיע על העיתוי הראוי לפתיחת הליך קיבוצי בעניינו של החייב ולשמירה על זכויות נושיו, באמצעות בקרה על השליטה ברכושו של החייב וקבלת ההחלטות על ידיו. ברם, לגבי השאלה אם קיים צורך לבטל העברת רכוש שקדמה לפתיחת ההליך השאלה התזרימית אינה ממין העניין. השאלה היחידה בעניין זה היא אם בעקבות העברת

112 שם. להגדרת "קרוב" ראו לעיל, ה"ש 54.

113 בדומה לדין האנגלי ולדין הניו-זילנדי (ראו לעיל ה"ש 84), קובע החוק חזקה הניתנת להפרכה בדבר חדלות פירעון של החייב בתקופת הייחוס לאחור. ראו סעיף 220(ב) לחוק חדלות פירעון.

114 שם, סעיף 220(א)(3).

115 לביאור המבחנים השונים של חדלות פירעון ראו לעיל פסקאות 4.3–4.10.

116 סעיף 2 לחוק חדלות פירעון.

הרכוש האמורה נותר בידי החייב מעט מדי רכוש אל מול סך כל תביעות הנושים שעליו לפרוע. שאלה זו מגולמת במבחן המאזני דווקא. לשיטה זו, דיו אפוא לדין במבחן המאזני כבסיס לביטול העברה על ידי החייב בלא תמורה שוות ערך.¹¹⁷

(ד) העברת רכוש בכוונת מרמה

(1) עילת ביטול נפרדת

13.47 החוק הוסיף עילת ביטול נוספת בגין העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך: העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך שבוצעה בכוונה להבריח את הנכס מנושי החייב. העברה כאמור ניתנת לביטול אם בוצעה בתוך התקופה של שבע השנים שקדמו ליום הגשת הבקשה לפתיחת הליך חדלות הפירעון.¹¹⁸ הסעיף קובע במפורש כי העברה כאמור ניתנת לביטול אפילו לא היה החייב חדל פירעון בשעת ההעברה. כוונת המרמה כלפי הנושים מבססת עילת ביטול והשבה עצמאית, במנותק ממצבו הכלכלי של החייב באותה שעה.¹¹⁹ לעניות דעתי, עצמאותה של עילת ביטול והשבה זו, וניתוקה מעצם חדלות פירעונו של החייב, מעוררים את השאלה אם לא היה ראוי לקבוע עילת ביטול והשבה כאמור בדין הישראלי בלי לתלות זאת בכניסתו של החייב כעבור זמן להליך חדלות פירעון. אכן, בארצות-הברית קבעו מדינות שונות עילה לביטול fraudulent conveyances אף מחוץ להליכי חדלות הפירעון ובמנותק מעילת הביטול הפדרלית הקבועה ב-Bankruptcy Code.¹²⁰

(2) אחריות אישית של נושאי המשרה

13.48 העברת רכוש של חייב שהוא תאגיד שלא בתמורה שוות ערך מתוך כוונה להבריחו מנושי החייב היא בבחינת ניהול התאגיד במרמה. זוהי מרמה כלפי נושי החייב. ניהול התאגיד במרמה חושף את נושאי המשרה שהיו שותפים למרמה לאחריות אישית בגין חובות החברה שנוצרו בגין הניהול במרמה.¹²¹ יודגש, כי אחריות אישית זו מתקיימת נוסף לעילה של ביטול העברת הרכוש והשבתו

117 בארצות-הברית אימץ המחוקק, כמבחן להוכחתה של חדלות פירעון, את המבחן המאזני, כך גם בנוגע להעברות אסורות. ראו Bankruptcy Code §§101(32), 548. באנגליה, לעומת זאת, נקט המחוקק את הגישה המאפשרת להוכיח את חדלות הפירעון על בסיס שני המבחנים. ראו Insolvency Act 1986 §123. לשיטתי, שלפיה נועדו עילות הביטול להגשים גם את התכלית של שיקום עסקי החייב באמצעות מתיחה לאחור של ההליך הקיבוצי, יש טעם באימוץ הן של המבחן המאזני והן של המבחן התזרימי אף בהקשר זה. ראו עוד לעיל פסקה 13.6.

118 סעיף 221 לחוק חדלות פירעון.
119 עם זה, לשם ביסוס עילה כאמור יידרש מבקש הביטול להוכיח כוונת הברחה של הנכס מצד החייב. הוכחת כוונה כאמור אינה פשוטה. לאופן הוכחתה של כוונת מרמה כלפי נושים לפי סעיף 373 לפקודת החברות ראו לעיל פסקה 13.38.

120 Uniform Fraudulent Transfer Act §§4, 5 (1984).

121 סעיף 290(1) לחוק חדלות פירעון.

שנוכרה קודם לכן.¹²² מלבד זאת, נושאי המשרה האמורים עלולים להיפסל מלשמש כנושאי משרה בכל תאגיד לתקופה של עד חמש שנים.¹²³

(3) דחיית שמיטת החובות

13.49 אם חייב בשר ודם העביר רכוש שלא בתמורה שוות ערך בכוונה לרמות את נושיו הוא יפגע באפשרותו לתחום את תשלום חובותיו בהליך ולשומטם. הפגיעה תבטא בהארכתה של תקופת הישארותו בהליך וחובת התשלומים שיושתו עליו על פי תכנית הפירעון. בית המשפט עלול לדחות בהתאמה את המועד לשמיטת החובות של החייב בשל המרמה שביצע כלפי נושיו.¹²⁴

ד. דחיית חובות

13.50 שיפור עמדות לעומת נושים אחרים עלול להתבצע גם בדרכים שאינן ניכרות לעין – לכל הפחות, בהתרשמות ראשונה של המתבונן. אפשר לשפר עמדה מראש כבר בעת יצירת הקשר המשפטי בין בעל התביעה לבין החברה. דרך זו אינה כרוכה בנטילה בפועל מקופת החייב: המשקיע ידאג לכתחילה לשריין לעצמו זכות עדיפות בפירעון של כלל חובות החייב ויבקש לממשה בהליך רשמי של חדלות פירעון. המשקיע יישאר נושה של החייב ולא יפרע מחוץ להליך הקיבוצי. ברם, בהליך הוא יתבע מבעל התפקיד, המרכז את תביעות החוב של כלל הנושים, להכיר בזכותו ששוריינה זה מכבר ולפרוע לו בהתאם למעמדה. שריון זכות מראש כדרך לשיפור עמדה יתרחש על פי רוב בשלב מוקדם, טרם חדלות הפירעון של החייב.¹²⁵ על פניו, שריון של זכות פירעון – בין כנושה מובטח ובין כנושה לא מובטח – נתפש בעיני המתבונן ככשר למהדרין. פעולה כאמור נחשבת כהקצאת סיכונים מחושבת בגדרי חופש ההתקשרות החוזית. עם זה, יש שפעולה כאמור תלקה אף היא וכשרותה עלולה להתערער. כך יהיה בהתקיים נסיבות נוספות המטילות צל וחדש על הכשרות שברכישת העדיפות על

122 קיומן של שתי עילות תביעה בגין העברת הרכוש ללא תמורה, קרי: ביטול ההעברה והשבת הרכוש מידי הנעבר והאחריות האישית של נושאי המשרה בתאגיד להעברה זו, מקביל לקיומן של שתי עילות התביעה הקיימות בגין חלוקה אסורה לפי דיני החברות, השבת דמי החלוקה האסורה לקופת החברה ואחריות אישית של הדירקטורים של החברה שהחליטו על החלוקה האסורה. ראו סעיפים 310, 311 לחוק החברות, בהתאמה. הקבלה זו מתבקשת בשל היותה של החלוקה מקרה פרטי של העברת רכוש החברה ללא תמורה שוות ערך. ראו האן, לעיל ה"ש 87.

123 סעיף 290(2) לחוק חדלות פירעון.

124 שם, סעיף 163(ג)(3).

125 עם זה, לעתים, שריון מעמד הפירעון העדיף של הנושה ייעשה בסמוך לחדלות הפירעון של החייב. להתחבטות בשאלה אם יש לחשוד גם בהלוואה שבעל מניות מלווה לחברה העומדת לקרוס, כדי לייצבה, ראו Martin Gelter, *The Subordination of Shareholders Loans in Bankruptcy*, 26 INT'L REV. L. & ECON. 478 (2006); David A. Skeel, Jr. & Georg Krause-Vilmar, *Recharacterization and the Nonhindrance of Creditors*, 7 EUR. BUS. ORG. L. REV. 259 (2006). למקרה שבו נושה, שהוא גם בעל שליטה, רכש את מעמדו כנושה מובטח בהמחאת זכות המגובה בשעבוד בסמוך לחדלות הפירעון של החייב, ראו פר"ק (מחוזי מרכז) 25351-01-12 בעניין התחנה המרכזית החדשה בתל-אביב בע"מ (להלן: עניין התמח"ת) (פורסם בנבו, מיום ל' אב התשע"ז, 22.8.2017).

ידי אותו נושה. המענה המשפטי לשריון של זכות תביעה, שמצמק שלא כדין את קופת החייב שתיוותר לפירעון ליתר נושיו בעת חדלות פירעונו, הוא דחיית זכות התביעה האמורה.¹²⁶ באמצעות דין זה אפשר לקעקע את בסיס הכשרות של זכות התביעה, וכתוצאה מכך – להוריד את תובע הזכות לרמת פירעון נמוכה יותר מזו שהוא טוען לה. כך, למשל, אפשר לדחות את תביעתו של הטוען כנושה מובטח ולהופכו לנושה לא-מובטח או אף לנושה הנדחה מפני כל הנושים.¹²⁷ אף הטוען להיותו נושה לא-מובטח עלול להידחות מכוח דין זה, ולהיחשב לנושה הנדחה מפני כל יתר הנושים.

1. חוב לבעל מניות או לשותף

(א) סעיף 6(ג) לחוק החברות

13.51 שיפור עמדות בדרך של שריון זכות פירעון הוא אפשרי, בין היתר, בנסיבות שבהן בעל מניות שליטה בחברה מתקשר עם החברה גם כנושה. לטעמי, מימון חברה בדרך של הלוואה או ערבות של בעלי מניות הוא, כשלעצמו, התקשרות חוקית. יש שיקולים עסקיים אחדים התומכים באופן מימון כאמור ובהכרה בו כחוב כשר לכל דבר ועניין. שיקולים אלה כוללים מיסוי, תכנון חזרו מוקדם להשקעה, גיוון מקורות המימון של החברה והיבטים של חלוקת זכויות ההצבעה בחברה.¹²⁸ עם זה, אין לכחד כי, הלכה למעשה, בעל מניות שליטה קובע בעצמו איזה סכום כספי ישקיע בחברה כהשקעה הונית ואיזה סכום כספי יעמיד לה כאשראי. בעניין זה הוא נתון במתח מובנה מול יתר נושי החברה. הוא עלול לנצל את השפעתו היתרה בחברה, לממנה ולהפעילה באופן המגדיל את הסיכונים של יתר הנושים. בעל המניות יעדיף להשקיע סכום נמוך ככל האפשר כהשקעה הונית ולתעל את מרבית כספיו אל החברה בדרך רשמית של אשראי. שיקוליו עלולים להיות שיקולים שבתועלת פרטית, תוך החצנת סיכונים אל יתר הנושים. בעל המניות מכלכל את צעדיו כך שאם החברה תרוויח מן הפעילות האמורה ייהנו מכך רק בעלי המניות, שכן הנושים אינם חולקים ברווחי החברה. לעומת זאת, אם תקרוס החברה ותהפוך לחדלת פירעון בגלל עומס ההתחייבויות, יחלוק בעל המניות עם יתר הנושים בהפסדים, בהיפרעו באופן יחסי בכשירותו כנושה. עיצוב המימון של החברה באופן בלתי הולם, קרי: השקעת הון עצמי נמוך מדי ובלתי מידתי לשיעור התחייבויותיה הצפויות, ולצידה הלוואת בעלים גדולה,¹²⁹ הוא

126 האן, לעיל ה"ש 87, בעמ' 548; אירית חביב-סגל **דיני חברות** 301–306 (התשס"ז-2007); עמיר ליכט "הרמת מסך והדחיית חוב לאחר תיקון 3 לחוק החברות: מה נשתנה?" **תאגידים** ב 65, 86–91 (2005).

127 עניין **התמח"ת**, לעיל ה"ש 125.

128 דוד האן "דחיית חובות" **מחקרי משפט** כג 33, 38–44 (התשס"ז). עוד הסקתי שם כי יש לפסול, מניה וביה, שעבוד נכס של החברה להבטחתה של הלוואת בעלים ולאפשר לבעל השליטה לזכות, לכל היותר, במעמד פירעון של נושה לא-מובטח. שם, בעמ' 52–54. ראו גם להלן פסקה 16.21.

129 מימון באשראי של בעל מניות לחברה מכונה בעגה המסחרית "הלוואת בעלים". זה גם המונח שאותו נקט בית המשפט העליון בפסק הדין בעניין **אפרוחי הצפון**, לעיל ה"ש 94. הון עצמי בלתי הולם מכונה לעתים "מימון דק". ראו אוריאל פרוקצ'יה "מימון דק", הרמת המסך והגבלת האחריות בדיני חברות "עיוני משפט" ו 526, 527 (התשל"ט-1979). בעניין **אפרוחי הצפון** הציע השופט רובינשטיין לכנות זאת "מימון חסר" או "תת-מימון" – שם, בפסקה ט"ז לפסק הדין של השופט רובינשטיין. לעניות דעתי, הביטוי הראוי הוא "הון עצמי בלתי הולם". ביטוי זה מדגיש את הבחינה של רכיב ההון העצמי כשלעצמו, תוך בידודו מסך המימון (כולל אשראי) שהעמיד בעל המניות לחברה ואת היעדר ההלימה ביחס בין ההון העצמי

מקרה בולט המעורר חשד שמא בעל השליטה דאג להיטיב עם עצמו בהתעלמו מעניינם של יתר הנושים. רבים מן הנושים החיצוניים אינם מסוגלים לתמחר סיכונים מוגדלים אלה המועמסים על שכמם ואין בידם לפזר את הסיכונים האמורים.¹³⁰

13.52 מקור חוקי לדין דחיית חובו של בעל מניות הוא סעיף 6(ג) לחוק החברות.¹³¹ דין זה נדון ויושם בבית המשפט העליון לפני שנים בעניין קריספי¹³² ולאחריו גם בעניין אפרוחי הצפון.¹³³ בעניין קריספי דובר בחברה בשם ח' אלקטרוניקה שביקשה לקבל אשראי בנקאי למימון פעילותה. לפי דרישת הבנק, חתם בעל מניות השליטה בחברה, מר קריספי, כערב לחיובי החברה כלפי הבנק. לאחר שנקלעה החברה לפירוק נאלץ קריספי לממש את ערבותו ופרע את חובה לבנק. כערב שפרע לנושהו של החייב העיקרי¹³⁴ הגיש קריספי תביעת חוב נגד החברה. המפרק דחה את תביעת חובו וקבע כי העובדה שהבנק דרש ערבות לחיובי החברה מלמדת שהונה העצמי של החברה לא היה הולם ושספק אם הייתה לחברה יכולת פירעון עצמאית. האשראי הבנקאי הפיק טובת הנאה פרטית לבעל השליטה בחברה, שייהנה מרווחיה, אגב החצנה של סיכונים הכישלון המוגדלים אל יתר נושיה. לפיכך, ביקש המפרק לדחות את תביעת קריספי, בעל השליטה הערב, מפני כל הנושים. בית המשפט העליון קיבל את עמדת המפרק ודחה את תביעת קריספי. לעניות דעתי, קביעה זו אינה נקייה מביקורת. לטעמי, אין להסיק מעצם דרישת בנק לערבות אישית של בעל מניות כי החברה הלווה היא בעלת הון עצמי בלתי הולם. הדרישה לערבות אישית של בעל מניות שכיחה מאוד בשגרת האשראי הבנקאי. דרישה זו נובעת משיקולים שונים, ולא רק משיקולי הונה העצמי של החברה הלווה. כך, למשל, הבנק עשוי לדרוש ערבות אישית של בעל מניות לשם מזעור בעיית הנציג בינו לבנק ולהפכו, באמצעות הערבות, לשונא סיכון שירסן את החברה מפני נטילת סיכונים מוקצנת. לפיכך, ראוי לבסס תחילה באופן ראייתי את חוסר הלימות ההון העצמי של החברה בטרם שבית משפט יסיק כי הערבות האישית היטיבה באופן פרטי עם הבנק הנערב ועם בעל המניות, תוך כדי חיפתם של נושי החברה האחרים לסיכונים מוגדלים.¹³⁵

- לנכסי החברה. ראו **בנק ישראל**, הוראות ניהול בנקאי תקין 202 "מדידה והלימות הון – ההון הפיקוחי" (מיום כ"א סיון התשע"ג, 30.5.2013). על היותו של דין ביטול העברות רכוש בפחות משווה ערך תחליף מסוים לדרישת הון עצמי מזערי ראו Simkovic & Kaminetzky, לעיל ה"ש 18, בעמ' 124.
- 130 ידידיה צ' שטרן "האם חברות נועדו להשיא את רווחיהם של בעלי המניות? ניתוח כלכלי ביקורתי" **משפט ועסקים** א 105, 152–156 (התשס"ד); חביב-סגל, לעיל ה"ש 126, בעמ' 357, 365–366.
- 131 חוק חדלות פירעון אינו מורה דבר בעניין זה.
- 132 ע"א 2223/99 **קריספי נ' ח. אלקטרוניקה בע"מ**, פ"ד נז(5) 116 (2003).
- 133 לעיל ה"ש 94. ראו גם ע"א 2146/06 **ברק נ' מפרק ברק תיעול והנרסה בע"מ** (פורסם בנבו, מיום י"א כסלו התשע"א, 18.11.2010) (דחיית חובו של בעל מניות שליטה מנעה את קיזוזו של החוב מול חבותו של כלפי החברה שבפירוק); ע"א 9586/09 **ירשי המנוח איזו לייזר נ' איזו לייזר זיווד אלקטרוני (1992) בע"מ (בפירוק)** (פורסם בנבו, מיום כ"ב טבת התשע"ב, 17.1.2012).
- 134 סעיף 9 לחוק הערבות, התשכ"ז-1967.
- 135 האן, לעיל ה"ש 128, בעמ' 57–58.

13.53 בעניין **אפרוחי הצפון** נדונה תביעת חוב של בעלי מניות השליטה בחברה. בית המשפט העליון קבע כי, מבחינה עובדתית, מומנה החברה באמצעות הלוואות בעלים וכי הונה העצמי של החברה לא היה הולם.¹³⁶ המחלוקת המשפטית בין השופטים הייתה אם די בהון עצמי בלתי הולם זה, כשלעצמו, כדי לבסס דחייה של הלוואות הבעלים לתחתית תור הפירעון, לאחר הנושים החיצוניים של החברה, אם לאו. דעת הרוב, של השופטות פרוקצ'יה וארבל, גרסה שדי בממצא העובדתי של הון עצמי בלתי הולם כדי להצדיק דחייה של הלוואות הבעלים לירכתי תור הנושים.¹³⁷ דעת המיעוט של השופט רובינשטיין הייתה שאין די בממצא עובדתי זה כשלעצמו כדי להצדיק את דחיית החובות, וכי אם לא נמצא ממצא שלילי נוסף ("דבר-מה נוסף", כלשונו), אין מקום לדחות את החובות כלפי בעלי המניות.¹³⁸

עם כל הכבוד למחלוקת העקרונית שהתעוררה בפסק הדין האמור, לעניות דעתי, המחלוקת חוטאת לעובדות המקרה. מבנה ההון העצמי הראשוני של החברה בעניין **אפרוחי הצפון** לא לימד כשלעצמו בהכרח על הון עצמי בלתי הולם של החברה בתקופת ניהול עסקיה. רכיבים עובדתיים נוספים מטילים ספק בדבר מסקנתו של בית המשפט על אודות הון עצמי בלתי הולם. ראשית, החברה הרוויחה בשנתה הראשונה 1,500,000 ש"ח, כאשר רובו של סכום זה נותר מושקע בחברה ונזקף כחוב לבעלי המניות בלי שחולק בפועל כדיבידנד. שנית, חלק ניכר מחוב החברה לבעלי המניות נבע מהספקת המלאי העסקי של ביצים לדגירה שסיפקו הקיבוצים, בעלי המניות, לחברה. חוב זה אינו חוב פיננסי שלגביו יש מקום לשאול מדוע בעלי המניות הלווהו לחברה ולא השקיעוהו בהשקעה הוגנית. זהו אשראי ספקים מקובל.¹³⁹ אין זאת אלא שדחיית החובות של בעלי המניות מפני יתר נושי החברה נבעה בשל רכיב

136 לפי בית המשפט, ההון העצמי שאינו הולם את עסקיה של חברת אפרוחי הצפון הסתכם ב-190 ש"ח בלבד שאותם השקיעו בעלי המניות בחברה כנגד קבלת המניות בה. השקעה זו היא מזערית ביחס להיקף פעילותה העסקית של החברה, שמחזור מכירותיה עמד על 10,000,000 ש"ח בשנה. פעילות החברה התבססה בעיקר על הזמנה של חומרי גלם (ביצים לדגירה) מספקיה, באשראי, ועל מכירת מוצריה (העופות) ללקוחות, והפירעון לספקים נעשה מן הכספים שהתקבלו מהמכירות ללקוחות. לחברה לא היה רכוש עצמאי רב והיו לה חובות של מיליוני שקלים, ללא בסיס הוני מספק שיוכל לעמוד לזכות הנושים בעת צרה. הקטנת מכירותיה של החברה ולו במעט מביאה אותה כמעט באופן מיידי למצוקת פירעון, ונושיה ייפגעו. עניין **אפרוחי הצפון**, לעיל ה"ש 94, בפסקה 83 לפסק הדין של השופטת פרוקצ'יה.

137 שם, בפסקה 4 לפסק הדין של השופטת פרוקצ'יה. לגישה שיפוטית דומה ראו *In re McFarlin's, Inc.*, 49 B.R. 550 (Bankr. W.D.N.Y. 1989). זו גם גישתו של אוריאל פרוקצ'יה, לעיל ה"ש 94. אירית חביב-סגל סוברת כי לא כל מימון בהון עצמי בלתי הולם כשלעצמו מצדיק דחייה של תביעות החוב של בעלי מניות. לטעמה, השאלה היא שאלה של מידה. הון עצמי בלתי הולם במידה קיצונית עלול ללמד על היעדר רצינות עסקי למימון כאמור, ובנסיבות אלה יהיה מוצדק לדחות את תביעות החוב של בעל המניות. ראו חביב-סגל, לעיל ה"ש 126, בעמ' 303-306.

138 עניין **אפרוחי הצפון**, לעיל ה"ש 94, בפסקה נ"ז לפסק הדין של השופט רובינשטיין. כפי שצוין בפסק הדין, גישת השופט רובינשטיין תואמת את הגישה של בית המשפט הפדרלי לערעורים ב-7th Circuit בארצות-הברית. ראו *In re Lifschultz Fast Freight*, 132 F.3d 339 (7th Circuit 1997). זו גם גישתה של צפורה כהן – ראו כהן, לעיל ה"ש 29, כרך ב, בעמ' 887-890. לגישה שלפיה הון עצמי בלתי הולם אמנם נחשב לניהול בלתי נאות של חברה – אולם לא יבסס כשלעצמו דחיית חובות של בעלי מניות אם לא הוכחה התנהגות בלתי נאותה נוספת – ראו *In re Fabricators, Inc.*, 926 F.2d 1458, 1467-1469 (5th Cir. 1991).

139 ראו גם הדרה בר-מור "הדחיית חוב מוסרנית ומימון דק – הרהור ביקורתי על הלכת 'אפרוחי הצפון'" **תאגידים** 3 (2), 18-19 (2009).

עובדתי חשוב, הנזכר רק בשלהי פסק דינה של השופטת פרוקצ'יה: בחודשי הפעילות האחרונים של החברה טרם פירוקה, בשעה שכבר התדרדרה לקשיים כספיים, היא הגדילה את שיעור התחייבויותיה לספקים חיצוניים מחד גיסא, והוסיפה לפרוע חובות באופן בלעדי לספקים-בעלי המניות, מאידך גיסא.¹⁴⁰ נוסף לכך, בעלי המניות המשיכו לספק את הביצים לחברה במחירי הפסד בעבור החברה, כאשר המנכ"ל ויו"ר הדירקטוריון היו במצב של ניגוד עניינים.¹⁴¹ בשל כשלי התנהלות אלה, הגיע בית המשפט למסקנה הראויה בדבר דחיית חובותיה של החברה, אך לאו דווקא בשל הטעם העיוני המזוקק של הון עצמי בלתי הולם.¹⁴²

13.54 עיון בפסיקת בית המשפט העליון האמורה, כמו גם בפסיקות בתי המשפט המחוזיים, מלמד כי המגמה הכללית בפסיקה היא להתייחס אל הלוואות של בעלי מניות בכלל, ובעלי מניות שליטה בפרט, כאל מקור מימון שיש מקום לבחון בשבע עיניים את הצדקתו כחוב, בטרם יאושר ככזה. הפסיקה אינה מהססת לדחות חובות, כאמור, הנחזים כהשקעה הונית של בעלי מניות בכסות של הלוואה.¹⁴³ עם זה, כאמור, יש לזכור כי קיימים גם שיקולים עסקיים של ממש לבעלי מניות לממן חברה בדרך של הלוואה ולא בדרך של השקעה הונית.¹⁴⁴ לפיכך, אין למהר ולדחות חוב הנובע מהלוואת בעלים לפני שנבחנו הנסיבות העובדתיות והובררו היטב לבית המשפט.

(ב) סעיף 1ד52 לחוק ניירות ערך

13.55 אופן נוסף שבו עשויים בעלי מניות להיות נושים בחברה הוא באמצעות החזקתם באגרות חוב שהנפיקה החברה. בעלי מניות עשויים לרכוש אגרות חוב בשוק הראשוני, קרי: לרוכשם מן החברה המנפיקה, או בשוק המשני, קרי: לרוכשם בהליכי המסחר באגרות החוב מידי מחזיקים קודמים. תיקון משנת התשע"א-2011 לחוק ניירות ערך נדרש למעמד הפירעון של אגרות חוב המוחזקות בידי בעלי מניות שליטה. סעיף 1ד52 לחוק האמור קובע לאמור:

”בעל שליטה, בתאגיד מדווח בקשיים, המחזיק בתעודות התחייבות של התאגיד, לא יהיה זכאי לפירעון ההתחייבויות כלפיו מאת התאגיד אלא לאחר שהתאגיד פרע

140 לא ניתן היה לבטל פירעונות אלה מדין העברת ערך לידי נושה בעת חדלות פירעון, שכן התשלומים נפרעו בתקופה שקדמה לשלושת החודשים האחרונים לפני הגשת הבקשה לפירוק.

141 עניין אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 94, בפסקאות 88–89 לפסק הדין של השופטת פרוקצ'יה.

142 כשלי התנהלות של חברת נצבא, בעלת שליטה בחברת התמח"ת (התחנה המרכזית החדשה תל-אביב), בעת הליך חדלות הפירעון של האחרונה, הובילו לדחייה אפילו של חוב מובטח בשעבוד כלפי נצבא. ראו לעיל ה"ש 125. ראו גם האן, לעיל ה"ש 128.

143 ראו, למשל, פר"ק (מחוזי י-ם) Business Systems Consultants Ltd. 42153-05-14 נ' מקור ראשון המאוחד (הצופה) בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ב טבת התשע"ו, 3.1.2016); פש"ר (מחוזי ת"א) 1034/02 בר און נ' אליהו (פורסם בנבו, ג' ניסן התשס"ד, 25.3.2004). ראו גם בש"א (מחוזי ת"א) 104648/98 בעניין חברת תעשיות מפעלי חלב (י.ל.) (פורסם בנבו, כ"א כסלו התשנ"ט, 10.12.1998), אשר דחה חוב בעלים גם בטרם תיקן חוק החברות והוספת סעיף 6(ג) לחוק.

144 לעיל פסקה 13.52.

במלואן את כל התחייבויותיו כלפי מחזיקים אחרים בתעודות התחייבות, לרבות תשלומי ריבית והפרשי הצמדה, על פי הקבוע בשטר הנאמנות".¹⁴⁵

סעיף זה דוחה את זכות הפירעון של אגרות החוב המוחזקות בידי בעל שליטה עד לאחר פירעון מלא של החוב לשאר בעלי אגרות החוב. פירעון אגרות החוב לבעל השליטה לפי סעיף חוק זה תלוי אפוא בזכויות הפירעון של כלל אגרות החוב האמורות.¹⁴⁶ אם אגרות החוב מובטחות בשעבוד במלואן, ייפרעו אגרות החוב של בעל השליטה לאחר חוב מובטח זה, אך בעדיפות על פני חוב מובטח אחר הנמוך יותר בזכות פירעונו לעומת אגרות החוב,¹⁴⁷ או בעדיפות על החובות הלא-מובטחים. אם אגרות החוב מובטחות בחסר או שאינן מובטחות, יידחה פירעון אגרות החוב של בעל השליטה עד לאחר כלל הנושים הלא-מובטחים של החברה.¹⁴⁸

13.56 סעיף 1ד52 לחוק ניירות ערך נחקק כאמור בשנת התשע"א-2011. הרקע לחקיקתו הוא גל הבראת החברות המדווחות שחווה שוק ההון הישראלי בעקבות המשבר הפיננסי העולמי.¹⁴⁹ בחלק בלתי מבוטל מן החברות המדווחות שנקלעו לקשיים כספיים רכשו בעלי השליטה נתח מאגרות החוב שלהן בשוק המשני. לנוכח הקשיים של החברות, נסחרו אגרות החוב – ובהתאמה, נרכשו על ידי בעלי השליטה – במחיר זול המגלם את סיכון אי הפירעון. עם זה, כאשר החברות השכילו להגיע לתכנית הבראה ("הסדר חובות" בעגה העסקית) מול נושיהן נהנו בעלי השליטה משיעור פירעון הגבוה מן המחיר שבו רכשו את אגרות החוב קודם לכן בשוק. כלומר, במקום לחזק את החברה באמצעות הזרמת כספים לחיזוק הונה העצמי, או באמצעות הסכמה מול הנושים על פירעון חלקי לסילוק החוב (בשל מצבה הקשה של החברה), רוכשים בעלי השליטה את החובות בשוק המשני ומפיקים רווח כספי מדרישת פירעון החוב בערכו המלא מן החברה. על מנת לעקר תמריץ זה מבעלי השליטה חוקק סעיף 1ד52, הדוחה את זכות הפירעון כלפיהם מפני יתר המחזיקים באגרות החוב. על רקע זה, לא יפלא עוד כי המחוקק תחם את דחיית החוב האמורה רק לרכישת אגרות חוב על ידי בעלי השליטה בשוק המשני. לעומת זאת, אגרות חוב שרכש בעל השליטה בשוק הראשוני, כבר בשעת הנפקתן, הוחרגו מהוראה זו ואינן נדחות מפני זכות הפירעון של יתר אגרות החוב.¹⁵⁰

145 "תאגיד מדווח בקשיים" מוגדר בסעיף זה כדלקמן: "תאגיד מדווח שהודיע כי אין באפשרותו לפרוע את התחייבויותיו לפי תעודות התחייבות, תאגיד מדווח שלא פרע את התחייבויותיו כאמור או תאגיד מדווח שניתן לגביו צו לפתיחת הליכים לפי חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי".

146 עדיין ייתכן כי בדיון משפטי יחליט בית המשפט לדחות את חובו של בעל השליטה עוד מכוח סעיף 6 לחוק החברות.

147 לדיון על סדר הפירעון בין חובות מובטחים שונים ראו להלן פרק שישה-עשר.

148 החוב הלא-מובטח כלפי יתר מחזיקי אגרות החוב ייפרע באופן שוויוני עם יתר החובות הלא-מובטחים של החברה. על עקרון השוויון בין חובות לא-מובטחים ראו להלן פרק חמישה-עשר.

149 על המשבר הפיננסי העולמי ראו לעיל פרק שישי.

150 סעיף 1ד52(ב)(2) לחוק ניירות ערך.

(ג) סעיפים 21, 51 לפקודת השותפויות

13.57 בהליך של חדלות פירעון של שותפות או בפירוקה מתקיים העיקרון בדבר דחיית חובות. חיוב שחבה השותפות לשותף בה עקב הלוואה או מקדמות ששילם לה, שאינן בכחינת השקעה הונית בשותפות, ייפרע לשותף רק לאחר פירעון כל התחייבויותיה לנושים חיצוניים.¹⁵¹ דחיית חובות אלה באופן קבוע מפני חובות לנושים חיצוניים מתבקשת בשל היות האחריות של שותף בשותפות אחריות בלתי מוגבלת למלוא התחייבויותיה בעת היותו שותף בה.¹⁵² לו השותף היה נפרע באופן יחסי עם הנושים החיצוניים, הוא היה נדרש ממילא להשלים מהונו האישי כל חלק מחובות השותפות שלא נפרע לנושים האמורים. לפיכך, ההמתנה עם פירעון החוב כלפיו, עד לאחר פירעון מלא לנושים החיצוניים של השותפות, עולה בקנה אחד עם עקרון האחריות הבלתי מוגבלת של השותפים בשותפות.

2. חובות לנושים שאינם בעלי מניות

13.58 דחיית חובות היא סעד משפטי אשר מגיב להתנהלות של נושה שהקנתה לו יתרונות שאינם מוצדקים על פני יתר הנושים. התנהלות כאמור עלולה ללבוש צורות שונות. צורה אחת, אשר נדונה לעיל, היא עיצוב המימון של החברה באופן המיטיב באורח בלעדי עם בעל שליטה העוטה גם את גלימת הנושה.¹⁵³ ברם, בנסיבות מסוימות, גם נושה חיצוני, שאינו בעל מניות בחברה, עלול לרכוש יתרון שאינו הוגן על יתר נושי החברה. כך, למשל, כאשר הנושה חובר לחברה ונעתר לבקשתה להשמיט מדו"חותיה הכספיים את פירוט התחייבותה לנושה על מנת "לייפות" את דו"חותיה ולאפשר לה לגייס מימון נוסף בתנאים נוחים באופן יחסי.¹⁵⁴ כמו כן, לעתים בארצות-הברית מימנו נושים רכישה ממונפת של שליטה בחברה, תוך שעבוד של נכסי החברה שהשליטה בה נרכשת להבטחת המימון, וזמן לא רב לאחר מכן התמוטטה החברה עקב העמסת התחייבות הרכישה על נכסיה.¹⁵⁵ ברכישות כאמור, החברה מחמירה את מצבת התחייבויותיה באמצעות השעבוד האמור בלי שהיא זוכה לתמורה של ממש כנגד המהלך, שכן תמורת המימון משולמת לבעלי המניות שמהם נרכשת השליטה. ודוקו: עצם הרכישה הממונפת אינה בעייתית כשלעצמה.¹⁵⁶ רק צירוף הנסיבות וסמיכות הזמנים בין הרכישה להתמוטטות החברה שהשליטה בה נרכשה הם המעוררים בעייתיות.¹⁵⁷ אכן, התנהגות פוגענית של נושה היא עניין של נסיבות חריגות. ברם, בנסיבות כאמור, יש מקום לבחון דחייה של חובו

151 סעיפים 21, 51(2)(א), (ב) לפקודת השותפויות [נוסח חדש], התשל"ה-1975.

152 שם, סעיף 20(א).

153 לפסק הדין המכונן בעניין דחיית חוב כלפי בעל שליטה ראו Pepper v. Litton, 308 U.S. 295 (1939).

154 ראו, למשל, Allstate Life Insurance Co. v. Lintergroup Ltd., 994 F.2d 996 (2nd Cir. 1993).

155 נסיבות אלה אינן שכיחות בישראל. בישראל שכיח יותר כי הבנק המממן רכישה ממונפת יבטיח את עצמו בשעבוד המניות הנרכשות, ולא בשעבוד של נכסי החברה שהשליטה בה נרכשת. עם זה, היו תקדימים לעסקאות רכישה ממונפת דו-שלביות שבהן שועבדו נכסי החברה שהשליטה בה נרכשה. ראו האן, לעיל ה"ש 128, בעמ' 62.

156 ראו גם ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ', פסקאות 19–21 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, מיום כ"ח תשע"ז, 28.12.2016).

157 האן, לעיל ה"ש 128, בעמ' 63–65.

פרק שלושה-עשר: ביטול פעולות שהתקיימו ערב ההליך | 443

של נושה זה מפני חובות יתר הנושים. בארצות-הברית ניתן לדחות חוב של כל נושה, בין שהוא בעל מניות ובין שאינו כזה, מכוח ההוראה הכללית בדבר דחיית החובות הקיימת בחוק חדלות הפירעון שם.¹⁵⁸ ברם, בישראל חסרה הוראה כללית של דחיית חובות בחוק, וטוב היה עושה המחוקק לו נתן דעתו לכך.¹⁵⁹

Bankruptcy Code § 510(c) (“the court may – (1) under principles of equitable subordination, subordinate for purposes of distribution all or part of an allowed claim to all or part of another allowed claim” 158

בתי המשפט שדנו בתיקי פשיטת רגל ופירוק לפי הדין המנדטורי נחשבו כבתי משפט שדנו לפי דיני היושר וככאלה הם הוסמכו לצוות סעדים הנדרשים לשם עשיית צדק בין הנושים השונים. ראו ע”א 447/92 רוט נ’ אינטרקונטיננטל קרדיט קורפוריישן, פ”ד מט(2) 102 (התשנ”ה-1995); ע”א 141/74 פפרבוים נ’ שירזלי, פ”ד ל(1) 20 (התשל”ו-1975). סעד של דחיית חובות הוא מסוג הסעדים האמורים. 159

פרק ארבעה-עשר

חוזים נמשכים

א. מבוא

14.1 כשחייב עומד לפני פתיחת הליך של חדלות פירעון בעניינו, הוא עשוי להיות קשור בחוזים שצד אחד להם נדרש לקיים חיובי ביצוע כלפי הצד האחר ואילו הצד האחר נדרש לשלם תמורה כספית בעדם. דוגמאות לחוזים כאמור הם חוזי מכר, חוזי שכירות, חוזים למתן שירותים, חוזי שליחות, ועוד. קיום של חוזה כאמור, על ידי שני הצדדים, מתוכנן לעתים להימשך תקופה ארוכה. לעתים הצד הקונה, כלומר מקבל המוצר או השירות, נקלע לחדלות פירעון לפני שהצדדים השלימו את ביצוע החוזה. נסיבות כאמור מעוררות שאלות אחדות אשר יקשה להפריז בחשיבותן ובהשפעותיהן. שאלות אלה מבקשות לברר אם החוזה הופר בנסיבות כאמור, ואם כן – מה הם הסעדים העומדים לרשות הצד שנפגע. עוד יש לברר אם חדלות הפירעון מזכה את הצד שכנגד בזכות להביא את החוזה לידי סיום אף בלא הפרה מצד חדל הפירעון. כפי שנראה, שאלות אלה נסבות על שתי נקודות עיקריות: סיכויי הבראתו של החייב וסדרי העדיפות בין נושיו.

14.2 להבהרת ההתחבטות המתעוררת בשל חדלות הפירעון של אחד הצדדים לחוזה, שחיוביו עודם תלויים ועומדים לביצוע,¹ ראוי להבחין בין שני תרחישים מנוגדים:

(א) חדל הפירעון מעוניין בהמשך קיומו של החוזה ואילו הצד שכנגד מבקש לבטלו.

(ב) הצד שכנגד מעוניין בהמשך קיומו של החוזה ואילו חדל הפירעון מבקש להשתחרר ממנו.

כל אחד משני תרחישים אלה יידון להלן בנפרד.

1 חוזה שקיומו נמשך זמן-מה ואשר שני הצדדים טרם השלימו את קיום חיוביהם על פיו מכונה בארצות-הברית executory contract. ראו Vern Countryman, *Executory Contracts in Bankruptcy: Part I*, 57 MINN. L. REV. 439 (1973); Michael T. Andrew, *Executory Contracts in Bankruptcy: Understanding Rejection*, 59 U. COLO. L. REV. 845 (1988). ראו גם AHARON NAMDAR, CONTRACTS IN BANKRUPTCY (1977). לביקורת על דרישת ה-executory כמיני החוזים היחידים שניתן להתערב בתנאיהם בהליכי חדלות פירעון ראו Jay L. Westbrook & Kelsi M. Stayart, *The Abolition of Dysfunctional Contracts in Bankruptcy Reorganizations*, available at <https://ssrn.com/abstract=2726880> (February 15, 2016).

ב. המשך קיומו של החוזה לאחר הפרתו

1. זכות הנפגע מהפרה לביטול החוזה וטעמיה

14.3 תרחיש זה זכה להסדרה חקיקתית מפורשת בדיני חדלות הפירעון לראשונה רק בתיקון מס' 19 לחוק החברות אשר נחקק בשנת התשע"ב-2012. עובר לחקיקה זו הוא התפתח במשפט הישראלי, עקב בצד אגודל, בפסקי דין ספורים של בתי המשפט המחוזיים. תרחיש זה יידון תחילה מן הפן העיוני, בהתעלם מן ההסדרה החקיקתית בישראל. לאחר הדיון העיוני, יפורט בהרחבה ההסדר החקיקתי העדכני.²

14.4 לצורך הדיון בתרחיש הראשון שנמנה לעיל, נניח תחילה הנחה מקדמית שלפיה, עובר לפתיחת הליך חדלות הפירעון, הפר הצד חדל הפירעון את החוזה עם הצד שכנגד.³ ההפרה השכיחה מכול בנסיבות אלה היא אי תשלום במועד שבו היה מחויב על פי החוזה, ועל כן נבחר בה לצורך הדיון. ברוב החוזים, אי תשלום מצד קונה המוצר או השירות מוגדר כהפרה יסודית של החוזה. לפיכך, ההנחה המקדמית היא כי חדל הפירעון הפר את החוזה הפרה יסודית עובר לפתיחתו של הליך חדלות הפירעון. לפי דיני החוזים, בנסיבות כאמור עומדת לרשות הצד שכנגד, כנפגע מהפרה יסודית של החוזה, הזכות לבטל את החוזה.⁴ כל שנדרש ממנו לשם כך הוא לשלוח הודעת ביטול לצד המפר.⁵ השימוש בסעד ביטול החוזה העומד לרשותו מכוח החוק אינו, כשלעצמו, התנהגות חסרת תום לב. נהפוך הוא, ההנחה הבסיסית של דיני החוזים היא כי משהופר החוזה הפרה יסודית, הצד היחיד הראוי לאהדת הדין ולהגנתו הוא הנפגע מהפרת החוזה.⁶ לפיכך, ביטול החוזה על ידיו הוא פעולה ראויה ומוצדקת מנקודת ההשקפה של דיני החוזים.

14.5 דיני החוזים מקנים לנפגע את הזכות לברור לעצמו את הסעד שבו יזכה בשל הפרת החוזה. ברצותו, יוכל הנפגע לבחור בהמשך קיום החוזה, באמצעות סעד האכיפה, וברצותו יוכל הנפגע לבטל ולנתק את יחסיו המשפטיים עם מפר החוזה מכאן ואילך. השאלה המהותית בעניין זה היא מה טעם ראה הדין לאפשר לנפגע מהפרת החוזה לנתק את יחסיו המשפטיים עם המפר. מדוע לא הסתפק הדין בפסיקת פיצויים לנפגע בשל הנזק שנגרם לו עקב ההפרה, ולא דרש את המשך קיום החוזה מכאן ואילך? ודוקו, שאלה זו מתעוררת בנוגע לחוזים נמשכים, אשר להם שלבי ביצוע אחדים הנדרשים משני הצדדים לחוזה. כאשר, למשל, שוכר לא שילם דמי שכירות בעבור אחד מחודשי השכירות, השאלה היא מדוע זכאי המשכיר לנתק את היחסים המשפטיים ולהשתחרר מקיום השכירות אף מכאן

2 להלן פסקאות 14.24–14.29.

3 בפסקאות 14.30–14.39 להלן תיזנח הנחה מקדמית זו. פסקאות אלה יבחנו אם זכאי הצד שכנגד להביא את החוזה לידי סיום עקב תנאי מפסיק, אפילו לא הפר חדל הפירעון את התחייבויות התשלום שלו עד לאותה שעה.

4 סעיף 7(א) לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה), התשל"א-1970.

5 שם, סעיף 8.

6 ע"א 187/89 רובין נ' זהר, פ"ד מה(5) 824, 836 (התשנ"ב-1991); ע"א 11386/05 שרבט מלכיאל ובניו בנין לעם בע"מ נ' אלמוג, פסקה 13 לדברי השופט חשין (פורסם בנבו, מיום ט' אב התשס"ז, 24.7.2007).

ואילך. בחוזים אשר בהם כל אחד משני הצדדים חייב לקיים חיוב אחד בלבד, כגון חוזה למכירת נכס, אי קיומו של החיוב על ידי צד אחד קשור בטבורו לחיוב המסוים שבו מחויב חברו כלפיו. ולפיכך, בחוזה הדורש קיום חד-פעמי, סביר לצפות כי אי קיום מצד המפר ישחרר אף את הצד שכנגד, הנפגע מן ההפרה, מקיום התחייבותו החוזית.⁷ טעמי מדיניות אחדים עשויים לעמוד ביסוד סעד הביטול גם בחוזים נמשכים. טעמים אלה הם:

- (א) הגנה מפני הפרה נוספת.
- (ב) הרתעה מלכתחילה מפני הפרה.

להלן נעמוד על טעמים אלה כסדרם.

(א) הגנה מפני הפרה נוספת

14.6 טעם אפשרי אחד להקניית זכות ביטול לנפגע מהפרת חוזה מבוסס על ההנחה שאף להבא יוסיף הצד המפר ויפר את החוזה עם הצד הנפגע. הפרת העבר עלולה לבשר על נטייתו של המפר שלא לכבד את תנאי החוזה שבו הוא התחייב. לפיכך, המשפט מבקש לגונן על הצד הנפגע מן ההפרה ולחסנו מפני פגיעה חוזרת ונשנית שהמפר עלול להסב לו אף בעתיד.⁸

(ב) הרתעה מלכתחילה מפני הפרה

14.7 טעם אפשרי אחר להקניית סעד הביטול לצד הנפגע הוא שניתוק היחסים בין הצדדים לחוזה מכאן ולהבא עשוי לשמש אמצעי הרתעה יעיל כלפי מפריים-בכוח לבל יפרו את חוזהם. אם מפר-בכוח יידע כי הפרת החוזה מצדו תמנע בעדו מלקצור את פירות החוזה העתידיים, הוא ישקול היטב את צעדיו בטרם יפר את החוזה. הפרת החוזה מצדו תאלצו לא רק לפצות את הנפגע על הפרת העבר, כי אם גם לוותר על רווח עתידי שהוא מבקש להפיק מן החוזה. אמנם, כמענה על החשש מפני הפרה יעילה, כלומר הפרה מחושבת המוערכת כמשתלמת למפר, קבע בית המשפט העליון כי נפגע מהפרת חוזה זכאי לפיצויים מורחבים אשר ישללו מן המפר כל רווח חלופי שהוא עשוי להפיק מהשתחררותו המחושבת מן החוזה.⁹ ברם, כיצד יורתע מפר-בכוח מפני הפרה יעילה, בנסיבות שבהן הוא מעוניין בהמשך קיומו של החוזה המופר? פיצויי קיום לבדם אך מאלצים אותו לשלם את שנדרש ממנו על פי החוזה מלכתחילה, אולם אין בפסיקת פיצויים, כשלעצמה, משום הרתעה מספקת מפני ניסיון הפרה מחושב. אלמלא סעד הביטול, כדאי היה למפר-בכוח להסתכן ולהפר את החוזה. לפי חישובו של

7 דברים אלה אכן כוחם יפה גם אם החוזה הופר מחמת חדלות פירעון. כך, למשל, אם עובר לחדלות פירעונו התקשר חדל הפירעון בחוזה לרכישת נכס מקרקעין מן הצד שכנגד, לא יוכל בעל התפקיד לדרוש מן הצד שכנגד כי ימסור לו את המקרקעין ויעביר את הבעלות בהם בלא שבעל התפקיד ישלם לו את מלוא התמורה החוזית בעבורם. ראו ע"א 307/89 בן עזרא נ' אברהם גינדי בע"מ (בפירוק), פ"ד מד(3) 177 (התש"ן-1990).

8 מיגל דויטש ביטול חוזה בעקבות הפרתו 79 (התשנ"ג).

9 ד"נ 20/82 אדרס חומרי בנין בע"מ נ' הרלו אנד ג'ונס ג.מ.ב.ה, פ"ד מב(1) 221, 267-268 (התשמ"ח-1988).

המפר-בכוח, ייתכן שהנפגע מן ההפרה יתפשר עמו על ערכו הכלכלי של החיוב שהופר בעבר, או שהלה יתבענו ויתקשה לבסס את עילת תביעתו או להוכיחה בראיות. בתרחיש הגרוע מכול למפר-בכוח, אם יזכה הנפגע בתביעת הפיצויים כלפיו, ייאלץ המפר לקיים בסופו של דבר את שנדרש ממנו מעיקרא. סעד הביטול, לעומת זאת, עשוי לשמש כשוט הרתעה יעיל. אם הפרת החוזה תשלול מן המפר-בכוח גם את רווחיו העתידיים מן החוזה, מלבד החובה לפצות את הנפגע על נזקי הפרת העבר, או-אז תעוקר הכדאיות שבהפרת החוזה מראש.¹⁰

2. חשיבותו של חוזה נמשך להבראת החברה

14.8 חוזה נמשך עשוי להתגלות כחיוני ביותר לחדל הפירעון. לא פעם, המשכו של החוזה הוא היסוד לקיומו העסקי של החייב. כך, למשל, חוזה לקבלת שירותי תשתית תקשורת מ"בזק" הוא חוזה הנחוץ לחברה לשם המשך ניהול עסקיה. המשכו של החוזה הוא חיוני, שכן משא ומתן לכריתתו של חוזה חלופי עלול לדרוש זמן רב ולצרוך עלויות כספיות בלתי מבוטלות. בנסיבות אלה, כריתת חוזה חלופי היא אפשרות בלתי מעשית בעבור החייב בגלל מצבו הכספי הדחוק. כזכור, לחייב אשר נקלע לחדלות פירעון חסרים שניים אלה: כסף נזיל וזמן. כל פעולה נחוצה לעסקו אשר תדרוש השקעת שני משאבים אלה, תידון לכישלון. על כן, לא פעם, המשך קיומו של חוזה, שבו כבר קשור חדל הפירעון, הוא מבחינתו המשאב אשר גורלו יחרוץ את עתידו לחסד או לשבט. כך הדבר, למשל, בנוגע לחוזה קבלנות נמשך, או חוזה נמשך להספקת מוצרים או שירותים חשובים בעבור חדל הפירעון. סוג נוסף של חוזים נמשכים, שחשיבותם עשויה להתגלות כמכרעת, הוא חוזה לשכירות ארוכת טווח של נכס מקרקעין. הנכס המושכר עשוי להיות בעל חשיבות מכרעת לעסקי החייב. מיקומו של נכס מקרקעין כאמור, נגישותו לספקים וללקוחות, עלויות זולות באופן יחסי של שכירות, חיובי ארנונה זולים לרשות המקומית ועוד, הופכים לא פעם את הנכס המושכר למשאב חיוני לתשתית העסקית של חדל הפירעון. לפיכך, המשכו של חוזה השכירות או סיומו ישפיעו במידה רבה על עתידו של חדל הפירעון. ואמנם, שכירות של נכס מקרקעין היא אופיינית לעסקי קמעונאות רבים. דברים אלה כוחם יפה כיום יותר מאי פעם בעבר, בשל ריכוזו של כוח הקנייה הצרכני במרכזי קניות. מרכזים אלה מצויים, בדרך כלל,

10 כפי שעולה מן הכתב העיקרי, ההתייחסות אל סעד הביטול כאל אמצעי הרתעה מפני הפרה יעילה של החוזה מצמידה את הסעד האמור אל סעד האכיפה ורואה בשניהם סעדים מנוגדים, אך המשלמים זה את זה בהגשמת תכלית ההרתעה האמורה. אנשי הניתוח הכלכלי של המשפט אינם שוללים, מבחינה עקרונית, את זכות ההפרה היעילה של חוזה ולפיכך מסתייגים מסעד האכיפה. לשיטתם, אכיפה היא מוצדקת רק כאשר הנפגע ניזוק בכך שנמנע ממנו מוצר "ייחודי", כלומר מוצר אשר העלות לקביעת ערכו האישי לנפגע גבוהה במיוחד, בשל מיעוט עסקאות בשוק בנוגע למוצר כאמור. סעד האכיפה חוסך לצדדים ולמערכת המשפט את העלויות הכרוכות בקביעת שיעור הנזק שנגרם לנפגע. ראו Anthony T. Kronman, *Specific Performance, in THE ECONOMICS OF CONTRACTS LAW* 181, 188–189 (Anthony T. Kronman & Richard A. Posner eds., 1979). אף לפי גישה זו קיימת תאימות תכליתית בין סעד האכיפה לסעד הביטול. אף סעד הביטול מזכה את הנפגע בפיצוי על נזקו האישי (בהשיכו את הצדדים למצבם הטרם חוזי), בנסיבות שבהן העלויות לבירור נזקו האישי הממשי, בדיון על פיצוי כספי, גבוהות במיוחד. ראו George L. Priest, *Breach and Remedy for the Tender of Nonconforming Goods under the Uniform Commercial Code: An Economic Approach*, 91 HARV. L. REV. 960, 963–968 (1978).

בבעלותה של חברה נדל"נית, והחנויות השונות במתחם שוכרות ממנה שטחי מסחר. רשתות קמעונאיות רבות מנהלות אפוא את עיקר פעילותן באמצעות חנויות שכורות במרכזי הקניות השונים ברחבי המדינה.¹¹

14.9 הליך ההבראה של חברה תלוי בקיום רצוף של העסק. כל עצירה או עיכוב במחזור העסקים השוטף של החברה ישבש את היכולת המעשית לחלצה מן המשבר הכספי שבו היא נתונה ולהשיבה לפסים עסקיים רגילים. כדי לקיים חברה, יש לשמור את ספקיה מזה, ואת לקוחותיה מזה. בלא הספקה שוטפת של משאבים ובלא מכירות, יקרסו עסקי החברה, וכל רצון משפטי למנוע קריסה זו לא יועיל. אם הבראת חברה הנתונה בקשיים כספיים חשובה בעיני הדין, עליו לתת את הדעת על המשאבים העיקריים שעליהם נשען עסקה של החברה. הדיון בפרק שלישי לעיל הראה כי יש נסיבות מוסכמות על הכול שבהן ראוי להותיר חברה, חרף קשייה הכספיים, כעסק פעיל ולהימנע מחיסול עסקיה. המחלוקת הגדולה נסבה על השאלה **מה הם השיקולים שיש לשקול** לשם החלטה בשאלה אם לנסות להבריא חברה או לחסל את עסקיה. הגישה הכלכלית גורסת כי יש מקום לנקוט מהלכים לשימורה של חברה רק כאשר הדבר ישיא בהכרח את ערך החברה לנושיה ויניב להם פירעון גבוה מזה שהיו מקבלים לו חוסלה החברה ונכסיה היו נמכרים בנפרד. גישה אחרת גורסת כי הבראת חברה היא פעולה שראוי לנקוט אף לשם הגנת עניינן של אוכלוסיות הקשורות לחברה ואשר אינן בבחינת נושיה הכספיים, כגון עובדי החברה, בעלי מניות בה או לקוחותיה וספקיה.¹² הגישות השונות תחלוקנה זו על זו אפוא בשאלה אם במקרה נתון, שבו ידוע כי ההבראה לא תשיא את שיעור ההחזר לנושים, יש לנקוט הליך הבראה, אם לאו. בנסיבות שבהן אין ברור בשלב פתיחת ההליך אם הליך הבראה ישיא את ההחזר לנושים, אם לאו, והדבר מוטל בספק, תיטה הגישה הכלכלית אל עבר פתרון נחרץ ומהיר באופן יחסי של מכירת נכסי החברה, כחבילה או בנפרד. לעומתה, הגישה המסורתית תיטה אף בנסיבות אלה לפתוח לחברה פתח של תקווה ולתת לה הזדמנות לייצב את עסקיה בטרם ייגדעו. אולם, במקרה שבו ברור כי ההבראה אכן צפויה להשיא את שווי ההחזר לנושים, הכול יודו כי יש מקום לנקוט הליך כאמור. כאשר הנסיבות מצדיקות פתיחתו של הליך הבראה, בין לפי הגישה האחת ובין לפי הגישה האחרת, יידרש הדין לשאלת גורלו של החוזה הנמשך.¹³

11 כך, למשל, פזורות עשרות חנויות של רשת "מגה בעיר" המוחזקות בשכירות במרכזי ערים שונים ברחבי הארץ. ראו פר"ק (מחוזי מרכז) 61098-06-15 בעניין **מגה קמעונאות בע"מ**.

12 לדיון בשתי גישות אלה לתכליתם של דיני חדלות פירעון, ראו לעיל פרק שלישי.

13 אכן, עורכי מחקר השוואתי, שבחן את יעילותם של הליכי חדלות הפירעון השונים ב-88 מארצות העולם, הסיקו בין היתר כי כללים משפטיים המאפשרים לספקים או ללקוחות של חברות לבטל את החוזים עמן, בהיות החברות בהליך חדלות פירעון, הם כללים המפחיתים יעילות. ראו, Simeon Djankov, Oliver Hart, Caralee McLiesh & Andrei Shleifer, *Debt Enforcement Around the World*, 116 J. POL. ECON. 1105 (2008).

3. סיווג זכות הביטול בהפרה מחמת חדלות פירעון

14.10 כאשר המדיניות המשפטית היא לקדם הליך הבראה, האם ראוי לסייג את זכותו של הצד שכנגד לבטל את החוזה, חרף הפרתו בידי חדל הפירעון? האם השיקול של הבראת החברה, שאותו מעודדים דיני חדלות הפירעון, גובר על השיקולים שביסוד סעד הביטול המעוגן בדיני החוזים? האם הפרת חוזה מחמת חדלות פירעון שונה מהפרת חוזה מחמת סיבה אחרת? על פניו, נראה כי הגישה של דיני החוזים להפרת חוזים היא גישה אחידה. הפרת חוזה היא הפרת חוזה, תהא הסיבה להפרה אשר תהא.¹⁴ לפי דיני החוזים, הסיכונים והנזקים הנובעים מהפרת חוזה רובצים לפתחו של המפר, בלי לבדוק בציציות המקרה מה גרם להפרה.¹⁵ ברם, התבוננות במציאות הכלכלית של חדלות פירעון ובתנאי הפעולה שבה, עשויה להאיר את הפרת החוזה על ידי חדל הפירעון באור אחר. בהתאמה, אף הסעדים אשר יעמדו לרשותו של הנפגע מהפרת החוזה עשויים להשתנות לאור השיקולים המורכבים המתעוררים בנסיבות כאמור.

14.11 לעניות דעתי, אכן ראוי לסייג את זכותו של נפגע מהפרת חוזה בנסיבות אלה לבטל את החוזה הנמשך. לשיטתי, סיווג זכות הביטול אינו מנוגד לדיני החוזים כי אם מחדדם, בהבחינו בין הפרה מחמת חדלות פירעון להפרה שאינה מחמת חדלות פירעון.¹⁶ לטעמי, בחינה זהירה של תכליות סעד הביטול, אשר נדונו לעיל, תוכיח כי סעד הביטול אינו כה "טבעי" ומוכן מאליו בנוגע להפרות מחמת חדלות פירעון. תכליות אלה מתאימות להפרת חוזה שלא מחמת חדלות פירעון. אולם, כאשר בהפרת חוזה מחמת חדלות פירעון עסקינן, דומה כי נחלש תוקפן של שתי התכליות האמורות.

(א) חשש מופחת מפני הפרה נוספת

14.12 תכלית ההגנה על הנפגע מפני הפרה נשנית בעתיד רומזת כי יש להקיש מן ההפרה בעבר שהחוזה יופר גם בעתיד. על רקע הפרת החוזה בעבר, גובר החשש כי הצד המפר יפרנו שנית. ברם, הסתברות זו מבוססת כל עוד אלה שכיוונו את החלטותיו ואת התנהגותו של חדל הפירעון בשעת הפרת החוזה בעבר, יכוונו את התנהגותו אף מכאן ולהבא, וכל עוד התנאים הסביבתיים שבהם פעל חדל הפירעון בשעת הפרת החוזה נותרו כשהיו. תנאים אלה אינם מתקיימים בנוגע להפרה מחמת חדלות פירעון. בהליך של חדלות פירעון שולט בחייב ומכוון את התנהגותו גורם אנושי שונה משלט בו לפני ההליך. בהליך של חדלות פירעון שולט בחייב ובפעולותיו בעל תפקיד ממונה מטעם בית

14 מיגל דויטש **ביטול חוזה בעקבות הפרתו**, לעיל ה"ש 8, בעמ' 129–130. דויטש טוען כי לצורך קיומה של הפרה אין נדרשת "אשמה" מצד המפר. ראו עוד ע"א 264/83 **שרביט נ' צדיק**, פ"ד (4) 746, 750–751 (התשמ"ד-1983).

15 אריאל פורת טוען כי אף בהפרת חוזה ראוי לאזן גישה קוטבית זו, באמצעות שקילת שיקולי "אשם תורם", אשר יכריעו במחלשות ההגנה שיזכה לה הנפגע מהפרת החוזה. ראו אריאל פורת **הגנת אשם תורם בדיני חוזים** 57–63 (התשנ"ז).

16 ההבחנה בין שני סוגי ההפרות מתייחסת לחוזים נמשכים שבהם ביצוע ההתחייבויות החוזיות על ידי שני הצדדים נפרש על פני פרק זמן נמשך. לעומת זאת, באשר לחוזה אשר בו כל צד נדרש לקיים אך התחייבות חד-פעמית, אין מקום לסייג את זכות הביטול אף בהפרה מחמת חדלות פירעון. ראו לעיל ה"ש 7 והכתב העיקרי הסמוך לה.

המשפט. בעל תפקיד זה אינו החייב, ובמקרה של חייב תאגידי אין הוא נמנה עם הנהלת החייב שלפני ההליך.¹⁷ בתפקידו, נושא בעל תפקיד זה באחריות כבדה ופועל לפי הנחיותיו והוראותיו הדקדקניות של בית המשפט. שינוי זה בתנאי הפעולה מצמצם את החשש מפני הפרה נשנית של החוזה. זאת ועוד, הפרת חוזה מחמת חדלות פירעון משמעה אי קיום החיוב בשל המחסור באמצעים כלכליים של חדל פירעון. כאשר אין לחדל הפירעון כסף מזומן באמתחתו, הוא יחסיר תשלום לצד שכנגד חרף מחויבותו החוזית. ברם, בהליך של חדלות פירעון, לא אחת, תנאי הפעולה בעבור חדל הפירעון משתנים לטובה, ולו לזמן-מה. משנפתח הליך כאמור, משכיל לא פעם בעל התפקיד הממונה לגייס מימון בנקאי חדש לפעילותו השוטפת של חדל הפירעון.¹⁸ מימון זה לא עמד לרשות חדל הפירעון עובר לפתיחת ההליך. מימון כאמור עשוי לסייע לחדל הפירעון לקיים את ההתחייבויות החוזיות מכאן ולהבא. לפיכך, הפרת החוזה בעבר אינה מעידה בהכרח על אשר צפוי לקרות בהמשך היחסים החוזיים בעתיד. ודוקו, איני טוען שכל חוזה נמשך, התלוי ועומד בתחילתו של הליך חדלות הפירעון, ניתן לקיום בהליך ואין כל חשש ממשי מפני הפרתו הנשנית בעתיד. ברי כי שאלה זו היא שאלה עובדתית התלויה בנסיבותיו הפרטניות של כל הליך והליך. הטענה היא אפוא כי באותם תיקים, שבהם ישכיל בעל התפקיד הממונה לשכנע את בתי המשפט כי הקיום של החוזה בעתיד הוא מעשי וכי החשש מפני הפרתו קטן יחסית, אין להחשיב יתר על המידה את הפרת העבר כשיקול בהחלטה בדבר גורלו העתידי של החוזה.¹⁹

(ב) הפרה מאונס אינה בת הרתעה

14.13 אף תכלית ההרתעה מפני הפרות-בכוח אינה מצדיקה ביטול חוזה בעקבות הפרתו מחמת חדלות פירעון. הרתעה מפני הפרה-בכוח כוחה יפה כשהמשפט נדרש להתמודד עם הפרה יעילה, מחושבת ורצונית. כסעד מרתיע ומסכל זדון, הביטול נועד לרשש מלבו של המפר-בכוח את הרצון להפר את החוזה. ברם, הפרה מחמת חדלות פירעון אינה הפרה רצונית. זו הפרה מאונס, בכוח הנסיבות. כלומר, בגלל מצבו הכספי הדחוק של חדל הפירעון, הוא נאלץ שלא לקיים את החוזה. כל מחשבה או חפץ בהפרה זו אינם שייכים לכאן. ממילא, אף ההרתעה הגלומה בסעד הביטול לא תפחית את הסתברות ההתרחשות של הפרה זו. לפיכך, דבקות בסעד הביטול ויישומו בלא כחל ושרק בנסיבות

17 תיאור זה של כהונתו של בעל תפקיד ממונה, נאמן לדין הנוהג בישראל ובמרבית ארצות העולם המערבי. עם זה, הטענה בכתב העיקרי בדבר שינוי הנסיבות שבהן מקבל ההחלטות בחייב פועל, כוחה יפה אף לפי דגם השליטה של Chapter 11 בארצות-הברית. אף שלפי דגם זה, הנהלת החייב המסורתית נותרת בתפקידה, הרי שהיא פועלת בהליך לפי הנחייתו הצמודה של בית המשפט ובפיקוחה של ועדת נושים. שינוי זה אמור להקהות את החשש שמא תשוב ההנהלה ותפר את החוזה שבו החייב קשור עם הצד שכנגד. לדיון בדגמים השונים של שליטה בעובר הליך של חדלות פירעון, ראו לעיל פרק תשיעי.

18 על מימון כאמור ראו לעיל פסקאות 11.37–11.41. ראו עוד להלן פסקה 16.42.

19 בשוקלו אם לסייג את ביטול החוזה, אם לאו, יוכל בית המשפט לדרוש מבעל התפקיד להעמיד ערובות לקיום החוזה, כגון ערבות צד שלישי וכדומה. ראו Bankruptcy Code §365(b). לפי סעיף זה, על בעל התפקיד לספק "adequate assurances" בבואו לאמץ את החוזה. ראו גם סעיף 72(א) לחוק חדלות פירעון; להלן פסקה 14.24.

אלה אינם מגשימים את התכלית שביסוד סעד זה.²⁰ ואין לחשוש שמא לכשיסייג הדין את זכות הביטול של נפגע מהפרה בעת שהמפר נכנס להליך חדלות פירעון, ייווצר תמריץ לצד החוזה להפר מדעת ומרצון את החוזה, במחשבה כי בסמוך לאחר ההפרה הוא יימצא בהליך חדלות פירעון ויחוסן מפני ביטול החוזה חרף הפרתו.²¹ שני טעמים עיקריים בדבר: האחד הוא שמפר-בכוח כאמור, השוקל אם להפר באופן רצוני (שלא לומר זדוני) את החוזה, צריך שיביא בחשבון כי הנפגע מן ההפרה עלול לבטל את החוזה עמו עקב ההפרה, עוד בטרם יהיה סיפק בידי המפר להיכנס להליך של חדלות פירעון. במקרה זה, יחול הרעיון הבסיסי שביסוד סעד הביטול בדיני חוזים – כלומר, הביטול כהרתעה מפני הפרה רצונית יפעל במלוא עוזו. כל עוד לא נפתח הליך של חדלות פירעון, לא תסויג זכות הביטול כל עיקר.²² אם המפר-בכוח מעוניין להוסיף וליהנות מפירות החוזה שבינו לבין הצד שכנגד, עליו אפוא להיזהר מהפרה מכוונת כאמור.²³ הטעם השני הוא שלשם השלמת מהלכו הזדוני, יהיה על המפר-בכוח להיכנס להליך של חדלות פירעון בסמוך לאחר ההפרה. דא עקא, כבר ראינו לעיל כי, בדין המצוי בישראל, כניסה להליך כאמור כרוכה במחיר אישי כבד לחייב (או לנושאי המשרה שבו) – במקרה של חייב תאגידי): עליהם לפנות את מקומם לטובת בעל תפקיד ממונה.²⁴ מסופקני אם חייב אשר נקלע לקשיים כספיים או נושאי משרה שבו יכלכלו מדעת מהלך של הפרת חוזה, אשר ידרוש מהם בסמוך לאחר מכן להכניס את החברה להליך של חדלות פירעון תוך כדי הקרבת חירותם או משרותיהם האישיות.²⁵ משום כך אני סובר כי אין לחשוש יותר מדי מפני הפרות רצוניות של חוזים, עובר

20 להנמקה דומה להצדקת אי חיוב בפיצויי הלנת שכר בגין הלנת שכר במהלך פירוק, ראו ע"א 9555/02 זידאן נ' ברית פיקוח לקואופרציה החקלאית העובדת בע"מ, פ"ד נט(1) 538, 560 (התשס"ד-2004); פ"ש"ר (מחוזי ת"א) 1066/02, בש"א 12145/04 קרמר נ' המנהל המיוחד לבדיקת תביעות חוב של עובדים של מערכות אקוודוקט – ניהול ופיקוח (1996) בע"מ (פורסם בנבו, מיום 'י חשון התשס"ה, 25.10.2004).

21 חשש זה יתעצם, לכאורה, אם ייקבע עוד בדין כי ניתן להמשיך את החוזה, ואין לבטלו, אפילו בלא תיקון הפרות העבר. לדין בשאלת הצורך בתיקון הפרות העבר, כתנאי להמשך החוזה שהופר, ראו להלן פסקאות 14.16–14.22.

22 שאלה מעניינת היא מדוע לא תסויג זכות הביטול בדיעבד, לאחר שהמפר אכן נקלע להליך רשמי של חדלות פירעון, בדומה לביטול בדיעבד של העברת רכוש לידי נושה. אכן, בפרק אחד-עשר לעיל הובהר כי הביטול בדיעבד נועד להחיל את הדין הקיבוצי למפרע משעת חדלות הפירעון הכלכלית של החייב. ראוי היה אפוא לסייג אף את ביטולו של חוזה שבוצע בשעה שהחייב כבר היה חדל פירעון, שכן הביטול שולל רכוש מן החייב ואינו מגשים, וברוב המקרים, את תכליתו המקורית של סעד הביטול. ברם, דומני כי יהיה מרחיק לכת, ובעיקר בלתי מעשי בעליל, לחזור ולחדש הסכם, בעל חיובי "עשה" נוספים שטרם קוימו, כעבור חודשים מאז שחוזה זה כבר בוטל בפועל והצדדים פנו איש איש לדרכו הנפרדת. דבר זה שונה מביטולה של העברת רכוש, אשר אינה דורשת מן הנושה ומן החייב חדל הפירעון לקיים כל חיובי "עשה" חדשים שטרם בוצעו. בביטול העברת רכוש לידי נושה, כל שנדרש הוא להשיב את הרכוש שניטל מן הקופה בעבר – הא ותו לא.

23 George G. Triantis, *The Effects of Insolvency and Bankruptcy on Contract Performance and Adjustment*, 43 U. TORONTO L.J. 679, 698 (1993); George G. Triantis, *Termination Rights in Bankruptcy: The Story of Stephen Perlman v. Catapult Entertainment, Inc.*, in *BANKRUPTCY LAW STORIES* 55, 68 (Robert K. Rasmussen ed., 2007).

24 לעיל פרק תשיעי.

25 ראו גם David Hahn, *The Internal Logic of Assumption of Executory Contracts*, 13 U. PA. J. BUS. L. 723, 735–737 (2011).

לפתיחתו של הליך חדלות הפירעון, רק בשל סיוג זכות הביטול בהליך של חדלות פירעון. הפרות חוזים, עובר לפתיחת הליך חדלות פירעון בשעה שהחייב כבר נקלע למצב כלכלי של חדלות פירעון, תהיינה, רובן ככולן, הפרות מאונס. לא חישוב קר ותועלתני ימנע בעד חדל הפירעון מלשלם על פי החוזה, כי אם מצוקתו הכספית.

(ג) הסמכת בית המשפט לסייג את זכות הביטול

14.14 לפיכך, דומני כי משנקלע חדל הפירעון, מפר החוזה, להליך של חדלות פירעון, ראוי לפתוח פתח בנסיבות המתאימות לסייג סעד הביטול הנתון לנפגע מן ההפרה לפי דיני החוזים. עם זה, בגלל הנסיבות המשתנות מתיק חדלות פירעון אחד למשנהו, ראוי לקבוע בדין כי סיוג סעד הביטול יהיה בסמכותו של בית המשפט. בית המשפט יחליט בדבר לאחר שתוגש לו בקשה רשמית מצד בעל התפקיד ויתקיים דיון משפטי בבקשה.²⁶ בדיון זה יתבהרו לפני בית המשפט הנסיבות של החוזה המסוים.²⁷ במהלך הדיון יצטרך בית המשפט לשקול, בין השאר, את השיקולים האלה:

- (א) האם סיכויי ההבראה של חדל הפירעון טובים או קלושים.
- (ב) האם המשכת החוזה תפגע ביציבותו העסקית של הצד שכנגד.
- (ג) עד כמה חיוני החוזה להמשך קיומו העסקי של חדל הפירעון.
- (ד) האם קיים לחוזה האמור תחליף עסקי מעשי, בתנאים כלכליים דומים.
- (ה) מה תהיינה עלויות ניהול משא ומתן לכריתת חוזה חדש ומשך הזמן שכריתת חוזה כאמור תדרוש.
- (ו) האם בעל התפקיד המבקש את המשך קיום החוזה מצליח להעמיד ערובות קיום המניחות את דעתו של בית המשפט.

26 אכן, אף לפני תיקון מס' 19 נהג בית המשפט לסייג מדי פעם את זכות הביטול של הנפגע מהפרת החוזה על ידי חדל הפירעון. לשם כך בתי המשפט השתמשו בעקרון תום הלב. ראו ת"א (מחוזי ת"א) 1761/97 נור פרסום חוצות (ייצור והפקה) בע"מ נ' אביב ושות' חברה קבלנית בע"מ (פורסם בנבו, מיום ה' סיון התשנ"ז, 10.6.1997); להחלת עקרון תום הלב גם על הפעלת זכות הביטול של נפגע מהפרת חוזה ראו ע"א 409/78 גולן נ' פרקש, פ"ד לד(1) 813, 821 (התשל"ט-1979); ע"א 2825/97 אבו זייד נ' מקל, פ"ד נג(1) 402, 413-414 (התשנ"ט-1999); ע"א 189/89 קופת חולים מכבי נ' קופת החולים של ההסתדרות, פ"ד מח(4) 817, 823-824 (התשנ"א-1991).

27 בעניין זה לא יהיה למותר להעיר כי בהליך של חדלות פירעון בית המשפט הדן בתיק נחשף ממילא למצבו הכלכלי של חדל הפירעון. מן היום הראשון שבו מוגשת לבית המשפט בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון, דואגים כל הצדדים לסקור לפני בית המשפט את מצבו הכספי הנטען של חדל הפירעון, את סיכוייו להיחלץ ממצב זה ובאלו אופנים ואמצעים תושג משימה זו, אם בכלל. על המידע המובא לפני בית משפט, המתבקש לפתוח בהליך חדלות פירעון בעניינו של חייב, ראו לעיל פרק שביעי ופרק שמיני. לפיכך, דיון משפטי בגורלו של חוזה נמשך אינו נערך כאשר בית המשפט מגשש כסומא באפלה. הנטל הדיוני הכרוך בהכרעה שיפוטית בעניין זה לא יהיה גבוה במיוחד.

14.15 ככל שהחווזה הנדרן הוא ייחודי באופן יחסי, בין בקשיי ההספקה של המוצר הכלכלי המובטח בחווזה ובין בתנאי החווזה ובמחירו, כך ראוי שבית המשפט ייזהר וישקול שבעתיים טרם שיכשיר בחותמו את גדיעת הקשר החוזי האמור. לפיכך, ראוי שבית המשפט ימנע ביטולי חוזים בשל הפרה מחמת חדלות פירעון, בראש ובראשונה, כאשר מדובר בחוזים העוסקים בהספקת תשתיות כלכליות חיוניות, כגון חשמל, תשתיות תקשורת, גז, מים, וכדומה.²⁸ תשתיות אלה מסופקות לא פעם על ידי מספר מצומצם במיוחד של ספקים.²⁹ זאת ועוד, קטיעה ולו זמנית של הספקת שירותים אלה עלולה לחסל באחת את עסקיו של חדל הפירעון. ואמנם, שיטות משפט שונות מגלות רגישות מיוחדת לביטול חוזים על ידי ספקים של שירותים חיוניים מחמת חדלות הפירעון של צרכן השירות.³⁰

עם זה, אין לצמצם את סמכותו של בית המשפט בעניין סיוג סעד הביטול אך למוצרים אלה. כפוף לשיקולים שהובאו לעיל, שומה על בית המשפט לשקול בכובד ראש אף את המשכם של חוזים חשובים נוספים שאותם הפר חדל הפירעון, כגון חוזי שכירות, מתן שירותים או הספקת מוצרים אחרים. בארצות-הברית הקנה המחוקק סמכות לבעל התפקיד לבחון חוזים נמשכים שבהם קשור חדל הפירעון. אם יסיק בעל התפקיד כי המשך קיום החווזה יקדם את הליך חדלות הפירעון, הוא מוסמך, כפוף לאישור בית המשפט, לאמצו (to assume an executory contract).³¹ סמכות זו נתונה לבעל התפקיד אפילו הופר החווזה על ידי חדל הפירעון עובר לפתיחת ההליך.³² להלן נראה כי החל מתיקון מס' 19 לחוק החברות בשנת התשע"ב-2012 הקנה החוק סמכות כאמור גם בישראל.

28 אכן, בהקשר זה, תקנה 6(ב) לתקנות הבזק (הפסקה, עיכוב או הגבלה של פעולות בזק ושירותי בזק), התשמ"ה-1985, קובעת כי "הוכרו המנוי פושט רגל, ואם היה תאגיד, החליט על פירוקו מרצון או שבית משפט ציווה על פירוקו, רשאית החברה, לאחר מתן הודעה מוקדמת לנתק כאמור בתקנת משנה (א), אלא אם כן ניתנה ערבות להנחת דעתו של המנהל הכללי של החברה, להבטחת כיסוי החובות והתשלומים שמנוי כאמור חב בהם לחברה עד לגמר הליכי פשיטת הרגל או הפירוק, לפי העניין".

29 ספק שירות המחזיק בידיו יותר מ-50% מנתח השוק המספק אותו שירות, נחשב לבעל מונופולין. ראו סעיף 26 לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988. סעיף 29 לחוק האמור קובע כי "לא יסרב בעל מונופולין סירוב בלתי סביר לספק או לרכוש את הנכס או השירות שבמונופולין". לטענה כי סעיף זה יחול על הספקת מוצרים ושירותים חיוניים לחייבים הנתונים בקשיים כספיים, ראו צפורה כהן פירוק חברות 825 (מהדורה שנייה, התשע"ו-2016). ראו גם פש"ר (מחוזי ת"א) 1679/02, בש"א 23311/04 המנהלת המיוחדת של מתן נגב שרימפס בע"מ נ' אשלים, אגודה להתיישבות חקלאית בע"מ (מיום ח' טבת התשס"ה, 20.12.2004) (מניעת הספקת מים מליחים לחברה חקלאית בפירוק מצד ספק המים המונופוליסטי באזור, בניסיון לגבות את חובות העבר שלו, נמצאה כהתנהגות חסרת תום לב, המנוגדת לחובתו של ספק מים לפעול בהגינות לפי אמות המידה החלות על גופים דו-מהותיים).

30 פש"ר (מחוזי ת"א) 1361/02, בש"א 9258/01 בזק, החברה הישראלית לתקשורת בע"מ נ' תבל תשדורת בינלאומית לישראל בע"מ, פ"מ תשס"א (2) 699, 719 (2002); פש"ר (מחוזי חי') 395/05, בש"א 9050/05 הידרו טכנולוגיות לאיכות הסביבה בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"א תמוז התשס"ה, 18.7.2005). ראו גם Bankruptcy Code §366; *In re Whittaker*, 882 F.2d 791 (3rd Cir. 1989).

31 Bankruptcy Code §365(a).

32 שם, §365(b).

4. תיקון ההפרה כתנאי להמשך החוזה

14.16 שאלה נוספת אשר תתעורר בעניין המשך קיומו של החוזה שהופר היא אם יידרש בעל התפקיד לתקן תחילה את הפרות העבר כתנאי להמשך קיום החוזה. האם המשך קיום החוזה מכאן ולהבא מחייב לשלם לצד שכנגד את כל התשלומים החוזיים שכבר הגיעו מועדיהם, וחדל הפירעון, עקב קשייו הכספיים, חדל מלשלם? דוגמה מעשית להתלבטות זו מצויה בעניין **חירם גת**.³³ חירם גת הייתה הקבלן הראשי שבנה את מסוף נוסעים 3 בנמל התעופה בן-גוריון. משנקלעה חירם גת לקשיים כספיים, היא לא עמדה בתשלומים לחברה טורקית, אשר שימשה כקבלן משנה המופקד על עבודות האלומיניום במסוף. משנפתח בעניינה של חירם גת הליך של חדלות פירעון, ביקש בעל התפקיד מבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו להורות לחברה הטורקית להמשיך בעבודות האלומיניום לשם השלמת הבנייה של המסוף. מנגד, החברה הטורקית סירבה להמשיך לעבוד במסוף כל עוד חירם גת אינה משלמת לה את תשלומי העבר שבהם היא מחויבת כלפיה. בית המשפט קיבל את עמדתה של החברה הטורקית וקבע כי נפגע מהפרת חוזה זכאי לבטל את החוזה, לפי הוראות חוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה), אפילו נבעה ההפרה מחמת חדלות פירעון של המפר.³⁴ על קביעה זו של בית המשפט אני, כאמור, חולק בכל הכבוד. ברם, במקרה זה, דומה כי החברה הטורקית לא עמדה באופן נחרץ על זכות הביטול. כנפגעת מהפרת החוזה, דרשה החברה הטורקית מחירם גת, כתנאי להמשך קיום החוזה ביניהן, כי חירם גת תתקן תחילה את הפרות העבר ותשלם לה את המגיע לה ממנה עד כה. אולם בית המשפט המחוזי אסר על בעל התפקיד להיעתר לדרישה זו. לטעמו, תשלום הפרות העבר על ידי בעל התפקיד יהווה העדפת נושה אסורה. כלומר, תשלום החוב שנצבר לזכות החברה הטורקית, עובר להליך חדלות הפירעון, משמעו פירעון מלא של החוב כלפיה, בשעה שנושים אחרים של חירם גת אינם נפרעים בשיעור זה. פעולה כאמור מפרה את עקרון השוויון בפירעון חובות לנושים ולפיכך היא פסולה.³⁵ לטעמי, קביעותיו של בית המשפט המחוזי אינן עומדות במבחן הביקורת. הן מציבות את חדל הפירעון במצב בלתי אפשרי: מתוך רצון להגן על נושיו של חדל הפירעון וכדי להגשים את השוויון החלוקתי ביניהם, אסר בית המשפט לשלם לצד שכנגד את חוב העבר ובה בשעה זיכה את הצד שכנגד בזכות לבטל את החוזה לנוכח אי תשלום זה! כלומר, גם כאשר הצד שכנגד מוכן להמשיך בחוזה, אם ישלמו לו את חובות העבר, בית המשפט מסכל מבחינה מעשית את המשך קיום החוזה והתועלת שלצדו באוסרו את קיום התנאי להמשך החוזה. בית המשפט מונע בכל תנאי מבעל התפקיד להוביל מהלך להמשך קיום החוזה.³⁶ שכרם החלוקתי של יתר נושיו של חדל הפירעון עלול אפוא לצאת בהפסד היעילות שהם ייאלצו לשאת בו.³⁷

33 פש"ר (מחוזי ת"א) 2166/03, בש"א 22204/03 צ'הדרוגלו אלומיניום סנטיי וי טיקרט אנונים סירקטי בע"מ נ' מפרק זמני של חברת חירם גת חברה להנדסה ובניין בע"מ (פורסם בנבו, מיום ג' שבט התשס"ד, 26.1.2004).

34 שם, פסקה 13. ראו גם עניין **בזק נ' תבל**, לעיל ה"ש 30, שם.

35 עניין **חירם גת**, לעיל ה"ש 33, פסקה 14 לפסק הדין. ראו גם עניין **בזק נ' תבל**, לעיל ה"ש 30, פסקאות 36, 44-46.

36 להלן נראה, כי בארצות-הברית יידרש בעל תפקיד, המבקש לאמץ את החוזה הנמשך, לתקן את הפרות העבר של חדל הפירעון – כלומר, לשלם את חובות העבר הבלתי פרוצים. ברם, ההחלטה של בעל תפקיד

14.17 כפי שהבהרתי לעיל, לעניות דעתי, בנסיבות כבעניין **חירם גת**, יש סמכות לבית המשפט לסייג את ביטול החוזה. אם ישקול בית המשפט את השיקולים שהצעתי לעיל, ויסיק כי המשך קיום החוזה יניב תועלת כלכלית לחדל הפירעון (וממילא אף לכל בעלי העניין הקשורים בחדל הפירעון, כלומר הנושים, העובדים, הספקים והלקוחות), עליו לסלול את הדרך לפני בעל התפקיד להמשיך את החוזה האמור. ניתן לסלול את הדרך באחד משני אופנים מנוגדים:

- (א) באמצעות קביעה משפטית כי המשך קיום החוזה אינו מותנה בתיקון הפרות העבר; או
 (ב) באמצעות קביעה משפטית כי המשך קיום החוזה מותנה בתיקון הפרות העבר הניתנות לתיקון.³⁸

כאמור, המחוקק הישראלי נדרש לשאלה זו בשנת התשע"ב-2012. ברם, טרם סקירת החקיקה, יידונו שני אופני ההסדרה המשפטית שצוינו לעיל דיון עיוני.

אם לאמץ חוזה נמשך או לוותר עליו תתקבל רק כעבור פרק זמן מאז שנפתח הליך חדלות הפירעון. דא עקא, לעתים מיד בפתח ההליך, הצד שכנגד מתקשה ומאיים שלא להמשיך ביחסים החוזיים עם חדל הפירעון אם לא ישולמו לו, לאלתר, כל חובות העבר שנצברו עד כה. כאשר החוזה הוא חוזה חיוני ביותר לעסקיו של חדל הפירעון, עלול בעל התפקיד לעמוד בפני מצב בלתי אפשרי: מצד אחד, כל עוד הוא לא החליט לאמץ את החוזה, אל לו לפרוע חובות עבר, שכן פירעון זה יפר את עקרון השוויון בין הנושים. מצד אחר, קיים חשש כי הצד שכנגד יימנע מלהמשיך בקיום החוזה והספקת המוצרים או השירותים לחדל הפירעון על פיו. בשל מציאות זו, מתחבט המשפט האמריקני בשאלה אם יש מקום להסמיך את בית המשפט להתיר לבעל התפקיד לשלם לצד שכנגד, עקב חיוניות החוזה האמור, אם לאו. ראו Alan N. Resnick, *The Future of the Doctrine of Necessity and Critical Vendor Payments in Chapter 11 Cases*, 47 B.C. L. REV. 183 (2005); Charles J. Tabb, *Emergency Preferential Orders in Bankruptcy Reorganizations*, 65 AM. BANKR. L.J. 75 (1991); Russell A. Eisenberg & Frances F. Gecker, *The Doctrine of Necessity and Its Parameters*, 73 MARQ. L. REV. 1 (1989). על תיקון הפרות העבר בארצות-הברית ראו גם להלן ה"ש 42.

37 אכן, נראה כי אף בית המשפט חש בבעייתיות שבהחלטתו. לפיכך, הוא הוסיף וקבע שם כי אף שאסור לבעל התפקיד לפרוע לצד שכנגד את חוב העבר, משיטל הצד שכנגד את החוזה, כנפגע מחמת הפרתו, יהיו הצדדים זכאים לכרות ביניהם הסכם חדש צופה פני עתיד. במחיר ובתנאי התשלום שייקבעו בחוזה זה, יהיה אפשר לגלם את חובות העבר שטרם נפרעו. ראו עניין **חירם גת**, לעיל ה"ש 33, פסקה 12 לפסק הדין. אולם, לטעמי, בכך משיב בית המשפט בדלת האחורית את שאסר במפורש על בעל התפקיד לבצע, מבעד לשער הראשי. מבחינה כלכלית, גילום חובות העבר בחוזה החדש הוא שווה ערך לכל דבר ועניין לפירעון חובות העבר על פי החוזה המקורי. אם בית המשפט מעוניין בהמשך קיום החוזה, ראוי לו להכשיר את המשך קיומו בדרך המלך, ולא להנחות את הצדדים לבור להם דרכים עקלקלות "עוקפות משפט".

38 אכן, קיימות הפרות עבר אשר אינן ניתנות עוד לתיקון. הפרות טיפוסיות כאמור הן הפרת תניה חוזית האוסרת על צד לחוזה להתדרדר למצב כספי שבו יחסיו הפיננסיים (כגון יחס התחייבויות להון עצמי, או יחס התחייבויות לנכסים) יפחתו משיעור מסוים. תניות אלה נועדו ליצור מרווח ביטחון מפני חדלות פירעון של צד לחוזה, אולם ברי כי משהפך צד לחוזה לחדל פירעון בפועל, הופרו תניות אלה עוד קודם לכן, ובמובן זה מעוות לא יוכל לתקן. לפיכך, אפילו לפי השיטה הסוברת כי ראוי לדרוש את תיקון הפרות העבר כתנאי להמשך החוזה, יש לסייג דרישה זו ולהוציא מתחולתה הפרות עבר כאמור שהן בבחינת עובדה מוגמרת. במקרה כזה יימשך החוזה בלא תיקון ההפרה. ראו גם Bankruptcy Code §365(b)(2).

(א) גישה ראשונה – אי תיקון ההפרה

14.18 הגישה הראשונה מגלה רגישות יתרה לשיקולים החלוקתיים הגלומים בסדר פירעון החובות לנושיו של חדל הפירעון. נקודת המוצא של גישה זו היא עקרון השוויון בין הנושים. סטייה מן השוויון תוצדק רק אם קיימים טעמי מדיניות ראויים להעדפת נושה אחד על פני רעיו.³⁹ אכן, תשלום חובות העבר לצד שכנגד, כתנאי להמשכת החוזה, משמעו פירעון של כל חובות העבר. פירעון זה, בשעה שיתר הנושים אינם נפרעים במלואם, סוטה מן השוויון ומבכר ביודעין את הצד שכנגד. בהיעדר טעם מוצדק להעדפת הצד שכנגד כנושה, גישה זו תשלול את תשלום חובות העבר. אולם, בשונה מבית המשפט המחוזי, אשר בד בבד עם שלילת תשלומם של חובות העבר אישר לצד שכנגד לבטל את החוזה, גישה זו תורה על המשך קיום החוזה חרף אי תשלום חובות העבר. לפי גישה זו, בגין חובות העבר יתכבד הצד שכנגד ויגיש תביעת חוב ככל נושה אחר. בשלב פירעון החובות לכל הנושים, יירע הצד שכנגד בגין תביעת חוב זו כשיעור הפירעון היחסי שנפרעים כל הנושים. גישה כאמור הציג בית המשפט המחוזי בחיפה בעניין **הידרו טכנולוגיות לאיכות הסביבה**.⁴⁰ גישה זו מפרקת, למעשה, את החוזה הנמשך לחלקים. כל התחייבות לביצוע והתמורה המשתלמת כנגדה נחשבות בעיניה כיחידה נפרדת ועצמאית. לפיכך, אי תשלום התמורה בנוגע ליחידה אחת אינו גורר בהכרח את השעיית ביצוע יתר יחידות החוזה.⁴¹ כל עוד יכול בעל התפקיד לשכנע את בית המשפט בדבר סיכויי הקיום של התחייבויות חדל הפירעון לפי החוזה מכאן ולהבא, תוכל קופת חדלות הפירעון ליהנות מהמשך קיום החוזה, ואילו הצד שכנגד לא יימצא חסר יותר ממצבו באותה עת. סוף סוף, אפילו יבוטל החוזה, הדבר לא ישפר את מצבו של הצד שכנגד בנוגע לנזקי העבר שהוא נושא בהם. מבחינה עובדתית, אין לחדל הפירעון לפי שעה כסף בקופה לתשלום התחייבויות העבר שלו. על כן, ביטול החוזה תחת המשכתו לא יניב כסף לצד שכנגד, יש מאין. לפיכך, גם כאשר חדל הפירעון אינו מתקן את הפרות העבר, ביטול החוזה אינו שיקוי מרפא לנזקיו הכספיים של הצד שכנגד.

(ב) גישה שנייה – דרישה לתיקון ההפרה

14.19 הגישה השנייה אינה מוכנה לתת יד להמשכתו של חוזה כל עוד המפר, הלא הוא חדל הפירעון, לא תיקן תחילה את הפרות העבר שלו.⁴² גישה זו אינה מתעלמת בהכרח מכך שתיקון הפרות העבר

39 להלן פסקה 15.49.
 40 עניין **הידרו טכנולוגיות לאיכות הסביבה**, לעיל ה"ש 30; ראו גם פר"ק (מחוזי י-ם) 14-02-14554 בעניין **בית החולים הדסה** (פורסם בנבו, מיום כ"ג אדר ב' התשע"ד, 25.3.2014).
 41 פרימתו של חוזה לחלקים ושימוש בסעדים בנוגע לחלק מרכיביו של החוזה בלבד אינם זרים לדיני החוזים. כך, למשל, לפי פרק ב' לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973, המתקשר בחוזה אשר נפל פגם בכריתתו זכאי לסעד הביטול. עם זאת, החוק מכיר באפשרות כי רק חלק מן החוזה יבוטל וחלקו יישאר בתוקף, חרף הפגם בכריתתו. אכן, זו הוראתו של סעיף 19 לחוק האמור: "ניתן החוזה להפרדה לחלקים ועילת הביטול נוגעת רק לאחד מחלקיו, ניתן לביטול אותו חלק בלבד". דניאל פרידמן ונילי כהן **חוזים** כרך ב 1117-1124 (התשנ"ג); גבריאלה שלו **דיני חוזים** 557-558 (מהדורה שנייה, התשנ"ה); ע"א 139/87 **סולימני נ' מ. כץ ושות' חברה קבלנית לבנין בע"מ**, פ"ד מג(4) 705 (התש"ן-1989). הוראת סעיף 19 לחוק מוחלת גם בנוגע לבטלות חוזה פסול. ראו סעיפים 30, 31 לחוק.
 42 זה הדין הנוהג בארצות-הברית. ראו Bankruptcy Code §365(b). עם זה, פשר הדרישה של המחוקק לתקן הפרות עבר כתנאי להמשך החוזה לא הובהרה ולא נומקה באופן משכנע מעולם. ראו David G. Epstein &

משמעו תשלום מלא לצד שכנגד של חוב שחב לו חדל הפירעון בשעה שיתר נושי חדל הפירעון אינם נפרעים במלואם. אולם, לפי גישה זו, יש להשקיף על החוזה הנמשך לפי מהות היחסים המשפטיים המתקיימים בין הצדדים לו. יחסים אלה משקפים מערכת שלמה של זכויות והתחייבויות הדדיות שיש לכל צד כלפי רעהו. במערכת זו, אין זה ראוי ואין זה צודק שצד אחד לחוזה יידרש להוסיף לקיים את חיוביו כלפי הצד שכנגד בשעה שהאחרון אינו מקיים מצדו את חיוביו שלו (כלומר, אינו מגשים את הזכויות הנגדיות של הצד האחר). אכן, תפישת החוזה כמערכת של חיובים הדדיים שלובים היא התפישה הרווחת בדיני החוזים העדכניים בישראל.⁴³ זאת ועוד, מערכת הזכויות והתחייבויות שבחוזה אינה פריקה ואינה נחלקת לחלקים. יש לראות את החוזה כמקשה אחת. לפי התבוננות כאמור, במהותו, חוזה אינו נמדד לפי הרכיבים השונים של זכות וחובה שיש לכל צד, כי אם לפי "השורה התחתונה" בלבד. בכל חוזה יש זכויות המקנות לו ערך כלכלי חיובי, ומנגד התחייבויות אשר נודע להן ערך כלכלי שלילי. בסופו של דבר, בעבור צד לחוזה, השורה התחתונה עשויה להיות חיובית או שלילית, הכול לפי השוואת תנאי החוזה לתנאי השוק (כלומר לחלופות). כך, למשל, חוזה שכירות שבו השוכר נהנה מדמי שכירות הנמוכים ממחיר השוק, משקף ערך כלכלי נקי חיובי לשוכר, אולם ערך כלכלי זה מתקבל רק לאחר קיום ההתחייבויות ההדדיות של שני הצדדים. התחייבויות אלה מאזנות מבחינה כלכלית זו את זו, והמותר הוא הערך הכלכלי הנקי של החוזה.⁴⁴

מלבד תפישת החוזה כמערכת שלמה ואחידה, קיימים טעמים נוספים התומכים בדרישה לתקן את הפרות העבר כתנאי להמשך קיומו של החוזה. טעם אחד הוא שראוי לכבד את רצונו הפרטי של מתקשר בחוזה לתחום את משך תקופת מחויבותו המשפטית כלפי הצד האחר לחוזה. אכן, כריתת חוזה היא כניסה רצונית ליחסים משפטיים מחייבים (וכובלים) בין שתי אישיות משפטיות, אולם יחסים אלה לא יתקיימו לנצח. המחויבות המשפטית ביניהם היא תוצר של החוזה ומוגדרת לפי תנאיו. הצדדים הם בני חורין לקבוע מאימתי יחולו יחסיהם המשפטיים ועד מתי הם יימשכו. גבולות הזמן של הקשר החוזי עשויים להיקבע לפי תאריך נקוב או לפי התרחשותו של אירוע כלשהו, בין שהוא קשור למהות החוזה ולתנאיו ובין שאינו קשור להם. אירוע הקשור לתנאי החוזה הוא הפרתו בידי הצד האחר. צד לחוזה יבקש להתיר את מחויבותו החוזית הנמשכת כלפי הצד האחר לאחר שהלה הפר מצדו את החוזה והסב לו נזק כספי. בשל קיומו של אותו נזק, יבקש הצד הנפגע להשתחרר מעולו של החוזה ולתור לו

Steve H. Nickles, *The National Bankruptcy Review Commission's Section 365 Recommendations and the "Larger Conceptual Issues"*, 102 DICK. L. REV. 679 (1998). עוד יוער כי חרף הוראת החוק החרות בארצות-הברית, הלכה למעשה, בתי המשפט מחייבים לא פעם את הצד שכנגד להמשיך לקיים את החוזה עם חדל הפירעון כחלק מההליך, בלא לדרוש, לפי שעה, מן החייב לתקן תחילה את הפרות העבר שלו. זהו הדין גם בקנדה בנוגע להליכי חדלות פירעון המתנהלים לפי ה- Companies' Creditors Arrangement Act (CCAA). Lynn M. LoPucki & George G. Triantis, *A Systems Approach to Comparing US and Canadian Reorganization of Financially Distressed Companies*, in CURRENT DEVELOPMENTS IN INTERNATIONAL AND COMPARATIVE CORPORATE INSOLVENCY LAW 109, 132 (Jacob S. Ziegel ed., 1994).

43 ע"א 1632/98 ארבוס נ' אברהם רובינשטיין חברה קבלנית, פ"ד נה(3) 913 (התשס"א-2001); איל זמיר "תרופות בשל הפרת חוזה – פיצויי ציפייה, פיצויי הסתמכות, השבת התעשרות ושחזור השקילות החוזית: בעקבות ע"א 1632/98 ארבוס נ' רובינשטיין ושות'" משפטים לד 91 (התשס"ד).

44 THOMAS H. JACKSON, *THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW* 105–108 (1986).

אפיקים עסקיים רווחיים יותר בעבורו. חופש ההתניה החוזי יכבד רצון זה. הפרת החוזה היא אירוע המביא לידי סיום את הקשר המשפטי בין הצדדים והיפרדותם איש מעל אחיו. אין לכפות אפוא את המשך קיום החוזה על צד שנפגע מהפרתו ונגרם לו נזק כספי עקב הפרה כאמור. ודוק, לפי טענה זו, אכן מוצדק לכבד את הרצון הפרטי להתיר את הקשר החוזי כל עוד הצד הנפגע ניוזק מבחינה כספית. כלומר, אין לאנוס את הצד הנפגע להוסיף להיות קשור בחוזה ולהוסיף לקיים התחייבויות שקיבל עליו לפי החוזה, כל עוד הוא נמצא חסר. אולם, בנסיבות שבהן יתקן הצד המפר את הפרות העבר והנפגע לא יהיה חסר עוד דבר מבחינה כלכלית, הרי ששיקולים תועלתניים יצדיקו את הסגת רצונו הפרטי של הנפגע להתיר את הקשר החוזי מפני התועלת הכללית שבהמשכת היחסים החוזיים האמורים. כיבוד רצונו לבטל את החוזה בנסיבות כאמור אינו אלא קנס למפר או הרתעת מפריים-בכוח, אך, כפי שכבר הוער לעיל, שיקולים אלה אינם שייכים להפרה מחמת חדלות פירעון.

לבסוף, ניתן לבסס את הדרישה בדבר תיקון הפרות העבר, כתנאי להמשך היחסים החוזיים, על הטענה הכלכלית שהיעדר דרישה כאמור יגרור חוסר יעילות כלכלית מלכתחילה, בשלב ההתקשרויות החוזיות. כפייתו של נפגע מהפרת חוזה להוסיף לקיים את החוזה, חרף אי תיקון הפרות העבר כלפיו, תגדיל עוד יותר את הסיכונים הכלכליים אשר מתקשר בחוזה ייאלץ לקבל עליו בשלב ההתקשרות החוזית. הגדלת הסיכונים הכלכליים תרתיע מתקשרים-בכוח אחדים מלהתקשר בעסקאות שיניבו ערך כלכלי חיובי או, למצער, תגרום למתקשרים בחוזים לדרוש תמורה חוזית גבוהה יותר כנגד התחייבויותיהם. מחירי העסקאות בשוק יאמירו אפוא עקב הפגיעה הנוספת שדיני חדלות פירעון יפגעו בנפגע מהפרת חוזה.⁴⁵

(ג) הגישה המוצעת – תיקון ההפרה בשלב פירעון החובות

14.20 שני טיעונים מן הנזכרים לעיל נגד המשכת החוזה בלא שיתוקנו הפרות העבר משכנעים בעיניי. הטיעון האחד הוא שאין זה ראוי לדין להתערב בבוטות בחירותו של הצד שכנגד ולתבוע ממנו לקיים התחייבויות נוספות כלפי חדל הפירעון לאחר שנפגע מהפרת החוזה ונמצא חסר. אכן, לדעתי, ראוי לסייג את סעד הביטול בנסיבות שבהן סעד זה אינו מגשים תכלית כלשהי, כגון כאשר ההפרה תוקנה. בפרקים הבאים אביע דעתי כי אין לשלם בעדיפות, כמצוות אנשים מלומדה, לנושים המבקשים להיבנות מזכויות משפטיות המעוגנות במשפט האזרחי, כגון שיוור בעלות, עיכובן וקיצוץ, זולת אם קיימת הצדקה כלכלית עניינית להעדיף בעלי זכויות אלה. אולם, הנפקות של המשכת חוזה בלא תיקון הפרות העבר היא מרחיקת לכת יותר מכך. אילוץ הנפגע מהפרת החוזה להמשיך לקיים את חיוביו, אף על פי שהתמורה המגיעה לו בעד קיום חיוביו בעבר לא שולמה, משמעו לכבול את הנפגע לחוזה חרף הפסדיו הכלכליים. בנסיבות שבהן הצד שכנגד הפסיד עקב ההפרה, ראוי לשחררו למען יפצה עצמו באמצעות חלופות אחרות בשוק. המשכת החוזה דורשת מן הצד שכנגד להוסיף ולקיים יחסים משפטיים חרף הפגיעה בו. דרישה כאמור אינה עומדת על הפרק כלפי נושה המבקש לעצמו עדיפות

45 Alan Schwartz, *A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, 107 YALE L.J. 1807 (1998) השו"ג
 Yeon-Koo Che & Alan Schwartz, *Section 365, Mandatory Bankruptcy Rules and Inefficient Continuance*, 15 J.L. ECON & ORG. 441 (1999)

מכוח שיוור בעלות, עיכבון או קיזוז. הללו הם נושים בגין העבר, ואינם נדרשים למלא כל התחייבות נוספת כלפי חדל הפירעון. לעומתם, המשכת החוזה על ידי נפגע מהפרת החוזה, טרם פיצויו, כובלת אותו למחויבות משפטית נוספת. אמנם תשלום התמורה החוזית להמשך קיום החוזה מכאן ולהבא יוגן בערובות להנחת דעתו של בית המשפט, אולם, חרף זאת, הנפגע עודנו חסר בגין העבר. על כן, אף שתשלום לנפגע מן ההפרה מעדיפו לעומת יתר הנושים, דעתי היא כי סטייה כאמור מעקרונן השוויון היא מוצדקת בשל המחיר שנתבע ממנו – כלומר, המשך קיום חיוביו המשפטיים.⁴⁶

14.21 הטיעון השני בעד תיקון ההפרה, כתנאי להמשכת החוזה, נובע מהמלצתי לאפשר שיקול דעת רחב לבתי המשפט שלא למנות בעל תפקיד לחברה שנכנסת להליך הבראה.⁴⁷ אין לכחד, מבנה ממשלי כאמור של הליכי הבראה עלול לעודד הפרות מרצון של חוזים נמשכים, עובר לפתיחת ההליך, מצד קברניטי החברה.⁴⁸ כאשר קברניטי החברה אינם מפנים את מקומם בפתיחתו של הליך הבראה, הם יחששו פחות מכניסה מחושבת להליך של הבראה, וחישובים אלה עלולים לכלול גם הפרות מרצון של חוזים בתקווה לחיסכון בעלויות הכרוכות בקיום החוזה. הפרות החוזים לא תהיינה אפוא רק הפרות מאונס מחמת חדלות הפירעון של החברה. ייתכנו לצידן גם הפרות מחושבות, המבקשות להיכנות מהאפשרות להמשיך בקיום החוזה בהליך הבראה הצפוי, ללא צורך לכלכל את עלויות ההפרה המחושבת, ולסופגן. דרישה לתיקון ההפרה, כתנאי להמשך החוזה, תמתן חשש זה מפני ההפרה הרצונית.

14.22 עם זה, ניתן, לעניות דעתי, להציע גישה מעשית וגמישה יותר לסטייה מן השוויון בין הנושים לטובתו של הצד שכנגד בחוזה נמשך. פיצויים בגין הפרות העבר של חוזה נמשך הם חוב הרובץ על קופת חדלות הפירעון, כחובות רבים אחרים. שלב פירעון החובות אינו מתקיים בראשית הליך חדלות הפירעון, כי אם בסופו. פיצוי הצד שכנגד בגין הפרות העבר, כתנאי לדרישה ממנו להמשיך לקיים את החוזה, עשוי להתגשם גם אם פיצוי זה לא ישולם לאלתר בראשית ההליך. את התשלום בפועל של הפיצוי בגין נזקי הפרות העבר ניתן להשהות עד לשלב פירעון כלל החובות של חדל הפירעון. בשלב הפירעון יזכה הצד שכנגד, אשר המשיך לקיים את החוזה עם חדל הפירעון, לעדיפות פירעון על פני כל יתר החובות התלויים ועומדים לפירעון. הפיצויים בגין הפרות שקדמו להליך חדלות הפירעון ישולמו תחילה, ורק לאחריהם ייפרעו יתר חובותיו של חדל הפירעון. שלב פירעון החובות הוא השלב שבו יפוצה הנפגע, בהיותו נושה כיתר נושי חדל הפירעון. לעומת זאת, בשלב פתיחתו של הליך חדלות

46 עמדתי זו חלה רק בנוגע לחוזים שבהם החיובים ההדדיים קשורים זה בזה בעסקה מסחרית מסוימת. ברם, עמדה זו אינה דנה בחוזה המסדיר מכלול של מערכות יחסים בין הצדדים, כגון חוזה שבו צד אחד מתחייב לספק הן שירותי התקנת תשתיות לצד האחר והן שירותי תפעול נמשכים. אם הצד המזמין בחוזה לא שילם יתרות חוב בגין עלויות התקנתן של התשתיות, הדבר לא יצדיק הפסקה של הספקת שירותי התפעול השוטפים מצד הספק. שירות ההתקנה ושירות התפעול הם שני שירותים נפרדים ואין לכרוך ביניהם לאחר מעשה. ראו עניין **בזק נ' תבל**, לעיל ה"ש 30.

47 לעיל פסקאות 9.53–9.46.

48 Hahn, לעיל ה"ש 25, שם.

הפירעון עדיין לא ישולם בפועל כל סכום לצד שכנגד. השהיה זו מתיישבת עם המדיניות הכללית לשמר בשלב זה את קופת החייב במובנה התזרימי, ככל האפשר, למען הפעלתה והשאתה.⁴⁹ השהיה זו גם תפחית קמעא את סכום המימון שיידרש לבעל התפקיד לשם הנעת ההליך והפעלת עסקיו של חדל הפירעון לפי שעה. אמנם, מימון כאמור יידרש לשם תשלום הוצאות שוטפות, עד אשר ייוצב העסק וישוב להניב מזומנים מהפעלתו,⁵⁰ אולם הוצאות נוספות כגון תשלום חובות העבר ייחסכו לפי שעה מבעל התפקיד. הפחתת המימון החדש תקל מעט מן העומס הפיננסי שיושת על קופת חדלות הפירעון בשלב הקשה מכול, שלב פתיחת ההליך.

5. ההסדרה החקיקתית – תיקון מס' 19 וחוק חדלות פירעון

14.23 יכולת החייב לאמץ חוזה נמשך ולהמשיך את קיומו בהליך ההבראה הוסדרה לראשונה בחקיקה בשנת התשע"ב-2012, עת נחקק תיקון מס' 19 לחוק החברות. אכן, הוראות החוק המפורטות בעניין החוזים הנמשכים הן אחד מעיקריו של תיקון מס' 19. לראשונה מסר החוק, באופן מפורש, אמצעי פעולה מעשיים להמשך הנעת עסקי החייב ולניסיון לייצבם ולהבריאם. טלו מן העסק את החוזים הקיימים ונטלתם ממנו את חיותו ונתח ניכר מערכו הכלכלי. חוק חדלות פירעון מחרה מחזיק אחר תיקון מס' 19 ומעגן את הוראותיו בעניין החוזים הנמשכים, אחת לאחת, גם על פיו. הוראות חקיקה זו ייסקרו להלן.

(א) זכות החייב להמשיך את קיום החוזה

14.24 החוק קובע כי החייב, באמצעות בעל התפקיד שמונה לו (או נושאי המשרה המוסיפים לכהן בהליך אם לא התמנה בעל תפקיד), רשאי לאמץ חוזה נמשך או לוותר עליו לשם הבראת החברה, לפי בחירתו ובאישור בית המשפט.⁵¹ כלומר: ההחלטה אם להמשיך בקיום החוזה הנמשך היא החלטה חד-צדדית של החייב ועשויה להתקבל בעל כורחו של הצד השני לחוזה. לחייב מוקנית הזכות לאמץ את החוזה אפילו הופר החוזה על ידיו עובר לאימוצו. בין שהחוזה הופר לפני פתיחת ההליך ובין שהופר לאחר פתיחת ההליך אך לפני החלטת האימוץ, אין הדבר פוגם בזכותו של החייב לאמץ, והצד השני אינו רשאי לבטלו ללא הסכמת החייב או בית המשפט.⁵² ואולם, אם החוזה הופר ערב אימוצו, יידרש החייב לשכנע את בית המשפט כי הוא יקיים את חיוביו החוזיים שמן האימוץ והלאה, כתנאי לאישור האימוץ על ידי בית המשפט.⁵³ הוראות אלה מסייעות בידי החייב להמשיך ולקיים את פעילותו

49 מדיניות זו מבוטאת יותר מכול בסעד עיכוב ההליכים. ראו לעיל פרק שנים-עשר.
 50 הוצאות שוטפות כאמור יכללו אף תשלומים בעבור חיובים חדשים שמקיים הצד שכנגד על פי החוזה הנמשך.
 51 סעיפים 67, 71(ב) ו-72(א) לחוק חדלות פירעון. קדם להם סעיף 350(ג) לחוק החברות. ראו גם פר"ק (מחוזי ב"ש) 9925-08-12 נירב מתכות בע"מ נ' הכונס הרשמי (פורסם בנבו, מיום ח' אב התשע"ג, 15.7.2013).
 52 סעיפים 68, 71-72(א) לחוק חדלות פירעון. קדם להם סעיף 350(ה) לחוק החברות.
 53 סעיף 72(א) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350(ד) לחוק החברות. בית המשפט עשוי לדרוש מן החייב ערובה לקיום חיוביו החוזיים העתידיים.

העסקית המעוגנת, מטבע הדברים, בהתקשרויות חוזיות נמשכות, ובכך מגדילות את ההסתברות להגשמת הבראה לחייב ועסקו.⁵⁴

14.25 לא כל חוזה נמשך ניתן לאימוץ. החוק קבע סוגי חוזים אחדים שאינם בני אימוץ. חוזים אלה הם חוזה עבודה, חוזה למתן שירות אישי, או חוזה למתן אשראי.⁵⁵ חוזה עבודה וחוזה למתן שירות אישי נושאים אופי מסורתי של התקשרות אישית בין הצדדים. בהתקשרויות בעלות מאפיין כאמור נזהר המשפט מלחייב צד לפעול בעל כורחו.⁵⁶ חוזים אלה ניתן יהיה להמשיך בהסכמת שני הצדדים בלבד. עם זה, טוב היה עושה המחוקק לו היה קובע במפורש הוראה בדבר טיבם של הסכמים קיבוציים והיכולת לאמצם או לאמצם לשיעורין. הסכמים אלה שונים מחוזה העבודה האישי בהיותם מסדירים באופן מערכתי ונרחב את יחסי העבודה שבין החברה המעבידה לציבור עובדיה. הפן האישי של חוזה העבודה מוחלף כאן בהסדרה מקיפה. ההסכמים הקיבוציים מגינים על העובדים ודואגים לזכויותיהם השונות, מחד גיסא, אולם – מאידך גיסא – הוראות שונות בהסכמים אלה נושאות עלויות אשר לא פעם מכבידות מאוד על חברה שהתדרדרה מבחינה כספית. במהלך המשא ומתן והארגון מחדש של עסקי החברה והתקשרויותיה השונות, נודעת חשיבות רבה לגורלם המשפטי של ההסכמים הקיבוציים. אם תידרש החברה החייבת לאמץ הסכם קיבוצי, כדין כל הסכם אחר, רק באימוץ מלא, הדבר עלול לעורר קשיים ולהכביד על היכולת להבריאה את החברה ולארגנה מחדש לשם המשך קיום עסקי.⁵⁷ עם זה, אין להתעלם מזכויות העובדים ואין לבטלן בהינף יד של בעל תפקיד. נדרש כאן איזון רגיש. כאמור, טוב היה עושה המחוקק לו התווה מסגרת מפורשת באשר לגורל ההסכמים הקיבוציים בהליך הבראה.⁵⁸

(ב) היעדר הצורך בתיקון הפרות העבר

14.26 בשונה מן הגישה המוצעת על ידי לעיל, החוק אינו דורש כי הפרות העבר יתוקנו תחילה, כתנאי לאימוץ החוזה. החייב יהיה רשאי לאמץ חוזה נמשך אפילו הופר בעבר. הפרות העבר יתורגמו על ידי הצד הנפגע מן ההפרה לתביעה כספית לפיצויים. תביעה זו יוכל הצד הנפגע לתבוע מן החייב כתביעת חוב, לצד יתר הנושים.⁵⁹ מעמדה של תביעת הפיצויים בגין הפרות העבר יהיה מעמד של חוב

54 לחשיבותו של עיתוי ההחלטה בשאלה אם לאמץ את החוזה או לוותר עליו, ולהשפעת העיתוי על הסתברות הבראה של החייב, ראו Kenneth Ayotte, *Leases and Executory Contracts in Chapter 11*, 12 J. EMPIRICAL LEG. STUD. 637 (2015).

55 סעיף 72(ב) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350(ז) לחוק החברות.

56 ראו גם סעיף 3 לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה), התשל"א-1970. ראו דניאל פרידמן ונילי כהן **חוזים** כרך ד 199-201 (התשע"א-2011).

57 הוראות הסכמי עבודה קיבוציים מתייחסות להיבטים שונים ביחסי העבודה שלעיתים מן ההכרח לרעננם בהליך הבראה, כגון: מסגרות של שעות נוספות, כונויות, זכויות תזונה, ועוד. קשיים כאמור הכבידו מאוד על הניהול היעיל של רשות השידור בעת פירוקה. ראו פר"ק (מחוזי י-ם) 14-08-11446 בעניין **רשות השידור**.

58 השו"ב §1113 Bankruptcy Code.

59 סעיף 74(ב) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350א(ב)(1) לחוק החברות.

לא-מובטח. לפיכך, הפיצויים בגין הפרות אלה ייפרעו באופן יחסי שווה לשאר החובות הלא-מובטחים.⁶⁰

(ג) המחאת זכויות שבחווה

14.27 חידוש נוסף של תיקון מס' 19 לחוק החברות, ושל החוק בעקבותיו, הוא מתן האפשרות לחייב להמחות לצד שלישי את זכויותיו לפי החווה הנמשך, אפילו נקבע אחרת בחווה.⁶¹ הוראה זו לקוחה מן המשפט האמריקני.⁶² גם הוראה זו נועדה לסייע בידי החייב לקדם באופן מעשי את האפשרות להבריא את עסקו באמצעות הצלתן של התקשרויות חוזיות עסקיות והמחאתן בתמורה לצדדים שלישיים. הוראה זו היא חריג לדין הכללי הקובע כי לא ניתן להמחות זכויות הנובעות מחווה אם נקבעה בחווה הוראה המגבילה או השוללת את המחאתן לצד שלישי.⁶³

(ד) קיום חיובים שאינם ניתנים להפרדה מעשית

14.28 לעתים שזורים חיובים חוזיים אחדים יחדיו באופן שאינו מאפשר להפריד באופן מעשי בין קיומו של החיוב האחד לבין אי קיומו של החיוב האחר. בנסיבות כאמור, יתקשה החייב לקיים את החיובים השוטפים בחווה שאותו הוא מעוניין לאמץ מבלי לקיים את חיובי העבר לפי החווה האמור. מקרה מעין זה נדון בפסק הדין של בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו בעניין **עמית, פולק, מטלון ושות'**. השאלה המשפטית הייתה מה דינו של הסכם לייעוץ משפטי אשר נחתם לפני שחברה נכנסה להליך של חדלות פירעון, ובכניסתה להליך לא ביטל הנאמן את ההסכם ואף המשיך לקבל ייעוץ משפטי ממשרד עורכי הדין. השאלה הייתה אפוא אם הייעוץ שניתן לאחר פתיחת ההליך מהווה הוצאות פירוק או שהוא המשכו של החווה המקורי. השופט אלשיך הבחינה בין שלושה סוגים של חוזים. הסוג האחד הוא חוזים אשר מועד החיוב בהם נקבע **טרם** כניסת החברה להליכים של חדלות פירעון. הסוג השני הוא חוזים אשר מועד חיובם חל **לאחר** כניסת החברה להליכים של חדלות פירעון, כחלק מפעולותיו של בעל התפקיד. הסוג השלישי הוא חוזים אשר קיים קושי אמיתי לקבוע את מועד השתכללות החוב מכוחם. קושי זה קיים באותם המקרים שבהם מתן השירות נפרש הן לפני פתיחת ההליכים והן לאחריהם, כאשר לא ניתן לחלק את השירות לרצף של עסקאות קטנות, אלא חובה לראות בו עסקה אחת מקיפה. בנסיבות העניין, קבעה השופט אלשיך כי הנאמן היה רשאי לבטל את החווה בטענת "חווה מכביד", ומשלא עשה זאת – דין התשלום בעד הייעוץ המשפטי שנתקבל הוא כהוצאות פירוק.⁶⁴

60 להלן פרק חמישה-עשר.

61 סעיף 75 לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350ט(א) לחוק החברות.

62 Bankruptcy Code §365(f).

63 סעיף 1 לחוק המחאת חיובים, התשכ"ט-1969.

64 בש"א (מחוזי ת"א) 5784/09 **עמית פולק מטלון ושות' נ' הנאמן של מיצר חפיתוח בע"מ**, פסקה 3 (פורסם בנבו, מיום ו' אלול התשס"ט, 26.8.2009).

14.29 כאשר ההפרדה בין חיוב העבר לחיוב השוטף "אינה סבירה ואינה צודקת בנסיבות העניין" רשאי בית המשפט לקבוע כי גם החיובים החוזיים שקדמו להליך חדלות הפירעון יזכו למעמד פירעון של הוצאות הבראה, בעדיפות על חוב לא-מובטח גרידא.⁶⁵ לפיכך, אם התשלום בגין חיובים אלה טרם שולם עובר לאימוץ החוזה, הוא ייחנה עתה מבכורה לאור קביעה כאמור של בית המשפט. ואולם, לעניות דעתי, קביעה שיפוטית שהחיובים החוזיים אינם ניתנים להפרדה באופן מעשי ראוי כי תיקבע רק לעתים נדירות. אם חריג זה יורחב, הוא עלול לשים לאל את הכלל שלפיו החיובים החוזיים שקדמו להליך חדלות הפירעון ושטרם קוימו הם בגדר חוב לא-מובטח בלבד.

ג. המשך קיום החוזה חרף תנאי מפסיק

1. פתיחתו של הליך חדלות פירעון כתנאי מפסיק

14.30 הכרעה באשר לעתידו של חוזה נמשך עשויה להידרש גם בנסיבות שבהן חדל הפירעון עמד בכל תשלומיו החוזיים עובר לפתיחתו של הליך חדלות הפירעון. אף בנסיבות כאמור חדל הפירעון עשוי לבקש להמשיך את קיום החוזה, בעוד שהצד שכנגד יטען לסימו של החוזה. במה דברים אמורים? מדובר בחוזים רבים ושכיחים שבהם מתנים הצדדים כי עצם פתיחת הליך כלשהו של חדלות פירעון בעניינו של אחד מהם, בין שמדובר בהליך של כינוס נכסים, פירוק, הבראה או כל הליך דומה, יזכה את הצד האחר בזכות לסיים את החוזה לאלתר. דוגמה טיפוסית להתניה כאמור הובאה בעניין **הום מארט**.⁶⁶ בעניין זה, הותנה בין השאר בחוזה שכירות בין השוכרת, הום מארט, לבין המשכירה, חברת אלקנית פיתוח, כי:

"המשכירה תהא זכאית לבטל הסכם שכירות זה... בכל אחד מהמקרים הבאים... השוכר, או מי מיחידו לפי הענין, נפטר ו/או הוגשה בקשה לבית משפט מוסמך לפירוקו, להכריזו פושט רגל, למנות לו נאמן, מפרק, מפרק זמני, קדם מפרק, כונס לחלק מהותי מנכסיו, ו/או להטלת עיקול על חלק מהותי מנכסיו וניתן צו לפי הבקשה או שהבקשה לא בוטלה או נדחתה בתוך 45 יום מהגשתה לביהמ"ש ו/או באם השוכר הגיש בקשה לפירוקו או להכריזו כפושט רגל ו/או לעריכת הסדר נושים".⁶⁷

תניה חוזית כאמור היא תנאי מפסיק בחוזה.⁶⁸ התקיימותו של אירוע מן האירועים המנויים בתניה זו מהווה עילה לסיום החוזה. לצד שכנגד תעמוד באותה שעה זכות להשתחרר מן הקשר החוזי. חרף

65 סעיף 74(ב) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350א(ב)(2) לחוק החברות.
 66 המ' (מחוזי ת"א) 6483/97 בעניין **הום מארט בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"ט אייר התשנ"ז, 5.6.1997).
 ראו גם פש"ר (מחוזי ת"א) 2717/07 **עו"ד ארז בתפקידו כמנהל מיוחד נ' אפריקה ישראל להשקעות בע"מ** (בעניין **אופטיקנית - רשת חנויות אופטיקה בע"מ**) (פורסם בנבו, מיום י"ט אב התשס"ח, 20.8.2008).
 67 שם, פסקה 17 (ציטוט סעיף 12.4 להסכם השכירות בין הצדדים).
 68 סעיף 27(א) לחוק החוזים (חלק כללי). על תנאי מפסיק בחוזה ראו ע"א 464/81 **מפעלי ברוך שמיר, חברה לבנין ולהשקעות בע"מ נ' הוך**, פ"ד לז(3) 393, 416-418 (התשמ"ג-1983); שלו, לעיל ה"ש 41, בעמ' 334-336; דניאל פרידמן ונילי כהן **חוזים** כרך ג 38-42 (התשס"ד).

ריבוי האירועים הנזכרים בתניה כאמור, עיקרם הוא זה: צד לחוזה מבקש להביא את החוזה לידי סיום בשל פתיחת הליך של חדלות פירעון המתייחס לצד האחר. הצלחת חדל הפירעון לעמוד בכל התשלומים שבהם התחייב לפי החוזה עד לאותה שעה אינה מעלה ואינה מורידה. התנאי המפסיק מתמקד ברגע הכניסה להליך חדלות הפירעון לבדו, במנותק מקיום החוזה בעבר. תנאי כאמור מכונה בלועזית *ipso facto clause* – כלומר, תנאי שלפיו פתיחת ההליך, כשלעצמה, מסיימת את הקשר החוזי.

14.31 האם ראוי להכיר בתוקפו של תנאי מפסיק כאמור או שמא יש מקום לשלול את תוקפו? על פניו, הספקות דומים לאלה שהובעו לעיל בנוגע לגורל חוזה שהופר עובר לפתיחתו של הליך חדלות פירעון: מחד גיסא, החוזה עשוי להיות רכיב עיקרי במערך העסקי של חדל הפירעון. לפיכך, המשך קיומו חשוב ביותר לניסיון לייצב את עסקיו של חדל הפירעון ולהבריאו. כך, למשל, חוזי שכירות של חנויות הממוקמות במרכזי קניות הם הבסיס להפעלת כל רשת החנויות. בנפול השכירות, לא תהיה תקומה מעשית לרשת כולה.⁶⁹ החוזה עשוי אפוא להניב שווי כלכלי חשוב לכלל הקשורים בחייב. מאידך גיסא, הצדדים התנו מראש על תקופת החוזה. כחלק מחופש העיצוב של יחסיהם המשפטיים, קצבו הצדדים את החוזה עד למועד זה. משהגיע המועד האמור, ראוי לכבד את התנייתם החופשית של הצדדים ולדבוק בה. לפיכך, יש מקום לכבד את זכותו של הצד שכנגד לבטל את החוזה מכאן ולהבא. זכות הביטול במקרה זה היא מובהקת יותר מאשר בנסיבות שבהן הצד שכנגד מבקש לבטל את החוזה עקב הפרתו עובר לפתיחת הליך חדלות הפירעון. כאשר הופר החוזה, טענת הביטול נובעת מסעד שהדין הקנה, באורח חד-צדדי, לנפגע מהפרתו, אולם במקרה דנן, סיום החוזה הוא ביטוי לאומד דעתם המשותף של הצדדים.

14.32 בעניין **הום מארט**⁷⁰ סבר בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו כי תנאי מפסיק כאמור תקף לכל דבר ועניין, והצד שכנגד זכאי מכוחו לבטל את החוזה.⁷¹ לעומת זאת, בארצות-הברית, נשלל תוקפה של תניה כאמור בחקיקה מפורשת.⁷² להלן נראה כי המחוקק בישראל פסע בעניין זה בעקבות החוק האמריקני. המדיניות שביסוד הוראת החוק האמריקני בנדון היא הרצון לעודד הבראת חייבים, כאשר המשך קיומו של החוזה הוא נדבך חשוב בהגשמת תכלית זו. עידוד הבראתן של חברות הוא אמנם עניין ראוי. ברם, האם בשל כך מוצדק לסכל את חופש ההתקשרות החוזי בין הצדדים ולהאריך באופן

69 לא פעם, שכירת חנויות חלופיות אינה פתרון מעשי. לא תמיד מצויות חנויות חלופיות פנויות להשכרה במתחמי הקניות שבהם פעלה עד כה הרשת. הזמן שידרוש משא ומתן לשכירת חנויות חדשות עלול להיות הרסני לניסיונות לייצוב העסק. המשכיות הפעילות היא מרכיב קריטי בהליך הבראת חברה. כל קטיעה של רצף הפעילות עלול לסכל את סיכויי ההבראה.

70 לעיל ה"ש 66.

71 עם זה, עמדת בית המשפט הייתה שם בבחינת אמרת אגב. לגופו של עניין פסק בית המשפט שהמשכירה הייתה זכאית לבטל את הסכם השכירות משום שהשוכרת הפרה אותו ולא עמדה בתשלומי דמי השכירות עובר להליך חדלות הפירעון.

72 Bankruptcy Code §365(e)(1); *In re Cole*, 226 B.R. 647, 652 (9th Cir. B.A.P. 1998). על פועלו של סעיף זה ודומיו בחוק חדלות הפירעון האמריקני, ראו Michael D. Fielding, *Preventing Voluntary and Involuntary Bankruptcy Petitions by Limited Liability Companies*, 18 BANKR. DEV. J. 51, 53-55 (2001). לביקורת על סעיף חוק זה ראו Che & Schwartz, לעיל ה"ש 45.

מלאכותי חוזה אשר הם התכוונו להביאו לידי סיום בשלב זה? האם יהיה נכון, מבחינת המשפט, לכבול את הצדדים ליחסים משפטיים הסכמיים בניגוד לרצונם?

2. התכליות שביסוד התנאי המפסיק

14.33 עצם קיומו של תנאי מפסיק, המביא לידי סיום החוזה מחמת הליך של חדלות פירעון שנפתח לאחד הצדדים, אומר "דרשני". כאשר הצדדים נוקבים מועד לסיום החוזה, הם קוצבים לחוזה תקופת קיום. יחסיהם המשפטיים מיועדים להימשך בתקופה זו, ולא מעבר לה. קציבה זו נובעת מכך שתכליתו העסקית של החוזה תמוצה בתקופה זו, או שהצדדים מבקשים לבחון מחדש את תנאי החוזה ולהשוותם לתנאים השוררים בשוק כעבור תקופה זו. תנאי מפסיק שונה מתניה הנוקבת מועד לסיום החוזה. תנאי מפסיק תולה את סיומו של חוזה בהתרחש אירוע מסוים, אשר עצם התקיימותו ומועד התקיימותו אינם ידועים לצדדים בעת ההתקשרות בחוזה. ראוי לשאול מה טעם ביקש הצד שכנגד, מראש, להשתחרר מן החוזה לכשייפתח הליך של חדלות פירעון של הצד האחר לחוזה? מהי התכלית שביסוד תנאי מפסיק כאמור? סוף סוף, כל עוד חדל הפירעון עומד בכל התשלומים החוזיים שהוטלו עליו, מדוע יבקש הצד שכנגד לנתק את יחסיהם המשפטיים? האם זו עילה אקראית לחלוטין, משל התנו הצדדים כי החוזה יגיע לידי סיום בליקוי הלבנה הבא? דומני כי תנאי מפסיק מחמת הליך של חדלות פירעון אינו תנאי מפסיק אקראי. יש לו תכליות אפשריות אחדות. תכליות אלה הן:

- (א) מניעת פגיעה צפויה בצד שכנגד.
- (ב) הרתעה מפני כניסה נמהרת להליך של חדלות פירעון.
- (ג) הרתעה מפני ניהול בלתי יעיל עובר למצב חדלות הפירעון.

(א) מניעת פגיעה צפויה בצד שכנגד

14.34 תכלית אפשרית אחת שביסוד תנאי מפסיק מחמת הליך של חדלות פירעון היא לאפשר לצד שכנגד להימנע מלקיים יחסים חוזיים עם צד הנתון בשעה זו, ראשו ורובו, בהליכים משפטיים מורכבים והשקוע במשבר כספי חריף. חששו של הצד שכנגד הוא כי בנסיבות האמורות יקשה על חדל הפירעון להוסיף ולקיים את התחייבויותיו החוזיות. לפיכך, לשם מניעת פגיעה בו על ידי הצד האחר לחוזה, מקדים הצד שכנגד תרופה למכה ומתנה מראש כי בנסיבות כאמור הוא יוכל לסיים את החוזה. במובן זה, התנאי המפסיק מהווה מעין הסכמה חוזית שלפיה פתיחת הליך חדלות הפירעון היא בבחינת הפרה צפויה של החוזה מצד חדל הפירעון.⁷³

(ב) הרתעה מפני כניסה נמהרת להליך של חדלות פירעון

14.35 תכלית אפשרית שנייה לתנאי מפסיק כאמור היא למנוע פתיחה מוקדמת יתר על המידה של הליך חדלות הפירעון. אכן, כל המקיים קשר חוזי עם צד שעלול להיקלע למשבר כספי, חושש שמא הלה יבקש להכניס את עצמו להליך של חדלות פירעון בשלב מוקדם יתר על המידה. בדרך זו, עלול

⁷³ אכן, לפי סעיף 17 לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה), הפרה צפויה מזכה את הצד הצפוי להיפגע מן ההפרה בכל התרופות הקבועות בחוק האמור. להשקפה שלפיה חדלות פירעון נחשבת מבחינת הדין ל"הפרה צפויה" של יחסים חוזיים ראו משה גלברד **הפרה צפויה בחוזים** 211–212 (התשס"ו).

המבקש לפגוע ביכולתו של הצד שכנגד לגבות ממנו חובות שונים שנצברו לזכותו. המבקש ישיג שקט תעשייתי מפני כל נושיו בחסות עיכוב ההליכים. תנאי מפסיק בחוזה, אשר ינתק את החייב מן התועלות הכלכליות שהחוזה מניב לו, עשוי להרתיע מפני ניצול תועלתני של הליך חדלות פירעון.

(ג) הרתעה מפני ניהול בלתי יעיל עובר למצב חדלות הפירעון

14.36 התכלית השלישית האפשרית להכללת תנאי מפסיק כאמור בחוזה היא הרתעת הצד האחר מפני ניהול עסקי בעייתי מעיקרא המגדיל את ההסתברות לחדלות הפירעון שלו. ואמנם, אחד החששות העסקיים של נושים הוא שהחייב, לאחר שהתקשר עמם התקשרות חוזית, ינהל את עסקיו באופן שיגדיל את סיכוני חדלות פירעונו. ניהול כאמור עשוי להגדיל את תוחלת הרווח של בעלי המניות של החייב, כאשר בסיכוני ההפסד יישאו הנושים, בשל האישיות הנפרדת של החייב ואחריותם המוגבלת של בעלי המניות.⁷⁴ אם החוזה חשוב לצד שכנגד, תנאי מפסיק בו עשוי להרתיע את החייב מפני ניהול עסקי מסוכן.⁷⁵ החייב יודע כי ניהול כאמור, אם ידרדרו למשבר כספי, עלול להביאו לידי אובדן החוזה האמור. לפיכך, החייב יירתע מראש וישקול בזהירות את אופן ניהול עסקיו.⁷⁶

3. חוסר תקפות של התנאי המפסיק

(א) ההצדקה העיונית לבטלות התנאי המפסיק

14.37 דומני כי אף לא אחת מתכליות אלה משכנעת כי התנאי המפסיק ממלא תפקיד כלכלי חיובי בהתקשרות החוזית בין הצדדים. עיון מדוקדק ילמד כי כל אחת מתכליות אלה אינה מצדיקה את קידוש התנאי המפסיק. החשש מפני פגיעה צפויה בצד שכנגד אינו חשש מבוסס המצדיק תגובה גורפת בסגנון ניתוק הקשר החוזי. אדרבה, התנהלותו התקינה של חדל הפירעון עד לפתיחת ההליך בעניינו מעידה כי כשם שהשכיל, חרף קשייו הכספיים, לעמוד בהתחייבויותיו הכספיות כלפי הצד שכנגד עד כה, כן

74 ראו גם להלן פסקה 17.21. על ניגוד העניינים המובנה בין בעלי מניות לבין נושים באשר למדיניות ההשקעות של החברה, ראו George G. Triantis, *Secured Debt Under Conditions of Imperfect Information*, 21 J. LEG. STUD. 225, 234 (1992); Clifford W. Smith, Jr. & Jerold B. Warner, *Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure: Comment*, 34 J. FIN. 247, 250 (1979); Thomas H. Jackson & Anthony T. Kronman, *Secured Financing and Priorities Among Creditors*, 88 YALE L.J. 1143, 1149–1150 (1979); Saul Levmore, *Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings*, 92 YALE L.J. 49, 51–52 (1982); Alan Schwartz, *A Theory of Loan Priorities*, 18 J. LEG. STUD. 209, 228–230 (1989).

75 Che & Schwartz, לעיל ה"ש 45. טוענים שם עוד כי הכרה בתנאי מפסיק בחוזה תאפשר לצד שאינו חדל פירעון לגדוע את המשך קיומו של חוזה בלתי יעיל. לעומתו, בית המשפט מועד לשגות בהערכתו הכלכלית אם המשך קיום החוזה מקדם יעילות כלכלית או מגדיל הפסד כלכלי מצטבר. ברם, הנמקתם זו בעד כיבוד התנאי המפסיק מוקשה בעיניי: אם אמנם חששם הוא מפני המשך קיום חוזים שאינם יעילים, מדוע זה תיתלה האפשרות לגדיעת החוזה באירוע הרשמי של פתיחת הליך של חדלות פירעון לאחד הצדדים לחוזה? אם החוזה גורם הפסדים, אזי – לשיטתם – ראוי לגודעו בכל מקרה, בין שאחד הצדדים נכנס באופן רשמי להליך כאמור ובין שלא נכנס. לפיכך דומה כי לא זה הוא העניין שביסוד תנאי מפסיק בחוזים נמשכים.

76 Jackson, לעיל ה"ש 44, בעמ' 41–42.

ישכיל לעמוד בהן גם מכאן ואילך. יתרה מזו, משנפתח הליך חדלות הפירעון, תנאי הפעולה הם זהירים ומבוקרים יותר מאשר עובר לפתיחתו. משנפתח ההליך, מתמנה בעל תפקיד מקצועי לנהל את ענייניו העסקיים של חדל הפירעון וכל זאת תחת עינו הפקוחה של בית המשפט. בנסיבות אלה החשש מפני אי קיום ההתחייבויות החוזיות של חדל הפירעון אינו חשש גדול שיש לתת לו פתרון משפטי כאמור.⁷⁷

אף החשש השני, כלומר החשש כי החייב יבקש לנצל את יתרונותיו של הליך חדלות הפירעון ויפתח בו מוקדם מדי, אינו חשש רציני. קיימים מנגנונים שונים בדיני חדלות פירעון המפיגים חשש זה ומצמצמים את הסכנה. ראשית, לעתים נפתחים ההליכים ביוזמתם של נושים ולא ביוזמתו של חדל הפירעון, וזאת לשם פירוקה של חברה. אמנם ייתכנו מקרים שבהם הצד שכנגד יתנה את התנאי המפסיק בחוזה כדי למנוע, הלכה למעשה, אף בעד נושים אחרים ליזום הליך של חדלות פירעון שאינו מתואם עמו באופן אישי. בפרק אחד-עשר כבר נדון החיסרון שבמתן כוח הכרעה בלעדי לאחד הנושים בעניין גורלו של החייב.⁷⁸ חיסרון זה מקורו בחשש שמא בבראו להכריע אם לפתוח בהליך של חדלות פירעון של החייב, ישקול הנושה בעל כוח ההכרעה הבלעדי את טובתו האישית ויתעלם משיקולי הטובה הכללית של יתר הנושים ושל בעלי העניין בחייב.⁷⁹ חיסרון זה עומד אף בעוכרי כיבוד התנאי המפסיק כאן. שנית, אף הליכי הבראה ביוזמת החייב אינם מועדים לניצול לרעה מצדו. כפי שכבר הובהר בפרקים שמיני ותשיעי, בשיטת משפט שבה ברירת המחדל היא כי בעל תפקיד מתמנה לחברה שנפתח בעניינה הליך הבראה, אין חשש רציני כי נושאי המשרה בה יקדימו לפתוח בהליך הבראה שלא לצורך.

החשש השלישי הוא כאמור החשש מפני ניהול בעייתי מצד החייב. ברם, לשם צמצום סכנה זו קיימים אמצעים אחרים ויעילים יותר מן התנאי המפסיק בחוזה. תניית האצת תשלומים ושעבוד נכסים בחוזה הלוואה עם מלווים מקצועיים, כגון בנקים, הם אמצעי ההרתעה האכיפים והיעילים מכול. המלווים המקצועיים הנוטלים שעבודים הם המפקחים היעילים מכול על ניהול עסקי החייב.⁸⁰ יש להם יתרונות מובנים בהשוואה לצד לחוזה מסחרי אחר עם החייב. לפיכך, עדיף להותיר בידיהם את מלאכת הפיקוח וההרתעה מפני ניהול מסוכן של עסקי החייב. זאת ועוד, בשיטת משפט שבה, בפתחת כל הליך של חדלות פירעון, מפנה הנהלת החברה את מקומה לטובת בעל תפקיד ממונה, או, למצער, הופכת לכפופה לו, יש במחיר זה כשלעצמו כדי לשמש מנגנון יעיל להרתיע את ההנהלה מפני ניהול עסקי

77 כמובן, אם הצד שכנגד ישכיל לשכנע את בית המשפט בראיות כי יש חשש ממשי ומבוסס לכך שבעל התפקיד לא יוכל לעמוד בהתחייבויות החוזיות של חדל הפירעון, שומה על בית המשפט לצוות על סיום החוזה.

78 לעיל פסקאות 11.27, 11.29–11.31.

79 הצד שכנגד יבחן, מן הסתם, את המחיר החוזי בהשוואה למחירים שאותם הוא יוכל להשיג בשלב זה בחלופות עסקיות בשוק. כלומר, הצד שכנגד יבחן אך את הכדאיות הכלכלית בעבורו של המשך החוזה או סיומו. התועלת הכללית שבשימור המערך העסקי של חדל הפירעון, או המחיר שישלמו כלל הנושים ובעלי העניין האחרים אם מערך זה יקרוס עקב סיום החוזה ביניהם, לא יעניינו את הצד שכנגד.
80 להלן פסקאות 15.28–15.37.

מסוכן ומוגזם.⁸¹ הערך המוסף של ההרתעה המקופלת בתנאי מפסיק בחוזה הוא אפוא שולי. לא זאת אף זאת, לצד התועלת המפוקפקת שבתנאי מפסיק, לצורך הפגת החשש מפני ניהול מסוכן, קיים חשש שמא הכללתו של תנאי זה משקפת בעיית נציג בין הנהלת החברה ובעלי מניותיה לבין נושי החברה.⁸² במילים אחרות, כאשר הצד שכנגד ביקש מן החברה, בשעת ההתקשרות החוזית, לכלול תנאי מפסיק כאמור בחוזה כאמצעי הרתעה מפני ניהול מסוכן שלה, ייתכן שהנהלת החברה הסכימה לדרישה זו ביודעה שלא היא ולא בעלי המניות יישאו בתוצאות התנאי המפסיק. כנגד הכללת התנאי המפסיק תזכה אפוא החברה בטובות ההנאה שבחוזה, שמהן ייהנו ההנהלה ובעלי המניות לפני חדלות הפירעון של החברה, אולם במחיר התנאי המפסיק יישאו יתר נושי החברה. אם החברה תנוהל באופן מסוכן ותיקלע לחדלות פירעון, ממילא יוצאים בעלי המניות והנהלה מן התמונה. המשך קיום החוזה עשוי להיטיב עם יתר הנושים, אך, בשל התנאי המפסיק, הטבה זו תימנע מהם. השפעת מילוי התנאי המפסיק לא תרתיע אפוא יתר על המידה את הנהלת החברה, שכן אמצעי ההרתעה פועל את פעולתו בעיקר כלפי נושי החברה ולא כלפיה וכלפי בעלי המניות.

14.38 לפיכך, לעניות דעתי, תנאי מפסיק בחוזה, המבקש לסיימו לכשייפתח הליך של חדלות פירעון של צד לו, הוא חסר תכלית של ממש. על כן, אין לתת תוקף משפטי לתנאי כאמור ודינו הוא בטלות משפטית.

(ב) ההסדרה החקיקתית – תיקון מס' 19 וחוק חדלות פירעון

14.39 לאחר חסר חקיקתי בעניין זה בעבר, קבעו תיקון מס' 19 לחוק החברות וחוק חדלות פירעון במפורש כי תנאי מפסיק בחוזה, הקובע שהחובה יסתיים עם פתיחת הליך פירעון בעניינו של צד לו, בטל.⁸³ החקיקה הישראלית פסעה אפוא בעניין זה באופן ראוי בעקבות החוק האמריקני ושללה באופן גורף את הפעלתם של תנאים מפסיקים כאמור באופן חד-צדדי בידי הצד השני לחוזה.⁸⁴ לפיכך, חוזה שלא הופר הפרה יסודית עובר לפתיחתו של הליך חדלות פירעון ימשיך להתקיים בזמן הליך חדלות הפירעון, חרף הכללתו של תנאי כאמור בחוזה. עם זה, לתנאי מפסיק כאמור בחוזה עדיין עשויה להיוודע נפקות משפטית בהליך של חדלות פירעון. המחוקק הוסיף וקבע כי אם יש לצד השני לחוזה זכות לבטלו לפי הוראות החוזה, לא ניתן יהיה לאמץ את החוזה ולהוסיף לקיימו אלא אם כן שוכנע בית המשפט כי החייב יקיים את חיוביו לפי החוזה בזמן הליך חדלות הפירעון.⁸⁵ זהו איזון ראוי אשר נועד להפיג את חששותיו של הצד שכנגד מפני התערעורת קיום החיובים החוזיים בידי הצד חדל הפירעון. ברם, איזון זה ייערך על ידי בית המשפט ולא באופן חד-צדדי על ידי הצד שכנגד.

81 לעיל פסקאות 9.30–9.31.

82 Jackson, לעיל ה"ש 44, בעמ' 42–43.

83 סעיף 68(ב) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350(ב) לחוק החברות.

84 Bankruptcy Code §365(e)(1). ראו גם בקנדה §34(1), (2) Companies' Creditors Arrangement Act.

85 סעיף 72(א) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350(ג) לחוק החברות.

4. תוקפו של התנאי המפסיק לפי חוק הסכמים בנכסים פיננסיים

14.40 תנאי מפסיק מחמת כניסתו של צד לחוזה להליך חדלות פירעון, הוא מקובל ונפוץ ביותר. ניתן למוצאו בחוזים רבים במשק. אחד הענפים העסקיים שבהם רווח השימוש בתנאי מפסיק כאמור הוא הענף הפיננסי. הסכמי מסגרת רבים בתחום עסקאות נגזרות, כלומר עסקאות במוצרים שערכם נגזר מנכס בסיס,⁸⁶ והסכמי מכר חוזר בניירות ערך כוללים תנאי מפסיק כאמור.⁸⁷ בשוק הפיננסי הבין-לאומי נהוג לכבד את תוקפם של תנאים כאמור. הצד שאינו חדל פירעון זכאי אפוא להביא את הסכם המסגרת כולו לידי גמר מחמת כניסתו של הצד שכנגד להליך של חדלות פירעון. דבר זה בא כיום לידי ביטוי בחוק לדוגמה בעניין הסכמי מסגרת פיננסיים, אשר פורסם מטעם הארגון הבין-לאומי לקידום עסקאות נגזרות והסדרתן (International Swaps and Derivatives Association, Inc.).⁸⁸ אפילו חוק חדלות הפירעון האמריקני, השולל במפורש את תוקפו של תנאי מפסיק בחוזה מחמת כניסת אחד הצדדים להליך של חדלות פירעון, קובע חריגים בנוגע להסכמי מסגרת פיננסיים. תנאים מפסיקים בהסכמים כאמור יעמדו בתוקפם ויכובדו בהליך של חדלות פירעון של אחד הצדדים.⁸⁹ אף ישראל פסעה בעקבות המגמה הבין-לאומית האמורה. חוק הסכמים בנכסים פיננסיים, התשס"ו-2006,⁹⁰ קובע במפורש כי תנאי מפסיק בהסכם מסגרת שמוסד פיננסי הוא צד לו עומד בתוקפו משנקלע אחד הצדדים להסכם לחדלות פירעון.⁹¹ התפישה הרווחת היא כי הוראה זו מתבקשת לאור מאפייני המסחר בשוקי ניירות הערך והנגזרים המקומי והבין-לאומי, הנשענים על מבחן "השורה התחתונה".⁹² מסחר

- 86 חוק הסכמים בנכסים פיננסיים, התשס"ו-2006, מגדיר בסעיף 1 "נכס בסיס": "לרבות מטבע, הלוואה, התחייבות לתשלום, ריבית, שער חליפין, מוצרים ושירותים הנסחרים בשוקי סחורות (Commodities), ניירות ערך הנסחרים בישראל או מחוץ לישראל, מדדי מחירים ומדדי ניירות ערך".
- 87 "הסכם מסגרת" מוגדר שם כ"הסכם, לרבות התקשרות בין מסלקה לבין חבר מסלקה בין בעבור עצמו ובין בעבור אחר, במסגרת כללי מסלקה, המסדיר מספר עסקאות בנגזרים או עסקאות מכר חוזר בניירות ערך, והכולל את כל ההוראות המפורטות בפסקאות (1) עד (4) להגדרה 'הוראות לסיום מוקדם', ביחס לעסקאות אלה, ובלבד שהצדדים להסכם כאמור הם תאגידים ולפחות אחד מהם הוא מוסד פיננסי או מדינת ישראל". "מוסד פיננסי" מוגדר שם כ"כל אחד מאלה: (1) תאגיד בנקאי כהגדרתו בחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981, לרבות תאגיד עזר כהגדרתו בחוק כאמור; (2) מבטח כהגדרתו בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981; (3) בנק ישראל כמשמעותו בחוק בנק ישראל, התשי"ד-1954; (4) חבר בורסה בהתאם לתקנון הבורסה כמשמעותו בסעיף 46 לחוק ניירות ערך; (5) חברה מנהלת כהגדרתה בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005; (6) מנהל קרן כמשמעותו בחוק השקעות משותפות בנאמנות; (7) גוף דומה לגופים המפורטים בפסקאות (1) עד (6), שהתאגד מחוץ לישראל והמפוקח בידי הרשויות המוסמכות לעניין זה במדינה שבה התאגד; (8) גופים נוספים שקיים לגביהם פיקוח על פי דין, שקבע שר האוצר, בצו, בהסכמת שר המשפטים".
- 88 2006 Model Netting Act §4(d), available at: www.isda.org
- 89 Bankruptcy Code §§555, 556, 559, 560. לביקורת על גישה זו של הדין האמריקני ולדעה שלפיה יש להכפיף אף הסכמים כאמור לכללי הדין הרגילים של דיני חדלות פירעון, ראו Stephen J. Lubben, *Derivatives and Bankruptcy: The Flawed Case for Special Treatment*, 12 J. Bus. L. 61 (2009).
- 90 לעיל ה"ש 86.
- 91 שם, סעיף 1 (הגדרת "הוראות לסיום מוקדם" בהסכם מסגרת) וסעיף 2 (הוראה הקובעת תנאים שבהתקיימם יבואו כל העסקאות הכלולות בהסכם המסגרת לידי סיום מוקדם או שבהתקיימם רשאי צד להסכם להביא לידי סיום מוקדם של כל העסקאות כאמור).
- 92 ראו על כך עוד בהרחבה להלן בפרק שמונה-עשר.

המתקיים על בסיס כאמור ראוי להשלמה ולקיוזו חובים כספיים נגדיים אף בעת חדלות פירעון של אחד הצדדים.⁹³ הצדקה אפשרית נוספת ליחס מיוחד זה להסכמים בנכסים פיננסיים היא שנכסים פיננסיים אלה והאפשרות להמירם במהירות בכל תנאי מעניקה נזילות לשוק ההון.⁹⁴ ברם, בדומה לארצות-הברית, סבורני כי הוראה זו צריכה שתשמש בבחינת החריג אשר אינו מעיד על הכלל בעניין תנאי מפסיק מחמת הליך של חדלות פירעון של צד לחוזה.

14.41 אכן, המשבר הפיננסי העולמי שפרץ בשלהי שנת 2008, עם קריסתו של בנק ההשקעות Lehman Brothers, עורר מחדש את ההתחבטות בדבר התועלות שיש בחסינותן של תניות חוזיות פיננסיות כאמור מפני לפיתתם של הליכי חדלות הפירעון לעומת המחירים שנודעו לכך בקריסת Lehman וחברות ומוסדות פיננסיים אחרים שאינם בנקים, ואם בכלל מוצדק להחריג נכסים פיננסיים מדיני חדלות הפירעון. תקדים חשוב זה ודומיו הראו כי ערך כספי ניכר עלול לרדת לטמיון דווקא עקב הפעלת תניות חוזיות אלה לאלתר עם פתיחתו של הליך חדלות הפירעון, בלא יכולת של החברה החייבת לעכב את הפעלתן של תניות אלה.⁹⁵ נוסף לכך, הביטחון שזוכה לו הצד השני לחוזה מפחית את תמריציו לפקח כראוי מעיקרא על נטילת הסיכונים של החייב ועל חשיפתו לחדלות פירעון אפשרית.⁹⁶ לפיכך, יש לבחון בקפידה את מגוון ההוראות החוזיות שיהנו מחסינות כאמור בדין, לצמצמן ולגדר את רוחב החסינות האמורה. יש להותירן בבחינת חריגים לדיני חדלות הפירעון ואין להרחיבן מעבר לדל"ת אמותיהן הצרות.⁹⁷

93 Morrison ו-Edwards טוענים כי ההיתר להשלים חוזים בניירות ערך נגזרים, בלא להכפיפם לדין עיכוב ההליכים הכללי, נובע מכך שהנכסים הנסחרים בעסקאות אלה ממילא אינם ייחודיים לחברה (non firm-specific) ושימורם בה אינו מקנה לה ערך מוסף. ראו Franklin R. Edwards & Edward R. Morrison, *Why the Special Treatment?* 22 YALE J. REG. 91 (2005). עם זאת, לפי ההסבר האמור, ספק אם היה צורך להכפיף את זכות הקיוזו הקיימת בחוק האמריקני בין חייב חדל פירעון לאחד מנושיו, לעיכוב ההליכים. ראו לעיל פסקה 12.44, ה"ש 100.

94 Philipp Paech, *The Value of Insolvency Safe Harbours*, 36 OXFORD J. LEG. STUD. 855 (2016).

95 ראו, למשל, Edward J. Janger & John A. E. Pottow, *Implementing Symmetric Treatment of Financial Contracts in Bankruptcy and Bank Resolution*, 10 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 155 (2015); Stephen J. Lubben, *Lehman's Derivative Portfolio*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2698234> (December 2, 2015); Mark J. Roe & Stephen Adams, *Restructuring Failed Financial Firms in Bankruptcy: Selling Lehman's Derivatives Portfolio*, 32 YALE J. REG. 363 (2015); Steven L. Schwarcz & Ori Sharon, *The Bankruptcy-Law Safe Harbor for Derivatives: A Path-Dependence Analysis*, 71 WASH. & LEE L. REV. 1715 (2014); Stephen Adams, *Derivatives Safe Harbors in Bankruptcy and Dodd-Frank: A Structural Analysis*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2348828> (March 3, 2014); David A. Skeel & Thomas H. Jackson, *Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy*, 112 COLUM. L. REV. 152 (2012); Mark J. Roe, *The Derivatives Market's Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator*, 63 STAN. L. REV. 539 (2011). על היות זכות העדיפות של נושה משום גורם המפחית תמריצי פיקוח ראו גם להלן פסקה 15.41.

97 Charles W. Mooney, *The Bankruptcy Code's Safe Harbors for Settlement* ראו *Payments and Securities Contracts: When Is Safe Too Safe?*, 49 TEX. INT'L L.J. 245 (2014).

ד. השתחררות מן החוזה מצד בעל התפקיד

1. קיום חיובים חוזיים כערך יסוד

14.42 כאשר צד לחוזה נמשך מצוי בהליך של חדלות פירעון, תיתכנה נסיבות שבהן דווקא הוא, או בעל התפקיד הממונה בעניינו, יבקש להביא את החוזה לידי סיום. זהו תרחיש מנוגד לזה שנדון לעיל, והוא עשוי לקרות, למשל, עת חדל הפירעון קשור עם הצד שכנגד בחוזה שכירות אשר תנאיו מסבים הפסד לחדל הפירעון. חדל הפירעון עלול להימצא לכוד במחיר החוזי של דמי השכירות בשעה שמחירי השוק של השכירות באזור הוזלו זה מכבר. חוזים מסבי הפסד כאמור עלולים לקבע את המשבר הכספי שבו חדל הפירעון נתון ולהקשות מבחינה כלכלית את ההיחלצות ממנו. בהנחה ששום צד לא הפר את החוזה עד לפתיחת הליך חדלות הפירעון, האם יהא חדל הפירעון רשאי להשתחרר מן החוזה מסב הפסדים האמור? האם קשייו הכספיים יצדיקו את התרת החוזה ביוזמה חד-צדדית?

14.43 דיני החוזים כפשוטם אינם מאפשרים לצד לחוזה להשתחרר מן החוזה באופן חד-צדדי כל עוד הוא לא נפגע מהפרת החוזה על ידי הצד האחר. שינוי בתנאים הכלכליים בשוק אינו עילה לנטישה חד-צדדית של הקשר החוזי שבו הוא התחייב. התחייבות חוזית נקצבת לתקופה, והיא משקפת סיכויים כלכליים, כמו גם סיכונים, בעבור המתקשר בחוזה. כשמתברר כעבור זמן כי אחד הצדדים לחוזה התקשר בעסקה גרועה מבחינתו בהשוואה לתנאי השוק, הרי זו מבחינתו עסקה בלתי כדאית מבחינה כלכלית. ברם, חוסר כדאיות כלכלית אינו עילה משפטית להשתחררות מחוזה.⁹⁸ צד אשר יבקש להשתחרר מן החוזה בדרך של הפרתו מדעת יגלה כי המשפט מבקש לסכל את כוונתו. דיני החוזים שוללים מצד אשר הפר את החוזה למען חוזה חלופי, רווחי יותר, כל הפקת רווח הנובע מן ההפרה. בית המשפט העליון דחה במפורש את הטענה כי ראוי להתיר לצד לחוזה להפר את החוזה כאשר הפרה זו היא יעילה מבחינה כלכלית.⁹⁹ המענה המשפטי על הפרת חוזה מטעמים כלכליים הוא אכיפת החוזה כלפי המפר וחיובו בתשלום פיצויים לנפגע, לרבות תשלום כל רווח שהוא הפיק מן ההפרה.¹⁰⁰ ברם, השאלה המעניינת היא מהו הטעם שביסוד האהדה לסעד של אכיפת החוזה. הרעיון הטמון באכיפת החוזה הוא לשקף את ערך ההתחייבות החוזית ואת אחריותו של כל אדם להתחייבויותיו כלפי הזולת.

Patrick Bolton & Martin Oehmke, *Should Derivatives Be Privileged in Bankruptcy?*, 70 J. FIN. 2352 (2015).

98 עם זה, שינוי בתנאי השוק עשוי לשמש כזרז למשא ומתן מחודש בין הצדדים, עוד בטרם הסתיימה התקופה החוזית הנוכחית, על תנאים חוזיים חדשים אשר יחולו לאחר התקופה החוזית הנוכחית. דבר זה מקובל בנוגע להלוואות בנקאיות ארוכות טווח אשר הבנק מציע ללקוחו לממן מחדש (refinancing); בנוגע לשינוי תנאי ההתקשרות החוזיים עם ספקים של שירותי תקשורת (טלפונים ניידים, אינטרנט); בנוגע לחוזים ארוכי טווח של שחקני ספורט מקצוענים, ועוד.

99 עניין אדרס, לעיל ה"ש 9; ע"א 3666/90 מלון צוקים בע"מ נ' עיריית נתניה, פ"ד מו(4) 45, 77-78 (התשנ"ב-1992); ע"א 3668/98 בסט ביי רשתות שיווק בע"מ נ' פידיאס אחזקות בע"מ, פ"ד נג(3) 180, 191 (התשנ"ט-1999). לביקורת על הגישה הכלכלית הדוגלת בהפרה יעילה של חוזים ראו Daniel Friedman, *The Efficient Breach Fallacy* 18 J. LEG. STUD. 1 (1989).

100 עניין אדרס, לעיל ה"ש 9.

אכיפת חוזה היא ביטוי משפטי לערך החברתי-המוסרי שבקיום התחייבותו של אדם כלפי זולתו.¹⁰¹ ערך מוסרי זה בא לידי ביטוי באמירה התלמודית "מי שפרע מאנשי דור המבול ומאנשי דור הפלגה ומאנשי סדום ועמורה וממצרים בים, הוא יפרע ממי שאינו עומד בדיבורו".¹⁰² או, כמאמרו של שלמה המלך: "טוב אשר לא תדור, משתדור ולא תשלם".¹⁰³ יתרה מזו, אכיפת חוזים נוסכת ביטחון במתקשרים-בכוח כי כנגד התחייבויותיהם החוזיות כלפי הצד האחר הם יזכו ליהנות מן הזכויות שהחווה יקנה להם. כל עוד צד לחווה מקיים את התחייבויותיו, לא יוכל הצד האחר לשלול ממנו את הנאתו מן החווה. ביטחון זה מגביר את הוודאות העסקית ותורם להשכנת אוירה בריאה וראויה המקדמת התקשרויות יעילות בשוק. ניתוח כלכלי של סעד אכיפת החווה מורה כי מתן סעד זה נובע מהחשש שפיצוי כספי גרידא יפצה את הנפגע מהפרת החווה פיצוי חסר.¹⁰⁴

2. ויתור על חוזה בלא רווח בהליך של חדלות פירעון

14.44 כאשר אחד הצדדים לחווה נתון בהליך של חדלות פירעון, הדין משנה את כללי המשחק החוזיים האמורים. חוזה בלא רווח נחשב בדין המנדטורי ל"נכס מכביד".¹⁰⁵ הדין מאפשר לבעל תפקיד לוותר על נכס מכביד, באישור בית המשפט.¹⁰⁶ בעקבות הויתור "יחדלו כל הזכויות והחבויות של החברה בנכס שוויתרו עליו, ואולם לא יהיה בויתור כדי לפגוע בזכויותיו וחובותיו של אדם אחר אלא במידה הנחוצה לשחרר מחבות את החברה ואת נכסיה".¹⁰⁷ זכותו של הצד שכנגד לפיצויים נחשבת לחוב בר תביעה בהליך חדלות הפירעון.¹⁰⁸ דיני חדלות פירעון רגישים אפוא לקושי הכלכלי שחווה נמשך עלול להערים על קופת חדלות הפירעון ולהשפעות השליליות של קושי כאמור. יסוד דין הויתור על חוזה בלא רווח הוא, בניסוח קיצוני במקצת, "רישיון לחדל הפירעון להפר חוזה", או, ליתר דיוק, אימוץ תורת הפרתו היעילה של החווה.¹⁰⁹ בעל התפקיד רשאי לברור לו חוזים מסבי הפסד שבהם קשור חדל הפירעון, ולהשתחרר מהם. עיקר ההבדל מדיני החוזים הכלליים הוא שכאשר בעל התפקיד

- 101 עניין **בסט ביי**, לעיל ה"ש 99, שם. ראו גם Steven Shavell, *Is Breach of Contract Immoral?*, 56 EMORY L.J. 439 (2006); Morris R. Cohen, *The Basis of Contract*, 46 HARV. L. REV. 553, 571-572 (1933).
- 102 כבלי, בבא מציעא, מח, ע"א.
- 103 קהלת ה 4.
- 104 Alan Schwartz, Anthony T. Kronman, *Specific Performance*, 45 U. CHI. L. REV. 351 (1978). ראו גם Alan Schwartz, *The Case for Specific Performance*, 89 YALE L.J. 271 (1979).
- 105 סעיף 360(3) לפקודת החברות; סעיף 115(א)(3) לפקודת פשיטת הרגל.
- 106 סעיף 67 לחוק חדלות פירעון (סמכות לבטל חוזה קיים). קדמו לו סעיף 361(א) לפקודת החברות; סעיף 115(ב) לפקודת פשיטת הרגל. הסמכות המקבילה בארצות-הברית, המכונה *rejection of an executory contract*, היא סמכות המסורה לנאמן או ל-DIP באישור בית המשפט. ראו Bankruptcy Code §365(a).
- 107 סעיף 70(ה) לחוק חדלות פירעון. קדמו לו סעיף 361(ב) לפקודת החברות; סעיף 116 לפקודת פשיטת הרגל.
- 108 סעיף 74(א) לחוק חדלות פירעון. קדמו לו סעיף 365 לפקודת החברות; סעיף 122 לפקודת פשיטת הרגל. לסיוג זכותו של הנפגע מוויתור על חוזה נמשך לקבל פיצויים מוסכמים כאמור בחווה, בלא הוכחת נזק, ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 1439/05, בש"א 171193/05 **המפרק הזמני של פיצה מטר בע"מ נ' סולומון חברה לבנין ופיתוח בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"ו כסלו התשס"ו, 27.12.2005).
- 109 Jay L. Westbrook, *A Functional Analysis of Executory Contracts*, 74 MINN. L. REV. 227, 280 (1989) (הוראות ה-Bankruptcy Code בעניין ויתור על executory contracts נועדו, בין השאר, להכשיר מבחינה מוסרית את ההחלטה להפר את החווה).

מוותר על חוזה בלא רווח, לא יאכוף עליו בית המשפט לקיים את החוזה. הצד שכנגד אכן ייחשב לנפגע מהפרת החוזה,¹¹⁰ אולם הוא לא יהיה זכאי לסעד האכיפה.¹¹¹ הוא יהיה זכאי לסעד כספי של פיצויים בלבד.

14.45 דומני כי השינוי בגישת הדין להפרתו של חוזה נמשך ולתוצאותיה בהליך של חדלות פירעון הוא מוצדק. הוויתור על החוזה אמנם נעשה כצעד מחושב של בעל התפקיד, אולם חישוב זה שונה במהותו מן ההפרה המחושבת של צד לחוזה אשר סעד האכיפה יוצא כנגדה. בנסיבות של חדלות פירעון, ייעודו של בעל התפקיד הוא להשיא את ערך קופת חדלות הפירעון לטובתם של כל הנושים, כמכלול. זהו הערך הכלכלי והערך החברתי שאותם מצווה בעל התפקיד לקדם. יש לאזן ערכים אלה עם הפגם המוסרי כשלעצמו שבאי קיום התחייבות שניתנה כלפי הצד שכנגד. אכן, לצד שכנגד יש זכויות חוזיות כלפי חדל הפירעון, אולם כמוהו יש גם ליתר הנושים. איש מן הנושים, למעט בעלי העדיפות שבדין, אינו זכאי בשלב זה לדרוש את פירעון מלוא זכותו הכספית. בשל מצבו הכספי העגום של חדל הפירעון, יסתפק כל אחד מהם בפירעון מקצת זכותו. הוא הדין אף בנוגע לצד שכנגד בחוזה. זכותו לקבלת התמורה החוזית המלאה אף היא זכות כספית אשר, בכורח הנסיבות, לא תוגשם במלואה. הוא ייאלץ להסתפק בפירעון מקצתה. זה משמעו של הוויתור. הוויתור על החוזה מסב ההפסדים שולל מן הצד שכנגד, כבעל זכויות כלפי חדל הפירעון, את קבלת מלוא התמורה החוזית שהייתה צפויה לו מקיום החוזה או פסיקת סעד אכיפה בעין לטובתו. תחת זאת, הוויתור מכונן את הצד שכנגד לאפיק של פיצוי כספי בגין התמורה החוזית שהוא זכאי לה.¹¹² ודוקו, הפיצוי שהצד שכנגד זכאי לו, כנפגע מהפרת החוזה, הוא מלוא הפיצויים החוזיים המגיעים לו על פי דיני התרופות בשל הפרת החוזה, בין שהם פיצויים מוסכמים ובין שהם פיצויים שייפסקו על ידי בית משפט. ברם, יעילות ה"הפרה" כאן מבחינתה של קופת חדלות הפירעון היא זו: החייב חדל הפירעון יוכל להתקשר בחוזה חלופי זול יותר ולחסוך לקופת החייב את ההפרש בין עלות החוזה החלופי הזול לבין עלות החוזה היקר שעליו ויתר. בשעה שמנסים להציל מבחינה כלכלית חייב חדל פירעון יש לכך חשיבות מעשית גדולה. תחילה לא ישולם כל פיצוי לצד השני לחוזה שוויתרו עליו, בשל עיכוב ההליכים וההמתנה לפירעון קיבוצי. בשלב הפירעון הקיבוצי, מלוא סכום הפיצויים החוזיים ייחשב לשיעור התביעה של הצד שכנגד כלפי קופת חדלות הפירעון, אך בפועל לא זה יהיה הסכום שייגבה לטובתו. כאמור, תביעה זו של הצד שכנגד היא

110 Bankruptcy Code §365(g). השוו לסעיף 365 לפקודת החברות; סעיף 122 לפקודת פשיטת הרגל (הנפגע מוויתור ייחשב לנושה של חדל הפירעון כדי סכום הפגיעה). השוו עוד סעיף 4 לחוק חדלות פירעון ("חוב עבר" – חוב... שמתקיים לגביו אחד מאלה: ... (3) הוא נובע מהפרת התחייבות שהחייב התחייב בה לפני מתן הצו לפתיחת הליכים, גם אם ההפרה נעשתה לאחר מתן הצו, ובלבד שההפרה נובעת מהליכי חדלות פירעון").

111 ראו גם Westbrook, לעיל ה"ש 109, בעמ' 252–257; Andrew, לעיל ה"ש 1, בעמ' 924–926; Countryman, לעיל ה"ש 1, בעמ' 465–466, 471; DOUGLAS G. BAIRD, ELEMENTS OF BANKRUPTCY; 6th ed., 2014, 113–114.

112 לדעה שלפיה ראוי לאכוף חוזה נמשך, אפילו כלפי מפר שנקלע להליך של חדלות פירעון, ראו Raymond T. Nimmer, *Executory Contracts in Bankruptcy: Protecting the Fundamental Terms of the Bargain*, 54 U. COLO. L. REV. 507 (1983).

תביעת חוב לא-מובטחת, בדומה ליתר נושיו של חדל הפירעון.¹¹³ כיוונו של הצד שכנגד לאפיק הפיצוי הכספי נועד אפוא למנוע בעדו ליהנות מכספי קופת חדלות הפירעון תוך כדי דילולה מבחינה כלכלית ובעדיפות על פני יתר הנושים מבחינה חלוקתית.¹¹⁴ הפיצוי הכספי עקב הוויתור על החוזה מציבו בעמדה שוויונית כלפי יתר נושיו של חדל הפירעון. צד שכנגד הקשור עם חדל הפירעון בחוזה נמשך שאינו רווחי לחדל הפירעון אינו בעל יתרון כלכלי מובהק על פני יתר נושיו של חדל הפירעון אשר יצדיק את העדפת פירעונו על פניהם.¹¹⁵ לפיכך, הצבתו עמם בשוויון היא ראויה ונכונה.¹¹⁶ הוויתור על החוזה מצד בעל התפקיד הוא בסך הכול הביטוי המשפטי הרשמי להגשמת מדיניות זו.¹¹⁷

זאת ועוד, אף החשש מפני התפשטותה של תופעת הפרות החוזה המחושבות והיעילות – לאו חשש הוא. ויתור על חוזה בלא רווח, מותר מבחינת הדין רק בהליך רשמי של חדלות פירעון. הליך כאמור מתקיים תחת עינו הפקוחה של בית המשפט.¹¹⁸ יתרה מזו, מבחינה אישית, המותר על החוזה אינו

113 ראו גם Bankruptcy Code §502(g) (תביעת הנפגע מוויתור על חוזה תאושר בהליך דומה לכל אישור של תביעת חוב כלפי החייב). השוו גם ע"א 3225/99 **שיכון עובדים בע"מ נ' טש"ת חברה קבלנית לבניין בע"מ**, פ"ד נג(5) 97, 105–107, 109–110, 124–126 (התש"ס-1999) (דחיית התנגדותה של חברת כ.א.ן גולן לתכנית ההבראה משום שתביעת חובה נדחתה והיא לא ערערה על כך. תביעתה לפיצויים נבעה מהפרת החוזה הנמשך בינה לבין החייבת, חברת טש"ת, על ידי בעל התפקיד במהלך ניהולו של הליך חדלות הפירעון); ע"א 6819/11 **גרין מרקט ישיר בע"מ נ' נאמני קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"ד כסלו התשע"ד, 27.11.2013) (הנטל להוכחת הנזק מן הוויתור על החוזה מוטל על הנפגע מן הוויתור).

114 אכן, אף כחלק מחובתו כנפגע מהפרת חוזה לצמצם את הנזק שייגרם לו, נדרש הצד שכנגד לתור באופן סביר אחרי חוזה חלופי ולמכור את ממכרו, או לספק את שירותיו, ללקוח החלופי. התביעה הכספית המהותית שיש לצד שכנגד כלפי קופת חדלות הפירעון היא אפוא על שיעור ההפרש שבין התמורה החוזית לבין התמורה הנמוכה יותר שהוא הצליח להשיג בהתקשרותו החלופית בשוק. סעד האכיפה היה מניב לו בפועל את ההפרש האמור, בקבלו את מלוא התמורה החוזית המקורית כנגד קיום התחייבויותיו כלפי חדל הפירעון.

115 לשיקולים אימתי ראוי לסטות מעקרון השוויון ולהעדיף פירעון לנושה מסוים ראו להלן פסקאות 15.47–15.51.

116 ואולם, קיימת דעה חולקת. לפי דעה זו, ראוי לגרום לבעל התפקיד (כמייצג את עניינם של חדל הפירעון ושל יתר נושיו) להביא בחשבון את מלוא עלויות ההפרה, למען לא יפר הפרה מחושבת כאמור. הפנמה כאמור תושג אם נזקי ההפרה של הצד שכנגד יוכרו כ"הוצאות הליך חדלות הפירעון" וכך יזכו בעדיפות על פני תביעות יתר הנושים. ראו Triantis, לעיל ה"ש 23, בעמ' 696–699. הצעה נוספת היא הצעתו של Jesse Fried. לפי הצעתו, אם בעל התפקיד ייטה לוותר על החוזה בהליך של חדלות פירעון, מחיר הקיום של החוזה (כלומר, שיעור התמורה החוזית שלה יהיה מחויב חדל הפירעון) יופחת בשיעור הנזק הצפוי לצד הנפגע עקב קבלת חלק יחסי בלבד מכלל פיצויי הקיום שהוא זכאי להם על פי דיני החוזים. הפחתת מחיר הקיום החוזי תמתן את התמריץ של בעל התפקיד להפר חוזים נמשכים יעילים אך בשל חיסכון העלויות לקופת חדלות הפירעון. עם זה, Fried מודה כי גישתו עלולה ללקות בעלויות הכרוכות בהתדיינויות ארוכות, כמו גם בשיהוי ניכר של קבלת ההחלטה בעניין גורל החוזה. לפיכך, אין הוא משוכנע כי היא עדיפה מהדין הנוהג. ראו Jesse M. Fried, *Executory Contracts and Performance Decisions in Bankruptcy*, 46 DUKE L.J. 517 (1996).

117 Thomas H. Jackson, *Translating Assets and Liabilities to the Bankruptcy Forum*, 14 J. LEG. STUD. 90, 111, שם. BAIRD; 73, 90 (1985), לעיל ה"ש 111, שם.

118 להטלת ספק בנחיצותו של אישור בית המשפט לויתור על חוזה בלא רווח ראו עופר גרוסקופף "ויתור על נכס מכביד" המשפט 33 (התשס"א).

הצד המקורי לחוזה (חדל הפירעון) המזהה הזדמנות ומבקש לנצלה. הוויתור נעשה על ידי בעל תפקיד מקצועי, הפועל על פי אמות מידה קפדניות למען יעד כלכלי-חברתי מוגדר והכפוף לאחריות משפטית כבדה במילוי תפקידו. ויתור על חוזה בתנאים כאמור אינו דומה כלל ועיקר לוויתור חד-צדדי ונצלני של צד לחוזה המבקש להפיק תועלת מהפרתו. לפיכך, לעניות דעתי, אין לפזר חששות בעלמא מפני הפרות סיטוניות של חוזים בשל ההיתר להשתחרר מחוזה בלא רווח בהליך של חדלות פירעון.

3. חסינות של זכויות קנייניות

14.46 מהגיון הדברים שצוינו לעיל עולה כי חוזים אשר בעל תפקיד רשאי להשתחרר מהם הם אך חוזים המקנים לצד שכנגד תביעה אשר במהותה היא חוב לא-מובטח. לעומת זאת, מהתחייבויות נמשכות אשר מקנות לצד שכנגד זכות יתרה, אשר מעיקרה היא תקפה כלפי יתר נושיו של חדל הפירעון ועדיפה עליהם, לא יוכל בעל התפקיד להשתחרר. מקורן של התחייבויות אלה בהתקשרות חוזית אינו גורע מכוחן היתר. כך, למשל, כאשר חדל הפירעון משכיר נכס לצד שכנגד. זכות השכירות אינה משקפת רק זכות לקבל שווי כספי, כי אם זכות להשתמש במושכר בעין. זכות השימוש הבלעדי במושכר וההנאה ממנו שמורות לשוכר ומוגנות כזכות קניינית.¹¹⁹ זכות השכירות תקפה כלפי צדדים שלישיים, ובכללם נושיו הכספיים של המשכיר. בהיות זכות זו תקפה כלפי יתר הנושים, לא יוכל בעל התפקיד לשלול זכות זו מן השוכר ולדרוש ממנו להמירה בתביעת פיצוי כספי כחוב לא-מובטח גרידא. אין בכוחו של בעל התפקיד לוותר על חוזה השכירות במלואו.¹²⁰ השוכר יוכל אפוא ליהנות מן השכירות אף במשך הליך חדלות הפירעון ולאחריה, עד לתום התקופה החוזית של השכירות.¹²¹ הוא הדין בנוגע לזכות שימוש בקניין רוחני הנתון בבעלותו של חדל הפירעון. אם זכות השימוש בקניין הרוחני של מקבל הרישיון מוגנת כזכות קניינית, לא יוכל בעל התפקיד להשתחרר מכפיפותו של חדל הפירעון לרישיון זה בטענת "חוזה מכביד".¹²²

119 שלום לרנר שכירות נכסים 24–28 (התש"ן); מיגל דויטש קניין כרך ב 308–309 (התשנ"ט); יהושע ויסמן דיני קניין כרך ג – החזקה ושימוש 258–263 (התשס"ו).

120 עניין זה עוגן במפורש בחקיקה בארצות-הברית. ראו Bankruptcy Code §365(h)(1)(A)(ii). עם זה, החוק מאפשר לבעל התפקיד שלא לקיים את חיובי הביצוע הנלווים להעמדת המושכר להנאת השוכר, כגון החיובים לתקן נזקי תשתית, וכדומה. כתרופה בלעדית נגדית, השוכר יהיה זכאי מצדו לקזז מדמי השכירות את הנזק שנגרם לו עקב אי קיום התחייבויות נלוות אלה של המשכיר. ראו Bankruptcy Code §365(h)(1)(B).

121 הוראות מקבילות מצויות בחקיקה האמריקנית אף בנוגע לשרידת זכויותיהם של הרוכש יחידות זמן להנאה ממקרקעין שבבעלות חדל הפירעון (time-sharing) ושל מקבל רישיון שימוש בקניין רוחני של חדל הפירעון. ראו Bankruptcy Code §365(h)(2)(A)(ii), 365(n)(1)(B), בהתאמה. ראו גם David R. Kuney, *High Tech Bankruptcy: Preventing Termination of the License Agreement*, 6 J. BANKR. L. & PRAC. 581 (1997).

122 פש"ר (מחוזי ת"א) 2234/04, בש"א 3235/05 קומודיו נ' ג'נסיס סיסטם האוס בע"מ (פורסם בנבו, מיום ו' כסלו התשס"ו, 7.12.2005).

14.47 בהקשר דנן, מעוררת הערת אזהרה לטובת רוכש זכות בנכס במקרקעין אתגר מיוחד. סעיף 127(ב) לחוק המקרקעין, התשכ"ט-1969, קובע לאמור:

“נרשמה הערת אזהרה ולאחר מכן הוטל עיקול על המקרקעין או על הזכות במקרקעין נשוא ההערה, או שניתן צו לקבלת נכסים בפשיטת רגל או צו פירוק נגד בעל המקרקעין או בעל הזכות במקרקעין, או שנתמנה כונס נכסים על רכשו, הרי כל עוד לא נמחקה ההערה, לא יהיה בכל אלה כדי לפגוע בזכויות הזכאי הנובעות מההתחייבות נשוא ההערה...”.

סעיף זה בחוק המקרקעין מלמד כפשוטו כי פתיחתו של הליך חדלות פירעון אינה אמורה לגרום מזכויות הזכאי על פי הערת אזהרה. כלומר, רוכש הזכות במקרקעין, אשר דאג להגן על עצמו באמצעות רישום הערת אזהרה אצל רשם המקרקעין, ייחשב למוגן – באופן הדומה לשעבוד – כלפי קופת חדלות הפירעון של החייב, זה הכפוף להערת האזהרה.¹²³ משדאג רוכש הזכות במקרקעין לשריין את זכותו החוזית בהערת אזהרה, מקנה לו הוראת הסעיף האמור בחוק המקרקעין יתרון על פני כל נושה אחר של החייב או בעל תפקיד בהליך חדלות הפירעון של החייב. הגנה זו של סעיף 127(ב) לחוק המקרקעין נתפשת כהגנה קניינית על זכות הרוכש.¹²⁴

לאור שריון קנייני זה של הזכות המוגנת בהערת אזהרה, דומה – על פניו – כי אין בכוחו של בעל תפקיד, הממונה על נכסי חייב הכפוף להערת האזהרה, להשתחרר מן ההתחייבות לטובת רוכש הזכות. כשם שבעל זכות חוזית לפירעון, המובטחת באמצעות שעבוד, הוא מוגן ואין בכוחו של בעל התפקיד לוותר על עדיפות תביעתו מתוקף דין השתחררות מחוזה בלא רווח, כך מוגן גם רוכש זכות במקרקעין שביצר את זכותו החוזית באמצעות רישומה של הערת אזהרה לטובתו.¹²⁵ ברם, בעניין **שגיב**¹²⁶ פסק בית המשפט העליון כי מפרק חברה רשאי לוותר על חוזה למכירת מקרקעין של החברה כחוזה בלא רווח, חרף רישום הערת אזהרה לטובת הקונים. עם זה, פסק בית המשפט כי הרוכשים זכאים להשבת התמורה ששולמה על ידיהם בעדיפות על פני יתר הנושים של החברה.¹²⁷ פסיקה זו של בית המשפט ספגה ביקורת נוקבת מצד מלומדים שונים אשר טענו כי היא נוגדת את המהות הקניינית של הערת האזהרה וחותרת תחתיה.¹²⁸ לשיטת המבקרים, כאמור, החסינות הקניינית של הערת האזהרה שוללת

123 על הדמיון בתוצאה בין הערת אזהרה לבין שעבוד נכס כערובה לחיוב ראו ע"א 558/88 **איטונג בע"מ נ' לוי דוד ובניו בע"מ (בפירוק)**, פ"ד מח(2) 102 (התשנ"ד-1994).

124 אוריאל פרוקצ'יה "לשאלת תוקפה הקנייני של הערת אזהרה" **עיוני משפט** ז' 446 (התשל"ט-התש"ס).

125 זו אכן גישתם של אוריאל פרוקצ'יה, של מיגל דויטש ושל בנימין קריתי. ראו פרוקצ'יה, שם; מיגל דויטש **קניין** כרך ד 113-118 (התשס"ז); בנימין קריתי "חיוב חברה בפירוק בהשבת סכומים ששולמו לה קודם לפירוקה וזאת בשל מחיקה שלא כדין של הערת אזהרה על-ידי המפרק" **עיוני משפט** טז 173 (התשנ"א).

126 ע"א 184/77 **שגיב נ' כונסי נכסים, מפרקים ומנהלים של צוות ר.י.ל. לבניה והשקעות בע"מ**, פ"ד לב(1) 265 (התשל"ז-1977).

127 שם, בעמ' 275; ראו גם ע"א 814/88 **דוידוביץ' נ' מפרק חיים שכטר חברה לבניין בע"מ**, פ"ד מג(3) 180 (התשמ"ט-1989); ת"א (מחוזי ת"א) 379/81, המ' 682/87 **קשת נ' מפרק פ.ב.צ. חברה לבניין בע"מ**, פ"מ התשמ"ט (2) 285.

128 ראו פרוקצ'יה, לעיל ה"ש 125; דויטש, לעיל ה"ש 125; קריתי, לעיל ה"ש 125.

את היכולת לוותר על חוזה ההתקשרות כחוזה בלא רווח גרידא.¹²⁹ לעניות דעתי, ביקורת זו על בית המשפט אינה במקומה. המבקרים מתמקדים בניתוח יבש של קיום זכות קניינית או היעדרה, אך מתעלמים מן המציאות העובדתית של עניין **שגיב** ומהשפעותיה המעשיות. בית המשפט הדגיש בפסק הדין כי בטרם קריסתה לא הספיקה החברה לבנות אלא שלד של הבניין בן 17 הקומות שבו רכשו ממנה הקונים דירה. עוד הדגיש בית המשפט כי, מבחינה כלכלית-מעשית, לא היה ביכולת בעל התפקיד להשלים את הבנייה ולא נמצא קונה כלשהו אשר היה יכול לעשות כן.¹³⁰ בנסיבות אלה ציווה בית המשפט, באמצעות דין ויתור על חוזה בלא רווח, על נסיגת החברה שבפירוק מחיוב ה"עשה" שבהשלמת הבנייה ומסירת הדירה לקונים. אני סובר שהצדק עם בית המשפט. אדרבה, ישיבו נא המבקרים: וכי מה היה אפשר לעשות עם נכס שלא ניתן להשלימו מבחינה מעשית, לו היה בית המשפט מצווה, בשל רישומה של הערת אזהרה על אחת הדירות (או על רבות מהן), לקיים את החיוב למסור את הדירה לידי הקונים? אם לא ניתן להשלים את הבנייה – דבר לא יעזור! הנכס היה נותר בשיממונו, מוקפא ובלתי מנוצל מבחינה כלכלית לכל שימוש שהוא, והקונים לא היו מקבלים דירה, חרף ציווי ה"עשה" של בית המשפט.¹³¹ מצד אחר, הקונים אף לא היו זוכים להשבת כספם. המלומדים המבקרים את פסיקת בית המשפט בעניין **שגיב** באו אפוא לברך את הקונים ונמצאו מקללים. לדידי, טוב עשה בית המשפט בפוסקו סעד כספי של השבה לטובת הקונים. דווקא בכך הוא כיבד את זכויותיהם בנסיבות הכלכליות הנתונות של החברה ונתן טעם קנייני להערת האזהרה.¹³² בזכות הערת האזהרה, זכו הקונים להשבה הכספית **בעדיפות** על פני הנושים הלא-מובטחים של החברה. בכך הוגשמה ההגנה שסעיף 127(ב) לחוק המקרקעין ביקש לפרוש על הזכאים לפי הערת אזהרה.¹³³ עם זה, היה ראוי שבית המשפט ידויק שם ויפנה לדין ויתור על חוזה בלא רווח רק כמקור השראה לפסיקה, ולא כמקור של חקיקה החל במישרין בנסיבות העניין. בדומה לדין ויתור על חוזה בלא רווח, גם בית המשפט בעניין **שגיב** שחרר את בעל התפקיד מקיום חיוב ה"עשה" לפי החוזה. ואולם, בשונה מדין ויתור על חוזה בלא רווח, ההופך את הנפגע מן הוויתור לזכאי לפיצויים במעמד של נושה לא-מובטח, לרוכשי הדירה פסק בית המשפט, בצדק, השבה כספית במעמד עדיף, כדין נושה מובטח, בזכות הערת האזהרה.

129 חנוך דגן טען כי פסיקת בית המשפט בעניין **איטונג**, לעיל ה"ש 123, ולפיה הערת אזהרה מזכה בעדיפות בהליך חדלות הפירעון, ביטלה במשתמע את פסיקתו בעניין **שגיב**. חנוך דגן **קניין על פרשת דרכים** 218–219 (התשס"ה).

130 עניין **שגיב**, לעיל ה"ש 126, בעמ' 274.

131 בנסיבות שבהן הערת האזהרה רשומה על נכס בנוי, אכן ראוי לאכוף את הערת האזהרה בצו "עשה" ולא לוותר עליה ועל הזכות שביסודה מדין חוזה בלא רווח.

132 נראה שאף מיגל דויטש, אשר מבקר, כאמור, את פסיקת בית המשפט בעניין **שגיב**, ער להצדקה הכלכלית שבפסיקה זו של בית המשפט. ראו מיגל דויטש **קניין** כרך ג 387, הערה 184 (התשס"ו).

133 ראו גם גרוסקופף, לעיל ה"ש 118, בעמ' 60–67.

שער רביעי

סדר הפירעון

פרק חמישה-עשר

עיקרי יסוד בפירעון חובות

א. כללי

15.1 בכל הליך של חדלות פירעון, בין שהוא מתאפיין במימוש נכסים ובין בשימורם ובהמשך הפעלתם של עסקי החייב, מגיע במוקדם או במאוחר שלב פירעון החובות לנושים. שלב זה הוא טעון ורגיש. זהו השלב שבו יחושו לא מעט נושים על בשרם את משמעותה העמוקה של חדלות פירעון. המשאבים הכלכליים שיעמדו לפירעון חובותיהם הם מוגבלים. שיעורם לא יספיק לקיים את כל ההתחייבויות המשפטיות של החייב. המציאות תיאלץ את הנושים להסתפק בפירעון חובות נמוך משיעור החוב המלא כלפיהם.

על רקע מציאות זו, מתעורר הצורך לגבש עיקרים שלפיהם ייפרעו החובות. כאשר אין די משאבים לקיום מלא של ההתחייבויות, יש צורך לקבוע כללים משפטיים אשר יגדירו מי מקצין לו ומי אין מקצין לו, מי חובו ייפרע ומי חובו יפקע. ניתן להעלות על הדעת שיטות שונות לפירעון החובות. כך, למשל, ניתן לקבוע כי כל מי שחובו קדם בזמן – ייפרע תחילה. לחלופין, ניתן לקבוע כי כל המקדים לגבות – זוכה. אפשרות נוספת היא לקבוע "יחלוקו", כדין שניים האוחזין בטלית וכל אחד אומר "כולה שלי".¹ עוד ניתן לקבוע מפתח פירעון לפי סולם ערכים, כגון שמעוטי היכולת מבין הנושים ייפרעו תחילה ואילו בעלי היכולת ייפרעו אחרונים. המשפט צריך אפוא שיבור לו את העיקר, או העיקרים, שלפיהם יפעל.

15.2 המשפט בישראל, כמו גם שיטות משפט רבות ברחבי העולם, מאמץ שני עיקרים החולשים על סדר פירעון החובות לנושים והמשלבים ביניהם. שני עיקרים אלה הם:

(א) עקרון השוויון.

(ב) עקרון העדיפות המוחלטת.

עקרון השוויון משמעו כי נושים לא יועדפו זה על פני זה בפירעונם, כי אם ייפרעו באופן יחסי שווה. עקרון השוויון נקבע עד כה בסעיף 76 לפקודת פשיטת הרגל:

1 לפסיקת ההלכה היהודית, שלפיה הנושה שקדם מועד היווצרות חובו למועד היווצרות החובות האחרים הוא הנושה העדיף בפירעון, ראו שולחן ערוך, חושן משפט, סי' קד, סע' א, יג. לדין "שניים אוחזין בטלית" ראו בבלי, בבא מציעא, ב, ע"א. לפיתוח עיקרון זה כבסיס תלמודי לפירעון חובות בנסיבות של מחסור במשאבים, ראו להלן פסקאות 15.17–15.20, אך לסיוגו של דין "שניים אוחזין – יחלוקו" וצמצומו רק לנסיבות שבהן כל החובות לנושים השונים נוצרו באותו יום ראו להלן ה"ש 55.

”תביעות שהוכרו לפי פקודה זו ישולמו, בכפוף להוראותיה, בשיעור שווה לפי סכומיהם ובלי כל העדפה”.

עיקרון זה מעוגן כיום בסעיף 232 לחוק חדלות פירעון, הקובע כהאי לישנא:

”החובות בכל דרגה בסדר הפירעון ייפרעו לכל הנושים באותה דרגה בשיעור שווה לפי סכומיהם ובלי כל העדפה”.

לפי סעיף זה, כאשר יש לחייב שני נושים או יותר ואין בידי משאבים ששוויים מספיק כדי לפרוע במלואם את שני החובות, ייפרע כל אחד מן הנושים באופן יחסי לשיעור חובו. פירעון זה מכונה בלועזית *pro rata*. כלומר, חלק הפירעון שכל נושה יזכה לו יהיה שווה לחלק הפירעון שכל אחד מן הנושים האחרים זוכה לו. אכן, השוויון בין הנושים בדיון הנוהג מתבטא בחלק הפירעון לכל נושה, לא בסכום הפירעון.²

עקרון העדיפות המוחלטת, או בכינויו הלועזי *the absolute priority rule*,³ קובע כי כאשר יש לחייב שני נושים או יותר, ואחד מהם נהנה מעדיפות בפירעון על פני זולתו, עדיפות זו היא מוחלטת. כלומר, הנושה העדיף זכאי להיפרע במלוא חובו תחילה, לפני שיפרע הנושה שלאחריו ולו בשקל אחד מן החייב. ברי כי עיקרון זה, המדרג בין חובות והקובע סדר לפירעונם, ייזקק למפתח דירוג. להלן נראה כי דירוג החובות במשפט הנוהג הוא הכלאה של מפתחות דירוג אחדים. אחד ממפתחות הדירוג הוא **קדימה בזמן של חוב** אחד לעומת האחר. קדימה כאמור היא המפתח לקביעת העדיפות בין חובות המובטחים בשעבוד.⁴ מפתח אחר מבכר חוב אחד על פני האחר על בסיס **מהות הבטוחה** המבטיחה כל אחד מהחובות. כך, למשל, חוב לטובת קבלן המובטח בעיכבון עדיף מחוב המובטח בשעבוד, אפילו בנסיבות שבהן החוב לטובת בעל העיכבון נולד מאוחר יותר.⁵ לבסוף, מפתח דירוג שלישי מעדיף חובות מסוימים על פני זולתם על בסיס **סוג הנושה** בעל החוב. כך, למשל, חוב בגין שכר עבודה לעובדים יינה מעדיפות על פני חובות אחרים.⁶

15.3 שני עקרונות היסוד האמורים, עקרון השוויון מזה ועקרון העדיפות המוחלטת מזה, אינם יכולים לדור בשלום בכפיפה אחת ולחול באופן מלא על כל החובות. ממה נפשך: מקום שנוהג שוויון בפירעון החובות לנושים, אין האחד מהם עדיף מזולתו. לעומת זאת, מקום שנוהג עקרון העדיפות המוחלטת, הרי הוא שולל כל ביטוי של שוויון. החלתם של שני עקרונות יסוד אלה על פירעון חובות על פי המשפט הנוהג היא אפוא החלה חלקית. על חלק מן החובות חל עקרון השוויון. לצדו, עקרון העדיפות המוחלטת מבכר חובות אחרים ומעניק להם בכורה על פני החובות הכפופים לעקרון השוויון.

2 ראו עוד להלן פסקה 15.16.

3 ביטוי זה נטבע לראשונה בתוך James C. Bonbright & Milton M. Bergerman, *Two Rival Theories of Priority Rights of Security Holders in a Corporate Reorganization*, 28 COLUM. L. REV. 127 (1928).

4 ראו להלן פרק שישה-עשר.

5 על עדיפותה של זכות העיכבון ראו להלן פרק שבעה-עשר.

6 עדיפות שכר העבודה מוגדרת בסעיף 234 לחוק חדלות פירעון (וקודם לכן בסעיף 354 לפקודת החברות) כ”חוב בדיון קדימה”. לדיון בעדיפות שכר העובדים ראו להלן פרק תשעה-עשר.

15.4 פועלם של שני עקרונות יסוד אלה וצירופם זה לצד זה במשפט הנוהג מביא, בסופו של דבר, לידי סדר הפירעון הזה: כל אחד מן החובות העומדים לפירעון ממוין בחלוקה ראשונית לאחת משלוש קבוצות. קבוצה אחת היא **החובות המובטחים**. קבוצה זו כוללת את כל החובות המובטחים באמצעות שעבוד או עיכובן על נכס של החייב. הקבוצה השנייה היא **חובות בדין קדימה**. קבוצה זו כוללת אוסף אקראי של חובות, נטולי כל מכנה משותף פנימי, אשר המחוקק קבע לכל אחד מהם עדיפות פירעון על פני **החובות הלא-מובטחים** בשל טעם שונה.⁷ הקבוצה השלישית היא **החובות הלא-מובטחים**. קבוצה זו היא ברירת המחלל של דיני חדלות הפירעון. כל חוב שאינו משויך לחובות המובטחים או לקבוצת החובות בדין קדימה ייחשב ממילא לחוב לא-מובטח. בין שלוש קבוצות אלה פועל עקרון העדיפות המוחלטת, לאמור: חובות מובטחים נפרעים במלואם תחילה, אחריהם ייפרעו חובות בדין קדימה ולבסוף ייפרעו החובות הלא-מובטחים.⁸

15.5 כל אחת משלוש קבוצות יסוד אלה אוצרת בחובה חובות שונים. לפיכך, הדין נדרש לקבוע גם את סדר הפירעון הפנימי בין החובות השונים בתוך כל קבוצה. קבוצת החובות המובטחים תיפרע בינה לבין עצמה לפי עקרון העדיפות המוחלטת.⁹ כאשר שני חובות מובטחים בשעבוד על אותו נכס, ייפרע תחילה זה שקדם בזמן. רק אם ייוותר שווי עודף בנכס, ייפרע ממנו החוב המובטח המאוחר בזמן.¹⁰ חוב המובטח בעיכובן, לעומת זאת, ייפרע כאמור לעיל בעדיפות מלאה על פני חוב המובטח בשעבוד, בלא תלות במועדי היווצרות הזכויות. פירעון חובות בדין קדימה הוא מורכב מעט יותר. קבוצת חובות זו מורכבת מחובות שונים נטולי מכנה משותף. החקיקה, שהעניקה לחובות אלה את מעמד דין הקדימה, אף קבעה את סדר פירעונם הפנימי.¹¹ לבסוף, יגיע תורה של קבוצת החובות הלא-מובטחים להיפרע. חובות אלה ייפרעו בינם לבין עצמם לפי עקרון השוויון.

15.6 נמצאנו אפוא למדים כי, באשר לפירעונם של חובות הנושים, דיני חדלות פירעון הנוהגים נעים בין שני קטבים מנוגדים: מצד אחד, הדין מבקש להשליט את ערך השוויון בפירעון החובות, אך, מצד

- 7 עיקר החובות הנהנים מדין קדימה נקבעו בסעיף 78 לפקודת פשיטת הרגל ובסעיף 354 לפקודת החברות. על סעיפים אלה ועל חובות בדין קדימה לפי חוק חדלות פירעון ראו בהרחבה להלן פרק תשעה-עשר.
- 8 לעדיפות מוחלטת זו נודעים שני חריגים. החריג האחד הוא נחיתותו של שעבוד צף, השייך לקבוצת החובות המובטחים, מחובות בדין קדימה. ראו סעיף 234(ב) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 354(ג) לפקודת החברות. לדיון בעניין זה ראו להלן פסקאות 19.11–19.14. החריג השני הוא נגיסה שנוגס סעיף 244(א)(2) לחוק חדלות פירעון ב-25% מערך השעבוד הצף לטובת נושים לא-מובטחים. לאו להלן פסקאות 16.63–16.66.
- 9 מטעם זה, ספק אם ראוי ונכון מעיקרא לכנות את כל החובות המובטחים "קבוצה". קבוצה היא אוסף של פרטים בעלי גורל משפטי משותף. חובות מובטחים הם נטולי גורל משפטי משותף, שכן כל אחד נפרע בשלב אחר.
- 10 ראו סעיפים 4 ו-6 לחוק המשכון. לדיון מפורט בכללי העדיפות בין שעבודים שונים ראו צפורה כהן פירוק חברות פרק 14 (מהדורה שנייה, התשע"ו); שלום לרנר **שעבוד נכסי חברה** פרק 12 (התשנ"ז); נינה זלצמן ועופר גרוסקופף **מישכון זכויות** 294–301 (התשס"ה); יהושע ויסמן **חוק המשכון, תשכ"ז-1967** 172–179 (פירוש לחוקי החוזים, גד טדסקי עורך, התשל"ה). חריג לעדיפותו של השעבוד הקודם בזמן הוא עדיפותו של שעבוד לטובת מממן רכישה של נכס על פני שעבוד צף על נכסי החברה שקדם לו בזמן. ראו סעיף 169(ד) לפקודת החברות. לדיון בחריג זה ראו להלן פסקאות 16.40–16.41.
- 11 להרחבה בעניין זה ראו להלן פרק תשעה-עשר.

אחר, הוא גם דוחה את ערך השוויון לטובת דירוג אנכי של חובות העומדים לפירעון. המתח בין שני קטבים אלה טעון עיון. האם אחד הקטבים נתפש בעיני החוק כעמדת מוצא ערכית, בעוד האחר הוא אך שיקוף של מגבלות מציאותיות של עמדת המוצא? אם אמנם אחד הקטבים האלה הוא הערך המוגן העיקרי בהליכים של חדלות פירעון, מן הסתם יקריין ערך זה על פרשנות הדין: אם עדיפות מוחלטת היא העיקר, כי אז יש לשאוף למקם כל חוב על מדרגתו העצמאית ולצמצם את סוגי החובות הכפופים לעקרון השוויון. אם ערך השוויון הוא העיקר, כי אז יש להיזהר מצמצום מרחב פעולתו. כל נושה שיבקש למלט את חובו מפירעון שוויוני יידרש להצדיק את מבוקשו בטעמים כבדי משקל.

ב. עקרון השוויון

15.7 עקרון השוויון נחשב באופן מסורתי לאבן הפינה של דיני חדלות הפירעון כולם. חשיבותו הודגשה שוב ושוב בפסיקה.¹² עקרון השוויון הוא ברירת המחל של דיני חדלות הפירעון. רוצה לומר, כל חוב שהדין לא פירש כי הוא עדיף, בין כחוב מובטח ובין כחוב בדין קדימה, מסווג מאליהו כחוב לא-מובטח ומוכפף לפירעון שוויוני. נקודת מוצא זו משפיעה בהרחבה על המשפט האזרחי כולו. ההבחנה הקוטבית בין זכות הנחשבת ל"זכות אישית" (או "זכות חוזית") לבין זכות הנחשבת ל"זכות חפצית" (או "זכות קניינית") נובעת במידה רבה מנקודת המוצא האמורה. המבקש לבחון את טיבה של זכות כלשהי ואת תיוגה יבחן אפוא את מעמדה בדיני חדלות פירעון.¹³ אם היא כפופה לעקרון השוויון, בבחינת נושה לא-מובטח, הרי שהיא "זכות אישית". אם, לעומת זאת, היא נהנית מעדיפות פירעון המוכרת בדין, ניתן לסווגה כ"זכות חפצית".

15.8 ניתן להשקיף על חדלות הפירעון כעל תאונה כלכלית משותפת.¹⁴ עקרון השוויון מפזר את נזקי התאונה בין כל המעורבים, באופן יחסי. עקרון השוויון משקף השתתפות של כל הנושים בהפסד הכלכלי של החייב, בלא הבחנה בין בעלי מעמדות שונים או בטיב שונה של החובות. עקרון השוויון אף עיוור לסדר היווצרות החובות. עיקרון זה מתעלם מכל מאפיין הנלווה לחוב. הזכאות לפירעון נקבעת על בסיס קיומו של חוב בלבד. כאמור, נקודת המוצא בדיני חדלות פירעון היא כי לכל הנושים קיימת זכות משפטית מוכרת ובלתי מעורערת להיפרע. ברם, בשל קוצר המשאבים של החייב, השאלה

12 ראו, למשל, ע"א 5789/04 המשביר הישן בע"מ נ' לוגיסטיק בע"מ, פסקה י"א (פורסם בנבו, מיום כ"ד סיון התשס"ז, 10.6.2007); רע"א 6649/04 ארגון הקניות של מושבי הדרום והמרכז בע"מ נ' עו"ד אליאב, פסקה 9 (פורסם בנבו, מיום כ"ג שבט התשס"ז, 11.2.2007); ע"א 3760/03 עמרן נ' הנאמן על נכסי יוסף אייפרמן, פ"ד נט(5) 748, 735 (התשס"ה-2005).

13 דוד האן "שעבוד כ'קניין" ספר ויסמן – מחקרי משפט לכבודו של יהושע ויסמן 43 (שלום לרנר, דפנה לוינסון-זמיר עורכים, התשס"ב); יהושע ויסמן "זכות קניין" בפסיקה – התיאוריה בשירות הפרקטיקה "עיוני משפט טו 53 (התש"ן).

14 Thomas H. Jackson & Robert E. Scott, *On the Nature of Bankruptcy: An Essay on Bankruptcy* 14 (1989) 75 VA. L. REV. 155. מנחם מאוטנר גילה גישה דומה להתנגשות זכויות בעסקאות נוגדות הנוגעות למשאב משותף וראה אותה כתאונה כלכלית-משפטית. ראו Menachem Mautner, *The Eternal Triangles of the Law: Toward a Theory of Priorities in Conflicts Involving Remote Parties*, 90 MICH. L. REV. 95 (1991).

היא מי מבין כל אלה, הנשענים על זכות מוכרת כלפי החייב, ייאלץ לוותר על הפירעון. שאלה זו מחייבת דירוג ערכי-איכותי מנומק בין החובות השונים. עקרון השוויון מיתר את הצורך בדירוג כאמור ומציע לנהוג בכלום על פי אמת מידה אחת. עיקרון זה מבכר פירעון מועט לכל אחד מן הנושים על פני תוצאה הפורעת לאחד את מלוא החוב ומשיבה ריקם את פני זולתו.

עקרון השוויון מעורר שאלות אחדות. השאלה האחת היא מה עומד ביסודו של עקרון השוויון. האם עיקרון זה משקף ערך חברתי כלשהו, או שמא הוא דין הנובע מנוחיות גרידא? השאלה השנייה היא מדוע בחר הדין ביישום עקרון השוויון דווקא בדרך של פירעון יחסי לשיעור החוב (*pro rata*), ולא בדרך חלופית, כגון שוויון בסכום הפירעון או לפי עקרון "שניים אוחזין בטלית". שאלות אלה יידונו בסדרן.

1. טעמו של השוויון

(א) השוויון כמנגנון תועלתני

15.8 הדור הראשון של חסידי הגישה הכלכלית למשפט ביקש לבסס את הפירעון השוויוני על הסכמת הנושים לאופן פירעון זה. בולט בעניין זה יותר מכול Thomas Jackson, אבי גישה ה-creditors' bargain model¹⁵ לשיטתו, פירעון שוויוני הוא אופן הפירעון המשוער שנושים היו מסכימים לפעול לפיו לו היו יכולים להיפגש ביניהם עובר למתן האשראי לחייב ולקבוע לעצמם כלל פירעון במקרה שהחייב יהפוך לחדל פירעון. לדידו, כאשר כל אחד משני נושים-בכוח עומד להלוות לחייב משותף סכום של 100, הם מחוסרי ידיעה על אודות מצבו העתידי של החייב ועל אודות מצבו היחסי של האחד כלפי זולתו. כל אחד מהם אינו יודע אימתי, אם בכלל, יהפוך החייב לחדל פירעון ומה סיכויי פירעונו לנוכח אפשרות זו. היות שנושה-בכוח אינו יודע מיהו הנושה האחר (או הנושים האחרים) שעמו יהא עליו להתמודד, קשה לו להעריך את סיכויי פירעונו. נניח אפוא כי במקרה של חדלות פירעון של החייב, יש לכל נושה-בכוח סיכוי של 50% להיפרע במלוא הסכום (100) וסיכוי של 50% שלא להיפרע כלל.¹⁶ Jackson טוען כי נושה-בכוח יסכים לכלל המבטיח לו 50 ולחברו 50, ויעדיף אותו על פני כלל הקובע כי המקדים לגבות הוא שיזכה (כלומר, תוצאה סופית של פירעון מלא או לא כלום). חרף תוחלת הפירעון השווה, שונא סיכון ממוצע יבכר 50 ביד מאשר 100 על העץ. לפיכך, הפירעון השוויוני משקף את הסכמתם המשוערת של הנושים.¹⁷

15 התורה בדבר הסכמת הנושים של Jackson מבארת, בראש ובראשונה, את ההליך הקיבוצי של דיני חדלות פירעון. גישה זו פותחה על ידי Jackson בראשונה במאמרו: Thomas H. Jackson, *Bankruptcy, Non-* Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain, 91 YALE L.J. 857 (1982). ראו על כך לעיל פסקאות 3.6–3.8.

16 סיכויי הפירעון הם תולדה של מיומנותו ושל זריזותו היחסיות של נושה-בכוח זה מול יריבו.

17 THOMAS H. JACKSON, THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW 30–31 (1986).

15.10 גישת Jackson משקפת את הניתוח של בני הדור הראשון לגישה הכלכלית לדיני חדלות פירעון.¹⁸ הבנת עקרון השוויון בפירעון חובות כהסכמה משוערת של הנושים היא הבנת השוויון כאמצעי תועלתני. היינו, לפי שיטה זו, פירעון שוויוני משקף את העדפתם של הצדדים אשר בשל אי הכרת יתר הנושים (כלומר, יריביהם במירוץ הפירעון) וואים בו דרך מעשית להשאת פירעונם האישי.¹⁹ ההסכמה המשוערת של הנושים היא הסכמה המיוחסת לנושים אשר אינם יודעים מראש, בעת שהם מעמידים אשראי, מה סיכויי גבייתם מן החייב. מדובר בנושים אשר אינם נבדלים זה מזה בייעוץ המשפטי ובמנגנוני הגבייה העומדים לרשותם, או במידע שבידיהם על אודות מצבו הכספי של החייב. בתנאי בערות כאמור, תוחלת הגבייה של הנושים – דומה. לפיכך, ניתן לשער כי בתנאים אלה הנושים אמנם היו מסכימים ביניהם לקבוע פירעון שוויוני של קופת החייב. עקרון השוויון משקף מבחינת הנושים עיקרון יעיל בעבורם כל עוד לא ניכר הבדל מעשי ביניהם. על כן, עיקרון זה משמש כנקודת מוצא לפירעון החובות בין הנושים השונים בעת חדלות פירעון של החייב. כל סטייה ממנו תדרוש הצדקה והנמקה ענייניות.

15.11 עם זה, ברי שבמציאות הנושים אינם שווים. למעשה, נושים רבים יודעים אל-נכון כי הם נהנים מיתרונות מובנים לעומת נושים אחרים. מוסדות כספיים יודעים כי הם נהנים הן ממידע מהימן וזמין יותר על אודות מצבו הכספי של חייב והן מיתרונות בכוח הגבייה מן החייב בהשוואה לנושיו האחרים. בדומה, נושים מאוחרים של חייב ייהנו ממידע עדכני יותר על אודות מצבו הכספי של החייב, אשר לא היה זמין לנושיו המוקדמים יותר. על רקע הבדלים מעשיים אלה לא ייפלא אפוא כי, במציאות, נושים בעלי יתרונות מבקשים כאמור להתנות על עקרון השוויון ולהשיג לעצמם עדיפות על פני נושים אחרים. כאשר תוחלת הגבייה של הנושה עולה, הוא יבקש לסטות מעקרון השוויון. ואמנם, הדין מאפשר לצדדים להתנות על עקרון השוויון וליטול לעצמם בכורה בפירעון החובות. ביטוי מובהק לכך הוא הלוואה המובטחת בשעבוד. הגישה הרואה בעקרון השוויון עיקרון יעיל, בשקפו את ההסכמה המשוערת של הצדדים, לא תשלול בהכרח התניה חוזית על השוויון. אם בתנאי המציאות, שבה יש הבדלים מעשיים בין הנושים השונים, הסטייה משוויון לעבר עדיפות תשקף תועלת כללית גבוהה יותר לנושים, אזי לפי גישה זו יש לאפשר התניה חוזית כאמור על נקודת המוצא של שוויון.²⁰ אמנם, על

18 להרחבה על אודות הניתוח הכלכלי של דיני חדלות פירעון על ידי בני הדור הראשון, ראו לעיל פסקאות 3.6–3.11.

19 במאמר מאוחר יותר, שחובר במשותף עם Robert Scott, מבקש Jackson להרחיב מעט את תפיסת ההסכמה. לשיטתם, הנושים מסכימים ביניהם כי כדאי להם לחלוק את סיכוני חדלות הפירעון אשר אינם ניתנים לשליטה ולצפייה מראש. זוהי גישה ביטוחית המכונה בפיהם: risk sharing. לפי גישה זו, בשל חוסר הצפויות של סיכונים כלכליים רבים ושונים, כל הנושים יחד נחשפים להתממשותה של תאונה כלכלית משותפת. בשל האפשרות כי תאונה כאמור תתרגש עליהם, כל נושה מוותר מרצונו, מראש, על מקצת מזכויותיו. כנגד ויתורו הוא מקבל ביטחון יחסי כי הוא לא יפסיד את מלוא השקעתו, אלא יקבל מקצת ממנה אף בשעת המשבר. ראו Jackson & Scott, לעיל ה"ש 14.

20 יש המבקרים את שיטת Jackson להסברת עקרון השוויון. לטענתם, גישתו מתעלמת מן המציאות המתקיימת בחיי המעשה ומשקפת הסכמה בלתי מעשית. ראו Robert E. Scott, *Through Bankruptcy with the Creditors' Bargain Heuristic*, 53 U. CHI. L. REV. 690 (1986); David G. Carlson, *Philosophy Rizwaan J. Mokal, The Authentic Consent in Bankruptcy*, 85 MICH. L. REV. 1341 (1987) ראו גם Model: Contractarianism, Creditors' Bargain and Corporate Liquidation, 21 LEG. STUD. 400

פניו, ניתן לסבור כי דווקא משטר של פירעון שוויוני יקדם את התועלת הכללית, אפילו בהתחשב בהבדלים מציאותיים בין נושים שונים. במשטר של שוויון בפירעון החובות יבקשו נושים רבים יותר להתקשר עם החייב בהתקשרות עסקית ובמחירי התקשרות זולים יותר. בצפותם כי אף במקרה של כישלון כלכלי של החייב הם יזכו לפירעון כלשהו, יכלכלו הנושים השונים את הסתברות הפירעון האמורה במחיר שאותו ידרשו מעיקרא בתמורה להתקשרותם עם החייב. במשטר של עדיפות, לעומת זאת, היו הנושים המדורגים בתחתית סולם הפירעון גובים מחיר יקר יותר בעבור נכונותם להתקשר עם החייב. עם זה, יתרון זה של השוויון לעומת עיקרון של עדיפות אינו מובהק. למעשה, יתרון זה הוא ביטוי לטענה כי המעבר מעקרון השוויון לעקרון העדיפות, ולהפך, משקף משחק סכום אפס בין הנושים. להלן אראה כי ייתכנו נסיבות שבהן דווקא עקרון העדיפות עשוי להיות יעיל יותר מעקרון השוויון.²¹

15.12 יתרון יעילות אפשרי נוסף של עקרון השוויון הוא צמצום העלויות הכרוכות בניגודי העניינים המתגלעים בין נושים המדורגים בסולם עדיפות. נבהיר דברים אלה: הפרדת הנושים אלה מאלה וקיבועם בדרגות עדיפות שונות, פוערים פער בהעדפותיהם האישיות. ההבדלים בהעדפותיהם עלולים להתבטא בעמדתם האישית בשאלות, כגון אימתי להכניס את החייב להליך קיבוצי (נושים עדיפים יבקשו לעצור את הפעילות העסקית של החייב מוקדם באופן יחסי, ואילו נושים נחותים ובעלי מניות ייטו לא פעם לדחות את הקץ); איזה הליך קיבוצי לנקוט – פירוק או הבראה (נושים עדיפים יגלו חיבה יתרה למימוש מהיר של נכסים ואילו נושים נחותים ובעלי מניות יבכרו את ההבראה); מי ישלוב בעסקי חברה במהלך הבראה (נושים עדיפים יבקשו למנות אדם המקובל עליהם, ואילו בעלי המניות יעדיפו את ההנהלה הקודמת או מועמד עצמאי שאינו תלוי בנושים העדיפים); מהו שווייה של החברה, אשר על פיו יוקצו הזכויות בה בתכנית הבראה (נושים עדיפים ייטו למעט בשווי החברה המוערך, ואילו נושים נחותים ובעלי מניות יבקשו להשיא את שווייה המוערך).²² לפערי העדפות אלה נודע מחיר שלילי. פערים אלה מקשים על זיהוי של כיוון פעולה אשר ישא את התועלת הכללית ומסרבליים את קבלת ההחלטות בחברה פנימה ובנוגע לחברה (מצד הנושים ובית המשפט), עובר להליך הקיבוצי ובמהלכו. הטענה היא אפוא כי המרת משטר העדיפות במשטר של פירעון שוויוני לנושים תסלק מעל סדר היום את ניגודי העניינים שבין הנושים, שכן כולם יוצבו בסירה אחת.²³ עם סילוק ניגודי העניינים יפתרו מאליהם גם הקשיים האמורים הנובעים מהם.²⁴

21 (גישתו של Jackson אינה נוקבת בנקודת זמן מוגדרת שבה מתקיימת כביכול הסכמת הנושים. מאחר שאינטרסים משתנים, כלומר מתעצמים או נחלשים במרוצת הזמן, גישתו נשענת על הסכמה מובלבלת וחסרת תוכן). ברם, כאמור בכתב העיקרי, ההסכמה המשוערת אכן משקפת מנגנון תועלתני של פירעון המניח שוויון בין הנושים. בתנאים הנבדלים מהנחה זו, עשוי אף כלל הפירעון היעיל להשתנות. להלן פסקאות 15.27–15.37.

22 על ניגודי עניינים אלה ראו בהכללה לעיל פסקאות 1.3–1.10. ניסיונות להתמודד עם שלושת ניגודי העניינים הראשונים המודגמים בכתב העיקרי (אימתי להיכנס להליך קיבוצי; איזה הליך לנקוט; מי ישלוב בהליך) שזורים בפרקי השער השני לספר זה.

23 עם זה, ההפרדה העקרונית שדיני החברות מפרידים בין בעלי מניות מזה לבין נושים מזה, עדיין תותר בעינם את ניגודי העניינים בין שתי אוכלוסיות אלה. אכן, מלומדים שונים הציעו לצמצם אף את ניגודי

15.13 עם זה, ביסוס עקרון השוויון על הסכמה מיוחסת של הנושים אינו משיב רצון בהיותו צר יתר על המידה. כך, למשל, לא ניתן לייחס הסכמה כלשהי לפירעון, בין מועדף ובין שוויוני, לנושים לא-רצוניים, כגון נושים מכוח עילת תביעה נזיקית. מה פשר הכללתם בקבוצת הנושים הנפרעים באופן שוויוני לפי שיטה זו? Jackson אמנם הודף בעדינות את סוגיית הנושים הנזיקיים בטוענו כי שאלת מעמד הפירעון של נושים אלה אינה שאלה מתחום דיני חדלות הפירעון, כי אם שאלה עקרונית שראוי למשפט הכללי לענות בה.²⁵ ברם, זוהי התחמקות בלתי משכנעת. אם דיני חדלות הפירעון לא יקבעו מהו מעמדם היחסי של נושים אלה לעומת יתר הנושים המתמודדים עימם על פירעון, איזה ענף משפטי יקבע זאת במקומם? העקרונות לפירעון החובות של חדל פירעון אמורים לספק מענה לכלל הנושים בו, לא רק לאלה שבהם חפצה נפשם של אנשי הגישה הכלכלית למשפט.²⁶

(ב) השוויון כמנגנון נוחיות שיורי

15.14 גישה נוספת רואה בפירעון השוויוני פתרון דיוני נוח וקל ליישום.²⁷ לפי גישה זו, עיקר הפירעון לנושים פועל על פי סדרי עדיפות מדורגים הקבועים בדין.²⁸ הפירעון השוויוני הוא פתרון זול ופשוט הפועל באופן שיורי. לאחר שהחובות העיקריים הוכרו וטופלו, לאחר שהדין מצא לנכון לקבוע להם מעמד עדיפות מפורש, עודף מסוים עשוי לעתים להישאר בקופת החייב. תביעות החוב של יתר הנושים, אשר הדין לא קבע להם עדיפות מסוימת, מופנות כלפי עודף זה. בשלב זה ניתן אפוא לנקוט אחת משתי דרכים: להוסיף ולברר מבחינה ערכית איזו מן התביעות הנתרות ראויה לעדיפות על פני האחרות, או לוותר על בירור ערכי כאמור, שכן עלותו אינה שווה את תועלתו. הפירעון השוויוני הוא נקיטת הדרך השנייה. המציאות מלמדת כי הפירעון לנושים שהדין קבע את עדיפותם במפורש מותרה בקופת חדל הפירעון עודפים זעירים בלבד.²⁹ לפיכך, לא כדאי לאיש מן הנושים הנתורים לנהל

העניינים האמורים באמצעות אימוץ דגמים של דיני חדלות פירעון שבהם יומרו כל הזכויות השונות של בעלי התביעות לזכות הונית אחת משותפת לכולם. ראו להלן פרק עשרים-ושניים.

24 ראו עוד להלן פסקאות 15.38–15.46.

25 THOMAS H. JACKSON, *THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW* 31–32 (1986).

26 לדיון במעמד נושים נזיקיים ראו להלן פרק תשעה-עשר. שאלה אפשרית נוספת בעניין גישת ההסכמה המשוערת לפירעון שוויוני היא מדוע דווקא פירעון זה נתפש אצל נושים דומים כמשיא את תוחלת פירעונם. אמנם ייתכן שכך הוא הדבר במקרה נתון. ברם, בעבור נושים החוזרים ומתמודדים על פירעון מחייבים שונים, ניתן לומר כי אף מנגנון פירעון בלתי שוויוני עשוי להניב להם תוחלת פירעון אישי דומה לזו שמניב הפירעון השוויוני. כך, למשל, קביעה חלופית שלפיה הנושה שקדם בזמן ביצירת זכותו יהיה עדיף מחברו, עשויה לשמש מנגנון שבו נושה פלוני יזכה בפירעון מלא בתיק אחד וייוותר בלא כלום בתיק האחר. ברם, במכלול התיקים שבהם הוא נושה, תהיה תוחלת פירעונו שווה לזו המחושבת לפי עקרון השוויון בין הנושים. ראו Carlson, לעיל ה"ש 20, בעמ' 1350–1352. ברם, התשובה על שאלה זו תתמקד בשנאת סיכון וביחסו של שונא הסיכון לסיכויי גבייה שווים. בעבור נושה שונא סיכון ממוצע, עדיפה שיטה המבטיחה לו שיעור פירעון כלשהו בכל תיק ותיק, משיטה שתיצור מירון גבייה שבו הוא לעתים יזכה ולעתים יפסיד.

27 Rizwaan J. Mokal, *Priority as Pathology: The Pari Passu Myth*, 60 CAMBRIDGE L.J. 581 (2001).

28 JAN H. DALHUISEN, *DALHUISEN ON INTERNATIONAL COMMERCIAL, FINANCIAL AND TRADE LAW* 849 (2nd ed., 2004).

29 כך, למשל, באנגליה, נמצא כי שיעור הפירעון הממוצע של חובות לא-מובטחים בתיקי חדלות פירעון הוא 7% בלבד. ראו Mokal, לעיל ה"ש 27. עקרון השוויון כמעט שאינו בא לידי ביטוי אפוא, הלכה למעשה.

התדייניות משפטיות יקרות לביורור מעמדו היחסי בהשוואה ליתר הנושים. עלות ההתדיינות תעלה על שיעור הפירעון הצפוי לנושה, אם יזכה. לפיכך, נוח לכול כי העודף הנותר בקופתו של חדל הפירעון יחולק ביניהם באופן שוויוני. זוהי הדרך הקלה לסיים תהליך פירעון החובות. השקפה זו על אודות עקרון השוויון בפירעון תואמת במידה רבה את הלך מחשבתם של בני הדור השני לגישה הכלכלית למשפט.³⁰ לשיטתם של אלה, דיני חדלות הפירעון לא נועדו לחדור לתחום הזכויות הפרטיות של כל נושה ולנגוס בהן. בשונה מתומכי הגישה החלוקתית-ערכית שתידון בפסקה הבאה, לפי השקפה זו, דיני חדלות פירעון נועדו להוות מסגרת דיונית מצומצמת לטיפול במשבר הכספי של החייב בנסיבות שבהן הצדדים לא התנו על כך מראש. אין בהשקפתם כל תמיכה בהקרה יחסית שתיתבע מכל נושה במשבר שפקד את החייב. אם כן, לפי שיטה זו, השוויון בפירעון אינו ערך מהותי כלל ועיקר. הפירעון השוויוני הוא שולי בחשיבותו ואין לראות בו יסוד לדיני חדלות הפירעון כולם. עקרון השוויון אינו צריך שישמש נקודת ארכימדס לדיני חדלות הפירעון. זהו כלל פעולה נקודתי אשר אין לייחס לו משקל סגולי כלשהו, למעלה מדל"ת אמותיו המקוריות.³¹

(ג) השוויון כמנגנון חלוקה צודק

15.15 הבנות אחרות של עקרון השוויון בפירעון חובות מוצאות בשוויון עצמו ערך חברתי ראוי, בין שהצדדים מסכימים לו בפועל ובין שאינם מסכימים. הבנה אחת כאמור של עקרון השוויון רואה בו ערך מכונן ובסיסי. השוויון משקף צדק. ערך זה בא לידי ביטוי באמירה האנגלית הקלאסית equality is equity.³² עקרון השוויון בפירעון חובות הוא, למעשה, ביטוי נקודתי לערך השוויון הכללי המוכר במשפט. ערך השוויון מבקש להתייחס לכל אחד מן הפרטים הכלולים בחברה האנושית באופן הגון ושווה ליחס שמקבל פרט אחר. השוויון כעיקרון של צדק אינו עוסק באופן שבו ניתן להגדיל את הערך הכולל של המשאבים, כי אם באופן חלוקתם של המשאבים הקיימים בין הפרטים השונים הטוענים לחלק בהם. שוויון חלוקתי עלול לבוא לעתים על חשבון היעילות, אולם הוא יהא, בכל זאת, ראוי בהגשימו עיקרון צודק. ביטוי מובהק להתנגשות זו בין החלוקה השוויונית והצודקת לבין היעילות מצוי במקרה המובא בתלמוד של שניים ההולכים במדבר ולאחד מהם יש קיתון של מים. רבי עקיבא פוסק כי בעל הקיתון ישתה ממנו ויציל את עצמו, ולא יחלוק במים בשווה עם חברו, שכן אז ימותו

ראו James W. Bower, *Groping and Coping in the Shadow of Murphy's Law: Bankruptcy Theory and the Elementary Economics of Failure*, 88 MICH. L. REV. 2097, 2101–2102 (1990); Jay L. Westbrook, *Choice of Avoidance Law in Global Insolvencies*, 17 BROOKLYN J. INT'L L. 499, 508–509 (1991).

30 לתיאור השקפתם ראו בהרחבה לעיל פסקאות 3.28–3.24.

31 RIZWAAN J. MOKAL, CORPORATE INSOLVENCY LAW: THEORY AND APPLICATION Ch. 4 (2005). ראו גם David A. Skeel, *The Empty Idea of 'Equality of Creditors'*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2909191> (February 11, 2017).

32 ראו, למשל, Rimmer v. Rimmer [1953] 1 Q.B. 63, 72; Hammond v. Mitchell [1991] 2 All E.R. 109, 119.

שניהם.³³ אולם, כאמור, התנאי לתחולת פסיקה זו הוא כי האחד הוא בעל הקיתון, כלומר הוא בעל זיקה יתרה למשאב לעומת חברו. לזו היו השניים מוצאים קיתון במדבר, מן הסתם היו השניים נדרשים לחלוק במים, כי שוויון זה הוא צודק, ואפילו התוצאה תהיה בלתי יעילה ושניהם ימותו. אכן, הנחת היסוד בדיוננו בחדלות פירעון היא שאין לאיש מן הטוענים למשאב המשותף (כלומר, נושה) טענה בעלת זיקה יתרה לעומת חברו. לכל אחד מהם טענה משפטית תקפה לקבלת כסף מן החייב. בנסיבות כאמור, ערך השוויון יורה על חלוקה שוויונית ביניהם של המשאב, כי כך צודק לחלק, גם אם חלוקה זו אינה יעילה. ברם, אם המשאב המוגבל שייך מעיקרו לאחד מהם, כי אז עקרונות החלוקה השוויונית אינם מתקיימים.

על ההשקפה שעקרון השוויון הוא עיקרון של צדק עדיין יש להקשות: האם ערך השוויון מחייב פירעון שוויוני לנושים? אכן, ניתן להגשים שוויון בדרכים שונות. לפי השקפה אחת, שוויון מוגשם כאשר כל הפרטים בחברה זוכים להזדמנות שווה. כלומר, השוויון יבוטא בטיפול הגון שזכאי לו כל פרט, אף כי התוצאה הסופית עלולה להיות שונה מפרט לפרט במקרה נתון.³⁴ כך, למשל, לפי השקפה זו של שוויון, קביעה כי פירעון חובות ייעשה לפי הקדימה בזמן תעניק הזדמנות שווה לכל נושה. כל נושה אינו יודע מראש אם יקדם הוא לאחרים, אם לאו. האפשרות להיפרע ראשון פתוחה מעיקרה לכל הנושים-בכוח. בכך שהזדמנות זו פתוחה לכול, ובכל מקרה שבו נושה מסוים אכן יקדם לאחרים תכובד עדיפותו על פניהם, זוכים כל הנושים לטיפול הגון ועקיב. זהו טיפול בלתי מפלה הנמנע ממתן יחס עדיף לנושה מסוים על בסיס זהותו האישית. לפי השקפה זו, טיפול כאמור ייחשב לטיפול המגשים את ערך השוויון חרף התוצאה שבה נושה אחד נפרע בעדיפות על פני חברו.

לפי השקפה אחרת, השוויון צריך שיהא בתוצאת הטיפול בפרטים השונים בחברה. ערך השוויון דוחה תפישה שלפיה, בשעת משבר ומצוקה, יש לדרג את הפרטים ולהעדיף פרט אחד מחברו. כאמור, מגבלת משאבים מצדיקה את חלוקתם בין הפרטים, לא את הפקדתם בידי חלק מן הפרטים והותרת

33 בבלי, בבא מציעא, סב, ע"א. להתחבטויות בהלכה היהודית בדבר קדימות ערך חיי אדם אחד לחיי זולתו בנסיבות שונות, ולהשפעותיהן המעשיות, ראו אהרן אנקר **עיקרים במשפט הפלילי העברי** פרקים 6, 7 (התשס"ז).

34 RONALD DWORIN, SOVEREIGN VIRTUE: THE THEORY AND PRACTICE OF EQUALITY Chs. 1-2 (2000); John Rawls, *Justice as Fairness*, in JUSTICE AND EQUALITY 76 (Hugo A. Bedan ed., 1971); John P. Plamenatz, *Equality of Opportunity*, in THE CONCEPT OF EQUALITY 82 (William T. Blackstone ed., 1969); POLYVIOS G. POLYVIOS, THE EQUAL PROTECTION OF THE LAWS 7-24 (1980) **על נתיבי אויר לישראל בע"מ נ' דנילוביץ**, פ"ד מח(5) 749, 760 (התשנ"ה-1994) ("נקודת המוצא העובדתית הינה, כי בני האדם שונים הם זה מזה... כל אדם הוא עולם בפני עצמו. החברה מבוססת על בני אדם השונים זה מזה... ביסוד כבוד האדם מונחת ההנחה, שכל אדם ואדם הוא חופשי לפתח את גופו ורוחו על-פי רצונו... על רקע חופש זה בא עקרון השוויון. משמעותו הינה שוויון בפני החוק וניטרליות של החוק ביחס לשונות שבין בני האדם. זהו השוויון בהפעלת החופש. זהו השוויון בהזדמנויות. שוויון זה מניח הסדר נורמטיבי המופעל בצורה אחידה על כל הפרטים, חרף השוני העובדתי שביניהם. עם זאת, עקרון השוויון אינו מניח אך דין אחיד לכול. אכן, עקרון השוויון אינו שולל דינים שונים לאנשים שונים. עקרון השוויון דורש כי קיומו של דין מבחין יוצדק על-פי טיב העניין ומהותו").

האחרים בלא כלום. שיקול, כגון קדימה בזמן, אינו שיקול מהותי. זהו מפתח פירעון אקראי. אין בו הגשמה של חלוקה צודקת בין הזכאים לנתח מן הקופה המוגבלת. סוף סוף, לכל אחד מן הנושים יש זכות משפטית כלפי החייב שאינה נופלת בערכה מזו של זולתו. על כן, במצב של מגבלת המשאבים, יהיה צודק אם כולם יחלקו את הקיים באופן שווה ביניהם.³⁵ הערך החברתי המבוטא בעקרון השוויון בחדלות פירעון הוא אפוא ערך של שוויון מהותי-תוצאתי. דומה כי הצדק וההגינות הגלומים בשוויון תוצאתי מתעצמים לאור ההכרה כי, במציאות, הנושים השונים אינם זוכים לשוויון הזדמנויות. כלומר, מבחינה עיונית, ניתן לקבוע כי כל מי שזכותו קדמה בזמן יהיה עדיף מחברו. ברם, הלכה למעשה, מנגנון כאמור אינו פותח הזדמנות שווה לפני כל הנושים לזכות בעדיפות. במציאות, יש נושים אשר באורח עקיב ייטו חייבים להתקשר עמם ביחסים משפטיים תחילה, ויהיו נושים אשר עמם יתקשרו בשלב מאוחר יחסית. כך, למשל, חייבים ייטו להתקשר עם בנקים, כספקי מימון, בראשית עסקיהם עוד בטרם יתקשרו עם ספקים של מוצרים ושירותים. במרבית המקרים (בלוח הזמנים) קודמים הבנקים אף ללקוחותיו של החייב. מכאן ניתן אף להסיק כי, על פי רוב, יקדמו הבנקים לנפגעים מפעילות החייב (כלומר, נושים נזיקיים), שהלא הבנקים התקשרו עם החייב בראשית פעילותו העסקית. לפיכך, בשל המציאות הלוקה בהיעדרו של שוויון הזדמנויות אמיתי, דומה כי גם המחזיקים בהשקפה שצדק והגינות מוגשמים בעצם מתן הזדמנות שווה לכל המעורבים ייטו להסכים כי בהקשר של פירעון חובות בחדלות פירעון הצדק יוגשם באמצעות שוויון מהותי-תוצאתי.³⁶ שוויון תוצאתי כאמור מגביר את אמון הצדדים השונים בכללי המשחק הנוהגים. כאשר נושה יודע כי אף בנסיבות של מחסור במשאבים הדין מזכהו בחלק יחסי במשאבי החייב, ואינו דוחקו הצדה לטובת פירעון בלעדי לנושה אחר, יחוש הנושה כי המערכת פועלת באופן צודק וכי היא הגונה כלפיו. לפי השקפה זו, השוויון התוצאתי מתיישב אפוא עם תחושות ההגינות הבסיסיות ביותר המקנות בלב כל אחד מבעלי התביעות הקשורים לחייב, ולמעשה בלב כל אדם באשר הוא.³⁷ השוויון כערך חברתי דוגל במשטר שיתופי שבו כל אחד מן הנושים מקריב למעשה מעט מחלקו למען הכלל. ניתן אפוא להשקיף על השוויון התוצאתי כעל שוויון בפירעון או כעל שוויון באי הפירעון (כלומר, בהקרבה הנדרשת מכל אחד מן המשתתפים).³⁸ אלה הם שני צדדים של מטבע ערכי אחד.

- 35 ראו, למשל, Andrew Keay & Peter Walton, *The Preferential Debts Regime in Liquidation Law: In the Public Interest?* [1999] COMPANY FIN. & INSOL. L. REV. 84, 95
- 36 עם זה, ייתכן שהיעדר הזדמנות שווה יתמוך בסטייה מן השוויון לטובת מתן עדיפות דווקא לקבוצות החלשות באופן יחסי, אשר נעדרות יכולת לגונן על עצמן מבעור מועד. לטענות כאמור ולדחייתן על ידי, ראו להלן פרק שבעה-עשר ופרק תשעה-עשר.
- 37 VANESSA FINCH, CORPORATE INSOLVENCY LAW: PERSPECTIVES AND PRINCIPLES 485 (2002) ("When teachers say 'The sweets will be distributed equally to all children in the class' we see a single, clear principle of fairness. When they say 'All red-haired children's appetites will, however, be satisfied first and then equal distribution will take place', the fairness of *Animal Farm* comes to mind")
- 38 לביטוי מעשי של השוויון בהקרבה מצד הקבוצות השונות של בעלי העניין בהכרזת חברה ראו LEE & JACOCCA & WILLIAM NOVAK, *JACOCCA: AN AUTOBIOGRAPHY* Ch. 20 (1984)

2. אופן יישומו של עקרון השוויון

(א) השיטה הנוהגת – שוויון בנתח הפירעון

15.16 ניתן להגשים את עקרון השוויון בפירעון החובות באופנים שונים. כך, למשל, ניתן לקבוע כי כאשר הסכום הזמין לפירעון נמוך מסכום כלל החובות לנושים השונים, יחולק סכום הכסף בשווה בין הנושים.³⁹ כלומר, כל נושה יקבל סכום כסף שווה לרעהו.⁴⁰ עקב אכילס של שיטה זו הוא כי השיטה מתעלמת כליל מסכום תביעת החוב של כל נושה. פירעון בסכום שווה מיטיב עד מאוד עם נושים שסכום תביעתם נמוך במיוחד. הללו יזכו לשיעור פירעון יחסי גבוה יותר מן הנושים ששיעור תביעתם גבוה. פירעון כאמור אינו הוגן כלפי הנושים בסכומים גבוהים.

כדי לפרוע לנושים את חובותיהם באופן שוויוני והגון, קובעים דיני חדלות הפירעון בישראל וברחבי העולם כי הנושים ייפרעו לפי חלקן היחסי של תביעותיהם.⁴¹ כאשר שני נושים או יותר נפרעים מקופת חדלות הפירעון, יזכה כל אחד מהם לנתח פירעון שווה לזה שזכה בו חברו.⁴² סכום הפירעון ישתנה אפוא לפי שיעור תביעתו היחסי של כל נושה. אופן חישוב הפירעון הוא פשוט: תחילה מחשבים את כושר הפירעון היחסי של הקופה. לשם כך מחלקים את הסכום שבקופה בסכום כל החובות לנושים (assets/claims). המספר שיתקבל יוסב לאחוזים והוא יהיה אחוז הפירעון שכל נושה יזכה לו. לשם המחשת הדבר, נניח כי תביעת החוב של ראובן היא 100 ותביעת החוב של שמעון היא 300. נניח עוד כי כל שנתר לחייב לפירעון חובות אלה הוא 100. נכסיו של החייב (100) שווים כדי רבע מסך חובותיו (400). מכיוון שכושר פירעונו של החייב עומד על 25%, יורה עקרון השוויון כי ראובן ושמעון ייפרעו כל אחד ברבע מחובו. לפיכך, ראובן ייפרע בסכום של 25 (100/4) ושמעון ייפרע בסכום של 75 (300/4).

39 שוויון בפירעון כספים אכן נבדל מטיפול שוויוני בנוגע למשאב שאינו ניתן לחלוקה בין כל הטוענים לו. כך, למשל, אם איש מבקשים להיכנס לסרט באולם קולנוע שבו יש רק 100 מקומות ישיבה, לא ניתן להקצות לכל אדם חצי מושב. בנסיבות אלה, יש לנקוט כלל הגון אחר. כלל כגון "כל הקודם לרכוש כרטיס – זוכה", פותח הזדמנות שווה לכל המעוניין לצפות בסרט (בהנחה שקופות הקולנוע זמינות לכולם באותה מידה).

40 פירעון בסכום שווה בין שלוש נשים התובעות כתובותיהן מן העיזבון (המצומק) של בעלן המת, נפסק להלכה על ידי הרי"ף (ר' יצחק אלפסי), הרא"ש (רבנו אשר ב"ר יחיאל), הרמב"ם והשלחן ערוך. ראו רא"ש, כתובות, צג, ע"א; רי"ף, כתובות, פר' י', משנה "מי שהיה נשוי שלש נשים ומת"; רמב"ם, הלכות אישות, פרק י"ז, הלכה ח'; רמב"ם, הלכות מלוה ולוה, פרק כ, הלכה ד; שלחן ערוך, חושן משפט, סי' קד, סעיף י'. פסיקה זו מושתתת על קביעתו של רבי יהודה הנשיא (רבי) כתובות, צג, ע"א. לדיון בסוגיה המובאת שם ראו להלן פסקה 15.17.

41 זו גישתו ההלכתית של רבנו חננאל בסוגיית שלוש כתובות הנשים הנתבעות לפירעון מעזבונו המצומק של בעלן המת, הנזכרת לעיל בה"ש 40. ראו בבלי, כתובות, צג, ע"א, תוספות ד"ה "רבי אומר". זו גם שיטת ר' יעקב בעל הטורים. ראו טור, חושן משפט, סי' קד.

42 עניין עמרן, לעיל ה"ש 12. ראו גם Bankruptcy Code §726(a)(2), (b).

(ב) שיטת פרופ' אומן – פירעון תואם "שניים אוחזין"

15.17 במאמר שפורסם בשנת 1985, פרשו פרופ' ישראל אומן ומיכאל משלר שיטת פירעון שוויוני הפועלת באופן שונה מן הנהוג כיום בעולם.⁴³ שיטתם פותחה על סמך המשנה במסכת כתובות, העוסקת בפירעון כתובותיהן של שלוש נשים שהתאלמנו מבעל אחד, ואין בעיזבון של הבעל די לפירעון כל הכתובות. וזו לשון המשנה:⁴⁴

"מי שהיה נשוי שלש נשים ומת, כתובתה של זו מנה ושל זו מאתים ושל זו שלש מאות ואין שם אלא מנה – חולקין בשוה; היו שם מאתים – של מנה נוטלת חמישים, של מאתים ושל שלש מאות שלשה שלשה של זהב;⁴⁵ היו שם שלש מאות – של מנה נוטלת חמישים ושל מאתים מנה ושל שלש מאות ששה של זהב."⁴⁶

בתלמוד הבבלי מובהר כי משנה זו היא לפי שיטתו של רבי נתן. רבי, הלא הוא רבי יהודה הנשיא, חולק על שיטה זו ופוסק כי כל הנשים ייפרעו בסכום שווה.⁴⁷ ההלכה נפסקה כרבי.⁴⁸ הניסיון לפענח את שיטת הפירעון של רבי נתן ייגעה את חכמי ישראל ותסכלה אותם לאורך הדורות.⁴⁹ ייתכן שמשום כך פסקו רוב חכמי ההלכה כשיטת ר' יהודה הנשיא שלפיה יש לפרוע לשלוש הנשים בשוויון.⁵⁰

15.18 אומן ומשלר פענחו את שיטת רבי נתן באמצעות תורת המשחקים. לדבריהם, גישת רבי נתן היא עיקרון של פירעון מתמטי הנסמך על תפישת פירעון שוויוני לכל הנושים, ברוח ההלכה המפורסמת על אודות "שניים אוחזין בטלית".⁵¹ כאשר שניים אוחזים בנכס והאחד טוען "כולה שלי" והשני טוען "חציה שלי", המשנה קובעת כי הראשון יקבל שלושה-רבעים (75%) מן הנכס והשני יקבל רבע (25%) ממנו. הטעם לכך הוא שבכל הנוגע למחצית הנכס קיימת הודאה של הראשון כי היא שייכת לשני. לפיכך, הסכום שבמחלוקת ביניהם הוא רק המחצית השנייה של הנכס. עקרון הפירעון התלמודי במקרי

43 Robert J. Aumann & Michael Maschler, *Game Theoretic Analysis of a Bankruptcy Problem from the Talmud*, 36 J. ECON. THEORY 195 (1985). לגרסה עברית מפורטת של המאמר ראו ישראל אומן ונצ'י פון, *A Talmudic Bankruptcy Solution: The CCC Principle*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2752320> (March 21, 2016).

44 כתובות, י, ד.
45 כלומר, הן בעלת הכתובה של 200 והן בעלת הכתובה של 300 נוטלות שלושה דינרי זהב, שהם 75 דינרי כסף. בעלת הכתובה של 100 נפרעת אפוא ב-50 דינרי כסף, ושתי בעלות הכתובה האחרות נפרעות ב-75 דינרים כל אחת.

46 כלומר, בעלת הכתובה של 100 נפרעת ב-50, בעלת הכתובה של 200 נפרעת ב-100, ובעלת הכתובה של 300 נפרעת בשישה דינרי זהב, שהם 150 דינרי כסף.

47 בבלי, כתובות, צג, ע"א.
48 רמב"ם ושלחן-ערוך, לעיל ה"ש 40.

49 בבלי, כתובות, צג, ע"א, תוספות ד"ה "בכתובת בעלת שלש מאות" ("לא ידע רבי מאי קא משמע לן מתניתין"); רי"ף, כתובות, פר י', משנה "מי שהיה נשוי שלש נשים ומת" ("הא מתני' וגמרא דילה שקלו וטרו בה קמאי ז"ל ולא סליקא להון כל עיקר").

50 רי"ף, שם ("וכיון דחזו דלא סליקא להו כהוגן, הדרי לשקול הדעת ופסקי הלכתא דפלגין לפום ממונא").
51 בבא מציעא, א, א.

ספק כאמור הוא – חלוקה שווה בשווה, שכן כל אחד מן השניים נחשב למוחזק בחלק שווה. אומן ומשלה הוכיחו כי אופן פירעון הכתובות לנשים לפי שיטת רבי נתן פועל בדיוק לפי העיקרון של "יחלוקו" שנקבע בסוגיית "שניים אוחזין".

עקרון הפירעון התלמודי הוא לפרוע לכל נושה משתתף לפי שיעור מחצית תביעת החוב של הנושה בעל התביעה הנמוכה ביותר (הנותרת), וחוזר חלילה, עד תום כל הסכום בקופה. אופן הפירעון פועל כך: תחילה יש לבחון אם שווי סך כל הנכסים בקופה נמוך ממחצית סך כל התביעות של הנושים או גבוה הימנו. כאשר סכום הנכסים נמוך בשוויו ממחצית סכום תביעות הנושים, פורעים לכל אחד מן הנושים עד שיעור מחצית סכום תביעתו של הנושה בעל התביעה הנמוכה ביותר. משנפרע כל נושה בסכום זה, יוצא הנושה בעל התביעה הנמוכה ביותר מן התמונה. מן הסכום שנותר בקופה יוסיפו להיפרע יתר הנושים עד שיעור מחצית תביעתו של הנושה בעל התביעה הנמוכה ביותר מקרבם, וכן הלאה. לכשייוותר הנושה בעל התביעה הגבוהה ביותר לבדו, הוא ייטול מן הקופה לבדו את הנותר בה.⁵² דוגמה נוחה להמחשת שיטה זו היא שני המקרים האחרונים המובאים במשנה, בכתובות שנזכרה לעיל. לצורך המקרה האחד נניח כי לשרה, לרבקה ולרחל יש תביעות חוב מעזובון בעלן המנוח בסכומים של 100, 200 ו-300, בהתאמה. נניח עוד כי העיזובון שווה 200 – כלומר, פחות ממחצית סכום כתובותיהן. לפי השיטה האמורה, תקבל כל אחת מן הנשים תחילה עד מחצית תביעת החוב של שרה, כלומר 50 (100/2). בתום שלב זה, נפרעו כבר 150 מן הקופה ונותרו בה עוד 50. שרה, אשר כבר זכתה למחצית תביעתה, יוצאת עתה מן התמונה. רבקה ורחל זכאיות עתה להיפרע, באופן שוויוני, ב-50 כל אחת, שכן פירעון של 100 יביאן אל שיעור מחצית תביעת החוב של רבקה (200/2). ברם, מכיוון שנותרו בשלב זה בסך הכול 50, תיפרע כל אחת מהן אך ב-25. לפיכך, התוצאה הסופית היא: שרה נפרעת ב-50 ואילו רבקה ורחל נפרעות ב-75 כל אחת. בכך התרוקנה הקופה. במקרה השני עזובון הבעל הוא 300, כלומר מחצית סכום כתובותיהן. במקרה זה, ייפרעו הנשים כך: תחילה תקבל כל אחת 50 (מחצית תביעת החוב של שרה), כבמקרה הקודם, ושרה תצא מן התמונה. בשלב זה נפרע סכום של 150 מן העיזובון. אחר כך תוספנה רבקה ורחל לקבל עוד 50 כל אחת, ובכך הן תגיענה לפירעון של 100, אשר הוא מחצית תביעת החוב של רבקה. עתה רבקה יוצאת מן התמונה. בשלב זה נפרע סכום של 250 מן העיזובון. ה-50 הנותרים בעיזובון ייפרעו לרחל. התוצאה הסופית היא: שרה נפרעת 50, רבקה נפרעת 100 ורחל נפרעת 150. לשון אחר, מכיוון שכל אחת טוענת לזכות בעיזובון כדי מלוא טענתה, היא זכאית לחלק אשר לא יעלה על מחצית טענתה, כדין "שניים אוחזין".

כאשר סכום הנכסים גבוה בשוויו ממחצית סכום תביעותיהם של הנושים, פועלים באופן דומה, אך כבתמונת ראי. מפחיתים לכל נושה ממלוא תביעתו סכום ששיעורו מחצית תביעת החוב של הנושה בעל התביעה הנמוכה ביותר. בשלב זה ייטול הנושה בעל התביעה הנמוכה ביותר את חלקו (כלומר, מחצית תביעתו) וייצא מן התמונה. כל עוד נותר סכום בקופה, יוסיפו להפחית ליתר הנושים עד כדי שיעור מחצית תביעת חובו של הנושה בעל התביעה הנמוכה מביניהם, וחוזר חלילה. לדוגמה שתמחיש

52 מכיוון שתנאי הפתיחה כאן היה ששווי סך כל הנכסים בקופה נמוך ממחצית סכום כל תביעות הנושים, וכל נושה לפניו נפרע במחצית תביעת החוב של אותו נושה, מן הנמנע הוא כי הנושה בסכום הגבוה ביותר ייפרע ביותר ממחצית תביעתו.

זאת, נשוב לשלוש הנשים מן המשנה בכתובות. כאמור, לשרה, לרבקה ולרחל תביעות חוב מן העיזבון בשיעור 100, 200 ו-300, בהתאמה. נניח עתה כי בעזבונו של הבעל יש 400. בשלב הראשון יפחיתו לכל אישה ממלוא כתובתה 50, כלומר מחצית תביעתה של שרה. שרה תיטול אפוא 50 ותצא מן התמונה. כתובותיהן (המופחתות) של רבקה ושל רחל הן בשלב זה בסכומים של 150 ו-250 בהתאמה. מכיוון שבשלב הקודם הפחתנו כבר 150 (כלומר, שלוש כתובות * 50 לכל כתובה), נותר לנו עוד להפחית בסך הכול 50 (שכן ההפרש בין סכום הכתובות המלאות [600] לבין הסכום העומד לפירעון [400] הוא 200). את ה-50 הנותרים להפחתה יפחיתו בשווה מכתובותיהן (העדכניות) של רבקה ושל רחל, כלומר 25 מכל אחת. התוצאה הסופית תהיה אפוא: שרה נפרעת ב-50, רבקה נפרעת ב-125 ורחל נפרעת ב-225.⁵³

15.19 שיטתו של אומן, שיטת "תואם שניים אוחזין", מזכה כל נושה לשוויון עם האחרים במובן זה שהפירעון לכל נושה מחושב לפי מחצית תביעתו.⁵⁴ עם זה, סכום הפירעון הסופי לכל נושה לא יהיה שווה. ככל שהסכום העומד לפירעון מן הקופה עולה על מחצית סכום התביעות, ייהנו הנושים בעלי התביעות הגבוהות ביותר מסכום פירעון מוגדל (כלומר, פירעון בשיעור גדול מ-50% מתביעתם). מאידך גיסא, כאשר הסכום העומד לפירעון מן הקופה נופל ממחצית סכום התביעות, יסבלו הנושים בעלי התביעות הגדולות ביותר מפירעון מוקטן באופן יחסי (כלומר, פירעון בשיעור הנמוך מ-50% מתביעתם). שיטת פירעון זו מושתתת על תפיסת תביעתו של כל נושה כשווה לתביעתו של כל אחד מיתר הנושים ("מוחזקים בשווה"). זוהי נקודת המוצא לפירעון. שיטה זו מזכה את הנושים בסכומים הנמוכים בביטחון יחסי כי מחצית תביעתם תיפרע, אפילו לא יהיה בקופה כדי לפרוע מחצית לכל אחד מן הנושים. מצד אחר, הנושה בסכום הגבוה מפוצה בכך שכאשר סכום הפירעון בקופה גדול, הוא לבדו יזכה ליהנות מפירעון הגבוה ממחצית תביעתו.

15.20 אומן ומשלה מוכיחים, באמצעות תורת המשחקים, מדוע שיטת פירעון זו יוצרת קואליציות יציבות בין כל חלק מכלל הנושים לבין יתר הנושים. בכך הם מוכיחים כי שיטת פירעון זו היא מיטבית מבחינה מתמטית. ברם, חשוב לציין כי שיטה זו מניחה מראש, כאמור, שוויון בזכות של כל נושה. שיטה זו מופעלת אם אכן כל הנושים אמורים להיפרע באופן שוויוני. השיטה של "תואם שניים אוחזין" מבארת רק כיצד יש להפעיל את השוויון האמור. ברם, ככל שיש שיקולים לתת לאחדים מן הנושים בקופה המשותפת עדיפות פירעון על פני האחרים, אזי שיטה זו עשויה לפנות את מקומה לאופני

53 תוצאה זו היא תמונת הראי של הפירעון הנזכר במשנה ושהובא לעיל, ולפיו שרה נפרעת 50 ורבקה ורחל נפרעות 75 כל אחת. במקרה הנוכחי, כשיעור הנכסים העומדים לפירעון גבוה ממחצית סכום התביעות, הפחיתו לרבקה ולרחל 75 כל אחת.

54 אכן, אם סך כל נכסי החייב נמוך ממכפלת מחצית תביעת החוב הנמוכה ביותר במספר הנושים, ייפרע כל נושה בחלק מופחת יחסי, כלומר סכום פירעון שווה הנמוך ממחצית תביעתו של הנושה בעל התביעה הנמוכה ביותר. לצורך כך, אם סך כל הנכסים יוגדר כ-A, מספר הנושים יוגדר כ-n, וסכום תביעתו של כל נושה הוא $d_1, d_2 \dots d_n$ (כאשר d_1 הוא הנושה בעל סכום התביעה הגדול ביותר ו- d_n הוא הנושה בעל סכום התביעה הקטן ביותר), אזי הנושים ייפרעו בסכום שוויוני הנמוך מ- $d_n/2$, כאשר $A < n * (d_n/2)$.

פירעון חלופיים. להלן נראה כי אמנם קיימים שיקולים המצדיקים להעניק עדיפות פירעון לנושים מסוימים. ייתכן שמשום כך לא חדרה שיטת "תואם שניים אוחזין" למשפט הנוהג.⁵⁵

3. מגרעות השוויון

15.21 הדיון עד כה מלמד כי הדעות חלוקות באשר למקומו המרכזי עקרון השוויון ולחשיבותו בעיצוב דיני חדלות הפירעון. יש השוללים החשבה כלשהי של עיקרון זה. לעומתם, יש הרואים בעיקרון זה את הערך המכונן והחשוב מכול בדיני חדלות פירעון. ברם, אפילו אלה הדוגלים בעקרון השוויון כערך ייאלצו להכיר בכך כי עיקרון זה אינו נטול מגרעות המטילות צל על רציות יישומו בדין הנוהג. המגרעות הנטענות של עקרון השוויון הן:

- (א) קיטוב התחרות בין הנושים לבין עצמם.
- (ב) החלשת הפיקוח על התנהגות החייב עובר לחדלות הפירעון.
- (ג) סבילות בפתיחת הליכים של חדלות פירעון ובמהלך ניהולם.

להלן יידונו מגרעות נטענות אלה אחת לאחת.

(א) קיטוב התחרות בין הנושים לבין עצמם

15.22 לפני פתיחת הליך רשמי של חדלות פירעון, נושיו של חייב פועלים בסביבה משפטית יחידנית. כל נושה פועל לעצמו, בלא תלות בקיומם של נושים אחרים ובמעשיהם. כל נושה זכאי לנקוט הליכים משלו לגביית חוב, אפילו חובות נוספים של החייב תלויים ועומדים לפירעון. בסביבה משפטית כאמור, סיכויי נושה לגבות מן החייב גוברים ככל שיקדים ויגבה את חובו ולא ימתין ויגלה אורך רוח כלפי החייב. הטעם העיקרי לכך הוא שכל הממתין ייענה אחרון. החובות ייפרעו לפי שיטת "כל הקודם – זוכה". יתרה מזו, הנושה יודע כי אם ימתין עד אשר ייקלע החייב לחדלות פירעון, הוא לא יוכל לגבות את מלוא החוב, כי אם יאלץ לחלוק פירעון שוויוני עם יתר הנושים שטרם גבו. ואולם, נושה אינו יודע כמה נושים נוספים יש לחייב, מי הם, מה גובה תביעותיהם, ואם נושים אלה הקדימוהו ופתחו בהליכי גבייה אישיים אם לאו. על כן, כל עוד לא הגיע מועד פירעון החוב כלפיו, והוא לא נקט נגד חייבו הליכי גבייה רשמיים, ייאלץ נושה החס על ממונו לפקוח עין סביב ולנסות ללמוד על אודות ההתחייבויות של החייב לאחרים. על הנושה לבחון בכל עת כמה נושים נפרעים ואלו סכומים נפרעים להם ולברוק את הסיכון הצפוי לו מהמתנה נוספת לפירעון החוב כלפיו. לכשיתחווור לו כי הגבייה מן החייב מואצת, טוב יעשה (מבחינת עניינו האישי) אם יצטרף במהרה ויגבה אף הוא מן החייב. דא עקא, פעולות בילוש כאמור כרוכות בעלויות גבוהות, ורבים הם הנושים אשר לא יוכלו לעמוד בנטל האמור. זאת ועוד, עלויות אלה יתגלו כבזבזניות, שכן כל נושה יעקוב בעצמו אחרי כל אחד מיתר הנושים. פעולות

55 ואמנם, בפירוש רש"י בתלמוד הבבלי מבואר כי מקרה שלוש הנשים הנדון במשנה בכתובות עוסק בנסיבות דחוקות שבהן כל שלוש הכתובות נחתמו ביום אחד. רק אז תחיל המשנה עקרון פירעון שוויוני. לעומת זאת, אם נחתמו הכתובות בתאריכים שונים, "הקודמת בשטר, קודמת בגיבוי". ראו בבלי, כתובות, צג, ע"א, רש"י ד"ה "של זו מנה ושל זו מאתים". כלומר, שיטת "תואם שניים אוחזין" לא תפעל כשיש כלל עדיפות. ראו גם לעיל ה"ש 1.

המעקב ילקו אפוא בכפילויות מיותרות. עלויות מעקב גבוהות אלה יועמסו על ידי הנושים על שכם החייבים ויגולמו במחירי אשראי גבוהים יחסית. דבר זה יכביד על פיתוח העסקים במשק. לחלופין, צפוי כי רבים מן הנושים ינקטו קו פעולה נוקשה אשר יפחית בעבורם את הצורך בבילוש אחר נושים אחרים. הנושה יתנה עם החייב באופן נוקשה בחוזה כי זכות גבייתו תופעל בשל כל צל של אירוע וכל אוושה אשר יעוררו חשש אצל הנושה. במקום מעקב צמוד, תקל ידו של הנושה על ההדק והוא יזרוז לגבות מן החייב בנסיבות שאלמלא כן לא היו מניעות אותו להקדים ולגבות.⁵⁶ הטענה בקצרה היא אפוא כי פירעון שוויוני בהליך של חדלות פירעון יאיץ בכל נושה למהר ולגבות מן החייב לפני הכניסה להליך כאמור. התוצאה הכללית שתתקבל היא שנושים ינקטו הליכי גבייה חריפים מוקדם מן הדרוש. תחרות הגבייה בין הנושים תתעצם ותקוטב. תחרות מואצת זו תדלדל את ערך נכסי החייב שלא לצורך ותגרום לאובדן ערך כלכלי, במקום השאתו. לשון אחר, הטענה היא כי הפירעון השוויוני בהליך של חדלות פירעון מעצים את בעיית "המאגר המשותף של נכסי החייב" אשר היא הבעיה העיקרית שעמה באים דיני חדלות פירעון להתמודד.⁵⁷ על כן, פירעון שוויוני אינו יעיל, וראוי להמירו בעיקרון של פירעון חלופי. עיקרון כאמור הוא עקרון העדיפות המוחלטת. לפי טענה זו, עקרון העדיפות המוחלטת בפירעון חובות נהנה מיתרון בולט. משקבע הדין מראש מי מן הנושים עדיף מזולתו, נשמט התמריץ של הנושה הנחות להקדים ולגבות מן החייב ותחרות הגבייה ההרסנית בין הנושים תמותן ביותר. הנושה הנחות לא יתעסק יתר על המידה במעקב אחר נושים העדיפים ממנו ובניסיון לגבות מן החייב תחילה, שכן הוא יודע מראש כי, מבחינה משפטית, מדובר בניסיון שלא יצלח. סדרי העדיפות מורים שהוא לא יוכל להיפרע לפניהם. על כן, מאמץ מצדו להקדים אותם יהיה מיותר.⁵⁸ לפיכך, הלכה למעשה, בעיית "המאגר המשותף" תצומצם. בגוננו על נכסי החייב מפני כילוי מוקדם יתר על המידה, יחסוך עקרון העדיפות המוחלטת עלויות ניכרות שעקרון השוויון היה דורש.

15.23 לעניות דעתי, טענה זו נגד עקרון השוויון אינה משכנעת. אמת נכון הדבר, תחרות גבייה בין הנושים קיימת עובר להליכי חדלות פירעון. תחרות זו היא הרסנית ומזיקה. על כן, יש לתור דרכים לצמצום פגיעתה הרעה. ברם, דומני כי הטענה לעיל לוקה בשניים. ראשית, עקרון העדיפות המוחלטת אינו המזור למפגע זה. שנית, דווקא דיני חדלות פירעון מספקים פתרונות ראויים למפגע זה במנותק מכללי הפירעון החלים בין הנושים. אבהיר דברים אלה: דומני כי הסידור המשפטי של נושים והעמדתם בתור פירעון מסוים אינם מוציאים מלבם את השאיפה להיפרע במלוא חובם ובהקדם האפשרי. מכיוון שלכל נושה יש מניע אנוכי להיפרע, עלולים נושים נחותים לנסות ולגבות תחילה מן החייב בטרם ייפרע הנושה העדיף מהם. אמנם ייתכן שניסיון זה ייכשל, אך זאת – רק אם הנושה העדיף יזוהה את גבייתם המוקדמת של הנושים הנחותים ויתקפנה. תקיפה כזו מצדו תבוא, מן הסתם, רק בנסיבות שבהן גבייתם של הנושים הנחותים לא הותירה לו כדי סיפוק תביעתו. נושה עדיף יבקש אפוא לטרוף מידי נושה נחות שגבה רק אם החייב כבר התדרדר במצבו הכלכלי והתקרב לחדלות פירעון. ברם, עובר לגבייה מן החייב, נושים רבים אינם יודעים, כזכור, אל-נכון מה מצבו הכלכלי של החייב.

56 ע"א 1226/90 **בנק לאומי לישראל בע"מ נ' הסתדרות הרבנים דאמריקה**, פ"ד מט(1) 177, 203 (התשנ"ה-1995) (השופט גולדברג השתמש בהנמקה כאמור להצדקת ההכרה בעדיפותה של זכות הקיזוז).

57 Randal C. Picker, *Security Interests, Misbehavior, and Common Pools*, 59 U. CHI. L. REV. 645 (1992) 58 שם, בעמ' 673-678.

על כן, נושה נחות עלול לגלות יוזמה ולנסות את מזלו. הוא יגבה מן החייב את חובו בתקווה שהוא מקדים את המשבר הכלכלי של החייב, ועל כן הוא גם לא יידרש לאחר מכן למסור את שגבה לידי הנושה העדיף. התמריץ לגבות מהר נותר אפוא גם במשטר של עדיפות מוחלטת. זאת ועוד, דווקא ההכרה בכך שככל שהחייב יתדרדר מבחינה כלכלית, יקשה על הנושה הנחות לגבות מידי, עקב בכורתו של הנושה העדיף, תזרז את הנושה הנחות להחריף את צעדי הגבייה שלו מוקדם ככל האפשר. על כן, מירוץ הגבייה ההרסני צפוי להתקיים אף במשטר העדיפות המוחלטת. אם כן, יתרון זה של עקרון העדיפות המוחלטת לעומת עקרון השוויון, מוטל בספק. לא זאת אף זאת, לבעיית מירוץ הגבייה ההרסני יש מענה משולב בדיני חדלות פירעון. המענה האחד הוא כי כל נושה, או החייב עצמו, המזהה דילדול מואץ של נכסי החייב, עשוי לבולמו באמצעות פנייה לבית המשפט בבקשה לפתוח בהליכים קיבוציים בעניין החייב האמור. פתיחת הליכים כאמור תחיל את דין עיכוב ההליכים ותבלום את המהלך ההרסני בעודו באכו.⁵⁹ אל עיכוב ההליכים מצטרף המענה הנוסף, הלא הוא דין ביטול העברתו של רכוש לידי נושה בעת חדלות פירעון של החייב.⁶⁰ דין זה מאפשר לתקוף בדיעבד פירעון חוב לנושה אשר נפרע לאחר שהחייב הפך לחדל פירעון. דין זה בא לעקר את פירות פעולתו של נושה המבקש להקדים ולגבות מקופת החייב ובכך לדלדלה עוד, בשעה שאין די לכולם. על כן, בין שיחול עקרון השוויון בפירעון חובות ובין שיחול עקרון העדיפות המוחלטת, דין ביטול העברתו של רכוש לידי נושה בעת חדלות פירעון של החייב ישיב נושה אשר "קפץ בראש" למקומו הראוי בשורה או בטור, בהתאמה.⁶¹

(ב) החלשת הפיקוח על התנהגות החייב עובר לחדלות הפירעון

15.24 חיסרון אחר של עקרון השוויון בפירעון חובות הוא השפעתו על התנהלות כל נושה כלפי החייב. אכן, חייבים מועדים לפגוע בהשקעותיהם של הנושים. פגיעה זו עלולה לבוא לידי ביטוי בכמה אופנים. ניתן לפגוע בהשקעות הנושים באמצעות דלדול רכוש החברה והעברתו לידי אישיות משפטיות אחרות. לחלופין, ניתן לפגוע בהשקעות הנושים באמצעות ניווט החברה באופן מסוכן יתר על המידה. נטילת סיכונים כאמור עשויה להגדיל את תוחלת הרווח לבעלי המניות,⁶² אך עלולה בד בבד להיות בעלת סיכון להפסד לחברה בכללותה.⁶³ הנושים עלולים להיפגע מניווט החברה באופן מסב הפסדים כאמור.⁶⁴ הנושים חשופים אפוא לפגיעה בערך השקעותיהם הנגרמת עקב ההחלטות העסקיות שהחייב מקבל ביודעין.⁶⁵ על כן, לנוכח הסיכונים שנושים נחשפים להם כל זמן שחובות

59 על תכלית זו של עיכוב ההליכים ראו לעיל פסקה 12.4.

60 לעיל פסקאות 13.4–13.25.

61 ראו גם MOKAL, לעיל ה"ש 31, בעמ' 104–106.

62 להדגמת הזיקה בין הסיכון בהשקעות לתוחלת התשואה ראו RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS & FRANKLIN ALLEN, CORPORATE FINANCE Ch. 7 (12th ed., 2017).

63 ראו דוגמאות מספריות אצל אוריאל פרוקצ'יה "הבעלות על הפירמה וסייגיה – נושים, עובדים, אלמנות ויתומים בדיני החברות" משפטים כב 301, 310–312 (התשנ"ג).

64 על ניגוד העניינים בין נושים לבין בעלי מניות בחברה, והסיכונים הנובעים לנושים מכך, ראו לעיל פסקה 14.37 והאסמכתאות המובאות שם, ולהלן פסקה 17.21.

65 דברים אלה כוחם יפה הן לעניין חברות פרטיות, שבהן רבים מבעלי המניות הם גם מנהלי החברה, והן לעניין חברות ציבוריות, שבהן חברי ההנהלה אינם בהכרח בעלי המניות. חרף זאת, הנהלת החברה תיטה

החברה תלויים ועומדים כלפיהם, יש לנושים עניין לפקח על התנהלות החברה ולעקוב מקרוב אחר החלטות הנהלתה. הם מעוניינים בפיקוח שילווה באמצעי אכיפה, חוזיים או על פי דין. אמצעים אלה יבקשו למנוע מן החברה מבעוד מועד לנקוט צעדים אשר יהיו בעוכרי הנושים והעלולים לסבכם בחדלות פירעון של החברה.⁶⁶ פיקוח ואכיפה כאמור עשויים להפחית את סיכון חדלות הפירעון של החברה. מבחינה זו הם רצויים. ברם, אין די להעמיד כלים משפטיים לרשות הנושים לשם בחינת התנהגותו של החייב. על הנושים גם להשתמש בכלים אלה, הלכה למעשה. לשם פיקוח ואכיפה יעילים נדרש כי הנושים יגלו ערנות לנעשה בחברה וינקטו את האמצעים המשפטיים המסורים בידיהם לוודא התנהלות תקינה ומושכלת בחברה. אם לא כן, יתגלה הפיקוח כחסר ערך ותוחטא המטרה. דא עקא, במשטר של שוויון בפירעון לנושים פוחתת ביותר נכונותו של כל נושה לייחד זמן ומשאבים לאיסוף מידע בעניין התנהלות החייב ולמעקב אחריו בפועל. כזכור, עובר להליך של חדלות פירעון, כל נושה פועל כלפי החייב באופן יחידני ומנותק מיתר הנושים.⁶⁷ לפיכך, כל נושה מחשב לעצמו את עלות הפיקוח על החייב בהשוואה לתועלת האישית שהוא יפיק מן הפיקוח. כאמור, פיקוח כרוך בעלויות לצורך השגת מידע על אודות החייב ובחינתו של המידע. נושה השוקל אם לשאת בעלויות אלה מביא בחשבון כי אם הפיקוח יצליח, ייהנו ממניעת חדלות הפירעון הוא ושאר הנושים עימו. אך אם הפיקוח ייכשל, והחייב יהפוך לחדל פירעון, הוא יפסיד פעמיים: אין די בכך שהוא לבדו השקיע משאבים בפיקוח על החייב, אלא שבתוצאות ההפסד (היינו, בפירעון המצומצם) עליו לשאת בשווה עם יתר הנושים. נושה כאמור עלול אפוא לפתח תסכול. הנושה נושא לבדו בעלויות הפיקוח, ומתוצאות הפיקוח ייהנו כולם. לפיכך, נושים רבים יתרחקו ממשימת הפיקוח ויתירוה לנושה אחר. כל נושה ינהג

מטבעה לבכר את עניינם של בעלי המניות, שכן הללו הם הבוחרים בסופו של דבר את הדיקטטוריון (ובאמצעותו – את ההנהלה הביצועית), בעוד שהנושים מודרים מבחירות אלה. ראו David Hahn, *Concentrated Ownership and Control of Corporate Reorganisations*, 4 J. CORP. L. STUD. 117 (2004).

66 כן, למשל, כאמצעי אכיפה חוזי בהסכם הלוואה עשויה לשמש תניה בדבר האצת תשלומים שלפיה בהתרחש אירוע שממנו יגור הנושה, יעמוד לפירעון לאלתר מלוא סכום הלוואתו. כאמצעי אכיפה על פי דין עשויות לשמש הוראות חוק החברות המגבילות את פעולת החלוקה (סעיפים 301–313 לחוק). נושים עשויים לבקש להיבנות גם מסעיף תכלית החברה (סעיף 11 לחוק החברות) המורה כי על חברה לפעול להשאת רווחיה, להבדיל מהשאת רווחי בעלי מניותיה. גישה כאמור בולטת אצל ידידיה שטרן. ראו ידידיה צ' שטרן "האם חברות נועדו להשיא את רווחיהם של בעל המניות? ניתוח כלכלי ביקורתי" **משפט ועסקים** א 105 (התשס"ד); ידידיה צ' שטרן "תכלית החברה העסקית – פרשנות והשפעות מעשיות" **משפטים** לב 327 (התשס"ב). ואולם ראו דנ"א 5286/04 **מפרק ברג יעקב ובניו בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"ד טבת התשס"ו, 24.1.2006) (ראיית החברה כרכוש של בעלי מניותיה). ראו גם זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש – תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" **משפטים** לב 381 (התשס"ב).

67 עם זה, ניתן למצוא שיתוף פעולה בין נושים בנקאיים המלווים לחייב הלוואה כספית בסכום גבוה, כאשר כל אחד מן הבנקים המשתתפים נושא בחלק מן המימון הכללי. הסדר כאמור מכונה בלע"ז syndicated loan, והבנקים המשתתפים יוצרים ביניהם consortium. ראו Amir Sufi, *Information Asymmetry and* *Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans*, 62 J. FIN. 629 (2007); Pascal François & Franck Missonier-Piera, *The Agency Structure of Loan Syndicates*, 42 FIN. REV. 227 (2007); Steven A. Dennis & Donald J. Mullineaux, *Syndicated Loans*, 9 J. FIN. INTERMEDIATION 404 (2000).

באנוכיות ויבקש ליהנות משירותי הפיקוח של הזולת בלי לשאת בעצמו בנטל. התוצאה שעלולה להתקבל היא ששום נושה לא יפקח בפועל על התנהגותו של החייב. הסיכונים הנשקפים להשקעות הנושים עקב התנהגות בלתי מרוסנת של החייב יהפכו אפוא למוחשיים הרבה יותר. כל הנושים, בלא יוצא מן הכלל, עלולים להפסיד מכך. תופעה זו של התנהגות אנוכית סבילה, שבה כל אחד מבקש ליהנות מפעולה כלשהי תוך כדי העמסת עלויותיה על יתר המשתתפים, מכונה בספרות "בעיית הטרמפיסט" ("free-riding").⁶⁸ בעיה זו נוצרת בנסיבות של פעולה קיבוצית (collective action). כאשר פעולה מסוימת מיטיבה בשווה עם כולם, גוברת הנטייה של כל אחד מן הפרטים להשתמש מנשיאה בנטל הפעולה. זאת חווה כל מי שנקרא אי פעם להפגין "למען הכלל". אפילו כאשר אותו אדם מאמין במטרת ההפגנה, הוא נוטה לעתים להתחמק ולהותיר את מלאכת המחאה לאחרים. עקב כך, המחאה הציבורית הופכת לדלה ולבלתי יעילה.⁶⁹

(ג) סבילות בפתיחת הליכים של חדלות פירעון ובמהלך ניהולם

15.25 בדומה לפגיעתו הרעה בקשרי נושים—חייב עובר לכניסת החייב לחדלות פירעון, עלול עקרון השוויון לעמוד לרועץ אף בהליך חדלות הפירעון עצמו. השפעתו השלילית עלולה לבוא לידי ביטוי בשני שלבים בהליך, בפתיחתו ובעת ניהולו.

ניתן לטעון כי הפירעון השוויוני עלול לסכל או, למצער, לדחות יתר על המידה את פתיחתם של הליכי חדלות הפירעון. השוויון דוחף נושים לגלות כאמור סבילות אנוכית ולהימנע מלנקוט פעולות חיוניות בעניינו של החייב. אם נכונה הטענה בנוגע לשלב הקודם לחדלות הפירעון של החייב, היא נכונה ביתר שאת משהפך חייב לחדל פירעון. נושה המבחין בכך שהחייב נקלע לקשיים כספיים, ישקול את האפשרויות המשפטיות הפתוחות לפניו. אחת האפשרויות היא לבקש לפתוח הליך של חדלות פירעון בעניינו של החייב. ברם, בהכניסו את החייב להליך רשמי של חדלות פירעון, מביא הנושה על עצמו פירעון שוויוני. לעומת זאת, כל עוד לא ייכנס החייב להליך רשמי של חדלות פירעון, יכול הנושה לנסות לגבות ממנו את מלוא החוב בלא לחלוק עם אחרים. הפירעון השוויוני מניא אפוא נושה, המבחין בקשייו הכספיים של חייב, מלנקוט את ההליך הקיבוצי.⁷⁰ טובת הכלל תיפגע אפוא. ברם,

68 Lloyd Cohen, *Holdouts and Freeriders*, 20 J. LEG. STUD. 351 (1991); זוהר גושן "בעיית הנציג כתיאוריה מאחדת לדיני תאגידים" ספר זיכרון לגואלטירו פרוקציה 239 (התשנ"ז). עם זה, ראוי לסייג דברים אלה. נושים אשר סכומי תביעתם יהיו גבוהים דיים, יגלו נכונות לפקח גם אם כלל הנושים ייהנו מפירות השקעתם. מידת התועלת האישית שהם יפיקו מהצלחת הפיקוח גדולה דיה כדי להאפיל על תחושת התסכול בגלל רכיבת שאר הנושים על כתפיהם.

69 Pamela Oliver, *If You Don't Do It, Nobody Else Will: Active and Token Contributors to Local Collective Action*, 49 AM. SOCIOLOGICAL REV. 601 (1984); Edward J. Walsh & Rex H. Warland, *Social Movement Involvement in the Wake of Nuclear Accident: Activists and Free Riders in the Three Mile Island Area*, 48 AM. SOCIOLOGICAL REV. 764 (1983); Edward N. Muller & ואולם ראו Karl-Dieter Opp, *Rational Choice and Rebellious Collective Action*, 80 AM. POL. SCI. REV. 471 (1986).

70 ראו גם לעיל פסקה 7.25.

לטעמי, החשש שמא נושה ינקוט באיחור הליך של חדלות פירעון אינו נובע מן הפירעון השוויוני דווקא. כפי שהבהרתי לעיל, הוא נובע מניגוד העניינים בין כל אחד מהנושים לבין יתר הנושים.⁷¹ כל נושה מעוניין לגבות הכול. על כן, גם במשטר של עדיפויות יבקש נושה לגבות ככל שיכול, והוא לא ימהר בהכרח להכניס את החייב להליך קיבוצי שבו הנושה ישובץ בתור של פירעון רשמי. בחירת נושה להכניס חייב להליך של חדלות פירעון אינה נובעת מסדרי העדיפות הנוהגים, כי אם מיכולתו המעשית של אותו נושה לגבות מן החייב באופן עצמאי. נושה המסוגל לגבות הימנו באופן מעשי, ינקוט פעולות גבייה עצמאיות. נושה שאינו מסוגל, ייטה להגיש בקשה לפתיחת הליך קיבוצי.⁷² זאת ועוד, יש לזכור כי הליכים רבים של חדלות פירעון יפתחו ממילא ביוזמת החייב ולא ביוזמת הנושים. לפיכך, לעניות דעתי, החשש מפני דחייה מיותרת בפתיחת ההליכים בשל עקרון השוויון בפירעון, אינו חשש אמיתי.

15.26 ניתן גם לטעון כי הפירעון השוויוני עלול להעיב על יעילות ניהולו של הליך חדלות הפירעון עצמו. הטענה בעניין זה היא כי נושים הנפרעים באופן שוויוני ידירו רגליהם מאסיפות נושים ויגלו אדישות כלפי הנעשה בהליך וכלפי המוצע להם בסופו. נושים הנפרעים באופן שוויוני יהיו ערים לכך כי בשל הקופה המצומקת של החייב חדל הפירעון, יזכה כל אחד מהם בחלק נמוך ביותר מתביעתו המקורית. משום כך יסיק כל נושה כי חישובי עלות-תועלת אישיים מורים לו שלא לטרוח להתייבב לאסיפות נושים. על פי רוב, העלות הכרוכה בלימוד המידע לשם קבלת החלטות באסיפות הנושים תהיה גבוהה משיעור הפירעון שיזכה לו הנושה בהליך הפירעון השוויוני. באסיפות נושים אמורות להתקבל החלטות מהותיות להליך חדלות הפירעון. בעל התפקיד, המנהל את ההליך, אמור לדווח לאסיפות הנושים על אודות התקדמות ההליך ולהניח לפניהם את הצעתו המעשית לפירעון החובות, בין באמצעות מימוש נכסי החייב, בין באמצעות פריסת תשלומים ובין באמצעות המרת החובות בהון עצמי של החייב. ברם, כאשר כל נושה נוהג לפי "אשרי יושבי ביתך", ומקומו באסיפת הנושים המתאימה נפקד, יסוכל תהליך קבלת ההחלטות. אף כי הסכום העומד לפירעון לנושים עשוי להיות גבוה, חלוקתו בין נושים רבים באופן שוויוני הופכת כל אחד מהם באופן אישי לאדיש לגורל הקופה הכללית. זהו ביטוי נוסף לבעיית הפעולה הקיבוצית שנזכרה לעיל.⁷³ לעומת זאת, כאשר החובות נפרעים לפי עקרון העדיפות המוחלטת, הסכום העומד לפירעון מן הקופה המצומקת מתחלק בין מספר נושים מצומצם יותר. נושים אלה עשויים לגלות עניין רב בהתנהלותו של הליך חדלות הפירעון ובתפקודו של בעל התפקיד, שכן נושים אלה מצפים לפירעון מלא או, למצער, לפירעון ניכר של תביעותיהם. אף כי הנושים הנחותים ביותר יודרו, למעשה, מכל מעורבות בהליך של חדלות הפירעון, שכן הם צפויים שלא להיפרע כלל, עדיין יתקיים פיקוח יעיל על ניהול קופתו של החייב מצד הנושים בעלי הסיכויים להיפרע.

71 לעיל פסקה 15.24.

72 נושה כאמור עלול אפילו למהר ולהגיש בקשה כאמור מוקדם מדי, בטרם בשלה השעה לכניסת החייב להליך של חדלות פירעון. לדיון בחשש זה ראו לעיל פסקה 7.23.

73 עניין עמרן, לעיל ה"ש 12.

ג. עקרון העדיפות המוחלטת

15.27 עקרון העדיפות המוחלטת מגלם אופן פירעון מנוגד לעקרון השוויון. עקרון השוויון מציב את כל הנושים בשורה אופקית ומזכה כל אחד בחלק יחסי מקופת החייב, בלא מתן יתרון לאחד הניצבים בשורה על פני חברו. לעומתו, עקרון העדיפות המוחלטת מסדר את הנושים בטור אנכי, זה אחרי זה, ומזכה את הראשון בטור להיפרע במלוא החוב לפני חברו, וכן הלאה. אכן, קביעה בדין שהזכות לפירעון של נושה אחד עדיפה מזו של חברו אינה הלכה טבעית. עדיפותו של אחד משמעה נחיתותו של האחר. זוהי קביעה ערכית. הדין יבחר בחירה מודעת כאמור כאשר הבחירה תשרת ערכים של יעילות או של צדק.

חז"ל קבעו כי "שבעה דברים בחכם וחילופיהן בגולם"⁷⁴ כך, ניתן לומר כי יתרונותיו של עקרון השוויון הם מחסרונותיו המובהקים של עקרון העדיפות המוחלטת, ולהפך. ואמנם, עקרון העדיפות המוחלטת אמור לשמש מענה על מגרעותיו של עקרון השוויון. כזכור, שתי המגרעות העיקריות של עקרון השוויון היו: (א) העיקרון מחליש את התמריץ של נושים לפקח על התנהלותו של החייב, עובר לחדלות הפירעון של האחרון; (ב) העיקרון מניא נושים מלהשתתף באופן פעיל בהליך של חדלות פירעון התלוי ועומד. אם כן, עקרון העדיפות המוחלטת אמור לספק מענה משכנע על שיקולים אלה.⁷⁵

1. יתרונותיה של העדיפות המוחלטת

15.28 השוואת פירעון חובותיהם של שני נושים מעוררת כאמור את בעיית הטרימפיסט. בעיה זו תבוטא, בין השאר, בכך שכל אחד מן הנושים ירחיק עצמו בהדרגה מפיקוח על עסקי החייב ועל אופן ניהולם.⁷⁶ התרת רסן הפיקוח תאפשר להנהלת החברה לפעול בחופשיות יחסית, ולהפעיל את שיקול הדעת המסור לה כראות עיניה. מצב זה עלול להחרף את ניגוד העניינים השורשי שבין בעלי המניות לבין הנושים. ברצותה לחלול את פני בעלי המניות, תנווט ההנהלה את החברה באופן מסוכן יתר על המידה, ודורש אין מידיה.⁷⁷ השוויון בין הנושים ירופף אפוא את הפיקוח ויגרום להעלאת הסיכון

74 אבות ה, ז.

75 ואולם, לביקורת על חוסר מעשיותו של הכלל בדבר העדיפות המוחלטת וחוסר התאמתו לתנאים המשתנים והדינמיים של חברה המצויה בהליך הבראה ראו Stephen J. Lubben, *The Overstated Absolute Priority Rule*, 21 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 581 (2016); Douglas G. Baird, *Priority Matters*, 165 U. PENN. L. REV. 2, 39–49 (2016). לטענה כי כללי העדיפות בין הנושים נתונים לאורך השנים לשינויים הנובעים הן מחקיקה שנולדת עקב שתדלנות של קבוצות עניין מסוימות והן מחידושים חוזיים-עסקיים, הזוכים לגיבוי בפסיקה, ראו Mark J. Roe & Frederick Tung, *Breaking Bankruptcy Priority: How Rent-Seeking Upends the Creditors' Bargain*, 99 VA. L. REV. 1236 (2013).

76 לעיל פסקה 15.24.

77 ואולם, לטענה נגדית שלפיה מנהלים בחברות ציבוריות ביזוריות לא ימהרו להגדיל ביודעין את סיכונה העסקיים, מחשש לשמם הטוב בשוק הניהול, ראו Reinier H. Kraakman, *Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls*, 93 YALE L.J. 857, 863–864 (1984); Mark J. Roe, *Corporate Strategic Reaction to Mass Tort*, 72 VA. L. REV. 1, 23–25 (1986); Harold Demsetz, *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, 26 J. L. & ECON. 375, 378–382 (1983).

לחדלות הפירעון של החייב. עקב זאת, ייקרו נושים את מחיר האשראי שאותו הם מספקים לשוק. על כן, נדרש מנגנון חלופי אשר יעודד נושים באופן מספק להשתמש בכלי הפיקוח המסוריים בידיהם.

15.29 ואמנם, בספרות האקדמית של ארבעים השנים האחרונות, ביקשו רבים מאנשי הגישה הכלכלית למשפט לבאר בנימוק זה ממד מהותי של עקרון העדיפות המוחלטת, הוא עדיפות נושים בעלי שעבודים על פני נושים אחרים של החייב. לשיטתם של אלה, עדיפות שעבודים היא מוצדקת בשל תרומתה לשיפור הפיקוח על התנהגותו של החייב עובר לחדלות פירעונו (monitoring debtor misbehavior). מגמת הסבר זה נולדה עקב קושיה בסיסית שעוררו Jackson ו-Kronman.⁷⁸ קושייתם הייתה כדלקמן: התנהלות מסוכנת מצד החייב מגבירה את החשש לאי הפירעון של כל נושה. חששות אלה מתבטאים כאמור במחיר האשראי. את החששות האמורים ניתן לצמצם באמצעות מתן עדיפות לנושה. העדיפות מעלה את הסתברות הפירעון לנושה האמור, ולכן הוא יוזיל את מחיר האשראי שהוא מספק. ברם, עדיפותו של נושה אחד היא, כאמור, נחיתותו של הנושה האחר. הסתברות הפירעון לנושה הנחות יורדת כמידת עלייתה של הסתברות הפירעון לנושה העדיף. על כן, בהתאמה, הוזלת האשראי על ידי הנושה העדיף תקוּזו בייקור האשראי על ידי הנושה הנחות. לאור משחק סכום אפס כאמור במחיר האשראי, היכן בדיוק טמונה יעילותה של העדיפות המוחלטת?⁷⁹ בעקבות קושיה זו נשתברו קולמוסין והוצעו תשובות שונות לתמיכה בעדיפות שעבודים.⁸⁰ תשובות אלה ביקשו לשכנע כי היעילות גלומה בשכלול הבקרה על התנהגות החייב ובהוזלת עלויותיה הכוללות.

15.30 כיצד תורם עקרון העדיפות המוחלטת לשיפור הבקרה על הנהלת החברה? התשובות השונות שהוצעו התמקדו בהשפעות חיוביות אחדות שמשפיעה העדיפות המוחלטת על מערך היחסים שבין הנושים לבין החייב. יתרונותיה של העדיפות המוחלטת המצוינים בהקשר זה הם:

(א) הוזלת עלויות הפיקוח הכוללות עקב יתרונות יחסיים של אחדים מן הנושים.

78 Thomas H. Jackson & Anthony T. Kronman, *Secured Financing and Priorities Among Creditors*, 88 YALE L.J. 1143 (1979).

79 Alan Schwartz, *Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories*, 10 J. LEG. STUD. 1 (1981). קושיה זו נסמכת על תיאוריית אי הרלוונטיות בתורת המימון של Miller ו-Modigliani. תיאוריה זו טוענת כי בעולם נטול עלויות, אופן המימון של חברה ומבנה הונה אינם משפיעים כלל ועיקר על שווייה. ראו Franco Modigliani & Merton H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, 48 AM. ECON. REV. 261 (1958). ואולם, להתנגדות ליישום התיאוריה האמורה בהקשר של עדיפות שעבודים, ראו David G. Carlson, *Secured Lending as a Zero-Sum Game*, 19 CARDOZO L. REV. 1635 (1998); Homer Kripke, *Law and Economics: Measuring the Economic Efficiency of Commercial Law in a Vacuum of Fact*, 133 U. PA. L. REV. 929 (1985).

80 בקובץ השמור עמי מרוכזים קרוב לשבעים (! 70) מאמרים העוסקים, בין במישרין ובין אגב אורחא, בפשר חידת עדיפותם של נושים בעלי שעבודים על פני נושים אחרים. אכן, לא בכדי מכונה שאלה זו לא פעם "חידה" או puzzle בלע"ז. ראו, למשל, Wei Zhang, *The Paradoxes of Secured Lending: Is There a Less Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy?*, 16 U. PENN. J. BUS. L. 789 (2014); Frank H. Buckley, *The Bankruptcy Priority Puzzle*, 72 VA. L. REV. 1393 (1986); Alan Schwartz, *The Continuing Puzzle of Secured Debt*, 37 VAND. L. REV. 1051 (1984).

- (ב) הוזלת עלויות פיקוח עקב ריכוז האשראי בידי קבוצת נושים מצומצמת ומקצועית.
 (ג) עיצוב ההלוואה לחייב כהלוואה ריכוזית.
 (ד) חלוקתה של משימת הפיקוח והצבת מפקחים נפרדים לנכסים שונים.
 (ה) ריסון עצמי של החייב מפני מימון יתר.
 (ו) תגמול הנושה-המפקח בעד שירותיו.

בפסקאות הבאות יובהרו עניינים אלה אחד לאחד. עם זה ראוי לציין כבר עתה: דומני כי ככל שרבים ההסברים לתופעה מסוימת, עלול הדבר להעיד דווקא על חוסר הבנה מלאה של פְּשָׁרָה. לו יתרון העדיפות המוחלטת היה ברור כשמש, לא היו נזקקים כה רבים מחכמי המשפט והמימון לנדב לו תימוכין שונים. ריבוי ההנמקות עלול ללמד כי המלומדים השונים, שנדרשו לסוגיה זו, בחנו תופעה הקיימת ממילא בדין הנוהג וראו בה נקודת מוצא לדיונם הערכי. בשל שכיחותה רבת השנים של התופעה ברחבי העולם כולו ושרידותה, מן הסתם חשו המלומדים כי היא מעידה על שיטה יעילה ומוכחת, ולכן אין להרהר אחריה הרהורי כפירה, כי אם לתור בחוכמה ולתומכה ביתדות עיוניות.⁸¹

(א) הוזלתן של עלויות הפיקוח הכוללות עקב יתרונות פיקוח של חלק מן הנושים

15.31 פיקוח מצד הנושים על התנהלות החייב כרוך בעלויות לא-מבוטלות. עלויות אלה כוללות את עלויות המשא ומתן הקודם לכריתת החוזה, אשר במהלכו יידרש הנושה להתנות עם החייב על אמצעי הבקרה שיוקנו לו ואשר ייכללו בהסכם ההלוואה. על הנושה לעקוב בהתמדה אחר החייב, לאסוף עליו מידע תקופתי עדכני ולבחון את המידע המצטבר. בנסיבות שבהן המידע מעיד על התנהלות בעייתית מצד החייב, ייאלץ הנושה להשתמש בכלי האכיפה שהועמדו לרשותו לעצירתה של התנהלות כאמור. עלויות הפיקוח על הנהלת החייב יגולמו במחיר האשראי שידרוש כל נושה בדרך של ריבית או בדרך של עמלות, או בשילוב השתיים כאחד. ברם, עלויות הפיקוח אינן נופלות שווה בשווה על כתפי כל נושה ונושה. יש נושים הנהנים מיתרונות יחסיים באשר להפעלת פיקוח על ניהול עסקי החייב. נושים אלה עשויים ליהנות מנגישות גבוהה יחסית למידע על אודות עסקי החייב ועשויים לדעת להעריך באופן מקצועי את המידע האמור. עלות הפיקוח בעבורם זולה יותר מאשר בעבור נושים אחרים שאינם נהנים מנגישות וממיומנות כאמור. משום כך, טענו Jackson ו-Kronman, נושים בעלי יכולת יעילה יחסית לפקח על החייב ילוו לחייב בלא קבלת עדיפות פירעון (כלומר, ילוו הלוואה בלתי מובטחת) ואילו נושים הלוקים ביכולת הפיקוח ימירו את הצורך בפיקוח בקבלת עדיפות.⁸² נושים אחרונים אלה ילוו לחייב הלוואה הנתמכת באמצעי משפטי המעניק לפירעונם עדיפות על פני הנושים בעלי יכולת הפיקוח.⁸³ בשל עדיפות זו, יוזילו נושים אלה את מחיר האשראי מצדם. אמנם הנושים-המפקחים יעלו

81 עם זה, בהמשך נראה כי לאחר שיתדות כאמור נקבעו היטב, קמו אחדים אשר העזו לפקפק בקול רם ברציית התופעה. ראו להלן פסקאות 15.38–15.46.

82 Jackson & Kronman, לעיל ה"ש 78.

83 אמצעי העדיפות העיקרי, אף כי לא הבלעדי, הוא שעבוד נכסי החייב. לדין ממוקד בעדיפות שעבודים ראו להלן פרק שישה-עשר.

את מחיר האשראי מצדם, אך בשל יתרונם היחסי בפיקוח על החייב, עלייה זו עדיין תהיה נמוכה מן ההזולה בעלות האשראי מצד הנושים בעלי העדיפות. התוצאה הכללית שתתקבל אפוא היא תוצאה יעילה: עלות האשראי הכוללת לחייב תוזל. אכן, יש הסבורים כי דווקא הנושים שאינם נוטלים שעבודים, כגון ספקי שירותים ומוצרים לחברה, הם המפקחים היעילים באופן יחסי על עסקיה, משום שהם עוסקים לא פעם בתחום עיסוק מסחרי דומה לפעילותה. לעומת זאת, המגזר הבנקאי, אשר אינו מתמקצע בתחום מסחרי מסוים, הוא מפקח יעיל פחות על עסקי חייב. לפיכך, הבנקים מלווים את מתן האשראי לחברות בדרישה לשעבוד על נכסיהן.⁸⁴

ברם, התבוננות מפורטת תלמד כי הצדקה זו למתן עדיפות נכשלת במבחן המציאות. סוף סוף, עיקר הפיקוח הנדרש הוא על הסיכונים הכספיים שחייב מסתכן בהם. בעניין זה, אין לסוחרים יתרון יחסי לעומת המערכת הבנקאית. ההפך הוא הנכון. מעצם קיום יחסים שוטפים, מגוונים ומתמשכים עם חייביהם, הבנקים הם בעלי נגישות רבה למידע על אודות ההתנהלות הכספית של חברות שהן מלקוחותיו.⁸⁵ זאת ועוד, כחלק מהמבנה הארגוני של כל בנק, קיימות בו מחלקות ייעודיות המתמקצעות באשראי עסקי ובבחינת סיכונים. בשל יתרונות הגודל, נהנה הבנק אף מיתרונות אכיפה זולים בהשוואה לנושים אחרים.⁸⁶ העובדה שדווקא המגזר הבנקאי מביטיח את זכויותיו כלפי החייבים באמצעות שעבודים טופחת אפוא על פניהם של Kronman ו-Jackson.⁸⁷

(ב) הוזלתן של עלויות פיקוח עקב ריכוז האשראי

15.32 הסבר נוסף אפשרי ליתרונותיה של העדיפות המוחלטת מתבסס דווקא על המציאות העסקית. מציאות זו מלמדת אותנו כי בישראל, כמו בארצות רבות אחרות, עיקר האשראי במשק עודנו מסופק על ידי המגזר הבנקאי. חלקו של האשראי הבנקאי בהתפלגות האשראי לעסקים הוא חלק הארי.⁸⁸ במציאות עסקית כאמור, אמצעים משפטיים כגון השעבוד, המעניקים עדיפות פירעון למשתמשים בהם, עשויים להזיל את העלות הכללית של האשראי לעסקים. ההנחה המציאותית בהסבר זה היא כי הבנקים הם הנושים העיקריים המשתמשים בשעבודים ובאמצעים דומים לשם השגת עדיפות פירעון. עיקר האשראי העסקי מסופק על ידי גופים אלה הנהנים מפיקוח מקצועי ומוזל. הוזלת האשראי במגזר הבנקאי (אשר עודנו עיקר האשראי במשק), עקב מתן העדיפות, מאפילה אפוא על הייקור היחסי באשראי החוץ בנקאי. התוצאה הסופית היא אפוא הוזלת העלות הכוללת של האשראי. לא זאת אף זאת, ריכוז האשראי בידי המגזר הבנקאי וביסוסו על שעבודים, מונעים נעילת דלת בפני לווים.⁸⁹

- 84 ראו, למשל, FINCH, לעיל ה"ש 37, בעמ' 85.
- 85 יתרון זה מובהק במיוחד בנוגע לעסקים קטנים-בינוניים. עסקים אלה מתבססים לרוב על מימון בנקאי נמשך מבנק אחד עיקרי. ראו על כך לעיל פסקאות 5.26–5.27.
- 86 כך, למשל, הבנקים נהנים משירותים משפטיים מוזלים, בין מכוח קיומה של מחלקה משפטית פנימית בבנק ובין מכוח שכירת שירותיהם של עורכי דין חיצוניים על בסיס תשלום קבוע (retainer, בלע"ז).
- 87 Picker, לעיל ה"ש 57.
- 88 לתיאור השינוי ההדרגתי במקורות המימון במשק הישראלי ראו לעיל פסקאות 5.16–5.19.
- 89 מקורו של הביטוי "שלא תנעול דלת בפני לווין" הוא בסוגיות תלמודיות אשר ניתחו הלכות מן המשנה המקילות על מלווים. כך, למשל, נקבע מטעם זה (לשיטת רבי אבהו ורבא) כי תביעת חוב של מלווה כלפי

כלומר, אלמלא העדיפות, עסקים רבים – ובפרט עסקים חדשים יחסית וחברות קטנות-בינוניות – היו מתקשים להשיג אשראי כלל ועיקר, שכן שיעורי הריבית שהיו נדרשים מהם על הלוואות שאינן נהנות מעדיפות בפירעון היו שיעורים שמעל לכוחם הכלכלי.⁹⁰ עם זה, שיקול אחרון זה עדיין אינו מעיד על יעילות האשראי המובטח. ייתכן שנושים בשוק של בנקאות ריכוזית מוכנים לתת אשראי כנגד שעבוד אף בשעה שמתן האשראי אינו מוצדק והם לא יפקחו כראוי על החייב. דרישת השעבוד מצדם היא תכתיב בזכות כוחם היחסי בשוק ולשם ביצור מעמדם כלפי יתר הנושים. בשל העדיפות שמקנה להם השעבוד, השאלה אם החייב ישתמש באשראי זה שימוש יעיל מעניינת אותם פחות.⁹¹

(ג) עיצוב ההלוואה לחייב כהלוואה ריכוזית

15.33 הפסקה הקודמת הניחה שהשוק הבנקאי הוא שוק ריכוזי שבו הבנקים הם צרכנים עיקריים של שעבודים. שיקול היעילות שבהוזלת האשראי הבנקאי בפסקה הקודמת נבע אפוא ממבנה שוק נתון. הטענה עתה היא כי מתן עדיפות באמצעות שעבודים הוא עצמו תורם לעיצוב הלוואה ריכוזית לחייב. מכיוון שנושה מסוים ייהנה מעדיפות בכל הנוגע לנכסי החייב (ובפרט באמצעות שעבוד רחב היקף, כגון השעבוד הצף), ידיר הדבר כל נושה-בכוח אחר מלהתקשר עם החייב ומלממן אותו. הדרה זו, כך הטענה, היא חיובית. ראשית, היא מרכזת את ההלוואה לחייב בידי נושה עיקרי, אשר יפקח ביעילות רבה על התנהלות החייב.⁹² שנית, ריכוז ההלוואה האמור יפתח יחסי לוהו ומלווה נמשכים בין החייב לבין הבנק שישימש כנושהו העיקרי. במערכת יחסים נמשכת כאמור, המממן יהפוך לשותף וליועץ לחברה בקבלת החלטותיה העסקיות.⁹³ אכן, אין לכחד כי למערכת הבנקאית יש מיומנות מקצועית

- לווה תידון לפני הרכב של שלושה דיינים הדיוטות ולא תצריך איתור שלושה דיינים מומחים (ראו בבלי, סנהדרין, ג, ע"א), וכי דיון כאמור לא ידרוש בירור ראיתי קפדני מצד הדיינים (שם).
- 90 אוריאל פרוקצ'יה דיני פשיטת רגל והחקיקה האזרחית החדשה בישראל 154 (התשמ"ד); Lynn M. LoPucki, *The Unsecured Creditor's Bargain*, 80 VA. L. REV. 1887, 1935, fn. 181 (1994). ראו גם עניין הסתדרות הרבנים דאמריקה, לעיל ה"ש 56; עניין המשביר הישן בע"מ (בפירוק), לעיל ה"ש 14, פסקה י"ד; רע"א 1690/00 מ.ש. קידוחי הצפון בע"מ נ' מפרקת זמנית ומנהלת מיוחדת לחברת א. אבגל טכנולוגיה בע"מ (בפירוק זמני), פ"ד נז(4) 385, 403 (התשס"ג-2003). ואולם, ספק אם יש בטענה זו, כשלעצמה, כדי להצדיק את עדיפות השעבוד, שכן אין ביכולתנו להעריך אל-נכון כיצד היו נוהגים אותם נושים בעולם נטול שעבודים וכיצד הם היו מתמחרים סיכונים בשיטת משפט אשר אינה מכירה בעדיפות פירעון של האחד על פני חברו. ראו Alan Schwartz, *The Continuing Puzzle of Secured Debt*, 37 VAND. L. REV. 1051, 1052 (1984). השו"ג גם A REPORT ON THE SUPPLY OF BANKING SERVICES BY CLEARING BANKS TO SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES WITHIN THE UK ¶ 1.16 (Presented to Parliament by the Secretary of State for Trade and Industry and the Chancellor of the Exchequer by Command of Her Majesty, March 2002).
- 91 Robert E. Scott, *The Truth about Secured Financing*, 82 CORNELL L. REV. 1436, 1461 (1997). ראו עוד להלן, פסקאות 15.41–15.42.
- 92 Mokal, לעיל ה"ש 31, בעמ' 194–202; Cheol Park, *Monitoring and Structure of Debt Contracts*, 55 J. FIN. 2157 (2000). עוד על ריכוזיות בנקאית ומעלותיה היחסיות ראו לעיל פרק חמישי.
- 93 Robert E. Scott, *A Relational Theory of Secured Financing*, 86 COLUM. L. REV. 901 (1986). ראו גם Scott, לעיל ה"ש 91 (מדגיש את השליטה וההשפעה שמעניק שעבוד רחב היקף לנושה, ואת האיום היעיל שיש בשליטה כזו על הנהלת החברה לפעול כראוי). שימו לב, עם זה, כי ההצדקה, לטעמו של Scott,

גבוהה בתחום האשראי, תמחורו וניהולו. מיומנות זו עשויה לסייע אפוא אף ללקוחותיה של המערכת הבנקאית, לאמור: החברות נוטלות האשראי. שלישית, ריכוז ההלוואה אף יוזיל את העלויות המינהליות של הליך חדלות הפירעון לכשזה כבר יתחיל.⁹⁴

(ד) חלוקתה של משימת הפיקוח והצבת מפקחים נפרדים לנכסים שונים

15.34 מתן עדיפות לנושים מסוימים עשוי לסייע בפיקוח על התנהגות החייב באמצעות חלוקה עניינית של משימת הפיקוח בין נושים שונים הנהנים מעדיפות.⁹⁵ ניתן להפקיד נושים שונים אשר יפקחו עיניים על נכסים שונים של החייב, נכס לנושה, נכס לנושה. כל נושה יקבל אפוא עדיפות בנוגע לנכס שבפיקוחו. לפי השקפה זו, כל נכס הופך למעשה למעין "מדד פירעון" נפרד לנושה. כפי ערכו של הנכס, כך ההסתברות לפירעון החוב לאותו נושה. אם יאמיר הנכס בערכו, הסתברות הפירעון המלא תגדל, ואם יפחת – אף ההסתברות תפחת עימו. חלוקה זו של נטל הפיקוח תניב יתרונות לכלליים אחדים. היא תמקד את משימת הפיקוח של כל נושה. במקום לעקוב באופן כולל אחר התנהלותו של החייב על כל צעד ושעל, יתמקד הנושה במעקב אחר גורלו של נכס מסוים. פיקוח כזה עשוי להתגלות כמועיל יותר, בהיותו פשוט יחסית ליישום ולהגשמה. לנושה קל יותר להשליט את מרותו על החלטות החייב בנוגע לנכס מסוים. הנושה ימנע מן החייב, הלכה למעשה, לבצע עסקאות בנכס שבפיקוח בלא הסכמתו. הקצאה מסודרת של הפיקוח בין הנושים גם תחסוך עלויות מיותרות בשל כפילות. כל אחד יתמקד בנכס שבפיקוחו ויהיה פטור מהקצאת משאבים למעקב אחר גורל יתר נכסיו של החייב ואחר אופן ניהולם.⁹⁶

יתרונות הפיקוח לפי השקפה זו ניתנים אפוא להגשמה באמצעות שיטת משפט המכירה בעדיפותו של נושה בנוגע לנכס מסוים. עדיפות כאמור עשויה להתבטא בשעבוד נכס מסוים או בעדיפות המוקנית לספק בנוגע לסחורה שמכר לחייב ואשר טרם שולם לו בעדה.⁹⁷ עם זה, לפי השקפה זו, יהיה קשה להצדיק מתן עדיפות לשעבוד החל על כל נכס החייב כמקשה אחת, כגון השעבוד הצף. משימת הפיקוח הנדרשת מנושה הנהנה משעבוד כאמור היא רחבה מדי. רעיון העדיפות לפי השקפה זו יוצא נגד משימת פיקוח כזו.

לעדיפות השעבוד השוטף על פני חובות אחרים נובעת בעיקר מן החשש מפני תופעת הטרימפיסט. ראו שם (1986), בעמ' 913. על השעבוד כמענה לתופעת הטרימפיסט, ראו להלן פסקה 15.36.
 94 Douglas G. Baird, *The Importance of Priority*, 82 CORNELL L. REV. 1420 (1997).
 95 Frank H. Buckley, *The Bankruptcy Priority Puzzle*, 72 VA. L. REV. 1393, 1455 et seq. (1986).
 96 השקפה זו נראית דומה לגישתו של Picker שהובאה לעיל, שלפיה קביעת עדיפות לנושים מעקרת מראש את בעיית המאגר המשותף. ראו לעיל פסקה 3.25. ואולם, גישתו התמקדה בצמצום עלויות הפיקוח של כל נושה על התנהלות שאר הנושים במרוצת המירוץ-בכוח ביניהם (כלומר, creditor misbehavior). לעומת זאת, הגישה המובאת בכתב העיקרי כאן מתמקדת בצמצום עלויות הפיקוח של הנושים, כמכלול, על התנהלות החייב והסיכונים הנובעים מהתנהגותו (כלומר, debtor misbehavior).
 97 על מעמד ספקים כאמור בתור פירעון ראו להלן פרק שבעה-עשר.

(ה) ריסון עצמי של החייב מפני מימון יתר

15.35 טענה נוספת להצדקתו של מתן עדיפות בפירעון חובות, כמנגנון המייעל את הפיקוח על התנהגות החייב, היא שהעדיפות תבלום מעצמה את החייב מפני העמסת התחייבויות יתר על שכמו. הטענה היא כי כל מתן עדיפות בנוגע לנכס של החייב מוריד את ערכו היחסי של אותו נכס לממנים- בכוח נוספים ומרחיק אותם ממנו. לפיכך, יסרב מממן חדש לממן את החייב כל עוד החייב לא יעמיד לרשותו נכס נקי מעדיפותם של נושים אחרים. לחלופין, ידרוש המממן החדש מחיר גבוה ביותר בעבור האשראי שיציע, דבר שירתיע את החייב מלקבל מימון חדש להשקעות מסוכנות. כך ייווצר מאליהו תהליך של צמצום יכולתו של החייב לגייס אשראי נוסף למימון פעילותיו.⁹⁸ העדיפות תיצור בלם של השוק אשר יפחית מכוחו של החייב להיכנס להרפתקאות מימון מסוכנות יתר על המידה.⁹⁹ היא תמנע ממנו להשקיע השקעות יתר.¹⁰⁰ בכך יפחתו סיכוני חדלות הפירעון של החייב, לתועלת כל נושיו.¹⁰¹

(ו) תגמול הנושה-המפקח בעד שירותיו

15.36 מתן עדיפות לנושה מסוים עשוי להתמודד בהצלחה עם בעיית הטרמפיסט הקיימת בפירעון שוויוני. כזכור, עיקר החשש בפירעון שוויוני הוא שכל נושה ימנע מלפקח על החייב ויותר מלאכה זו לרעה. מכיוון שמפירות הפיקוח (כלומר, ריסון החייב והקטנת הסתברות חדלות פירעונו) ייהנו כל הנושים כולם, יבקש כל נושה לבחור בהתנהגות סבילה, לחסוך לעצמו עלויות פיקוח וליהנות מפירות הפיקוח של זולתו. התוצאה תהיה ששום נושה לא יפקח בפועל על החייב. ברם, מתן עדיפות לנושה עשוי לפתור בעיה זו. העדיפות תינתן לנושה בעל מנגנון פיקוח יעיל על התנהגותם של חייבים כגון בנק. מתן העדיפות לפירעון חובו הוא התמריץ לנושה זה לפקח לבדו פיקוח המיטיב עם כל הנושים. כלומר, עדיפות הפירעון לנושה היא למעשה התשלום הכלכלי שיתר הנושים משלמים לו בתמורה

98 ארית חביב-סגל "דיני השעבודים במימון הפירמה" עיוני משפט טו 83 (התש"ז). השו"ג James J. White, *Efficiency Justifications for Personal Property Security*, 37 VAND. L. REV. 473 (1984).

99 Ronald Mann מצא כי ריסון כאמור הוא המניע העיקרי לנטילת שעבודים על ידי בנקים המלווים לעסקים קטנים. Ronald J. Mann, *The Role of Secured Credit in Small-Business Lending*, 86 GEO. L.J. 1 (1997).

100 Alan Schwartz, *A Theory of Loan Priorities*, 18 J. LEG. STUD. 209 (1989).

101 טענה זו מניחה כי ההלוואות הראשונות שילווה חייב תהיינה על בסיס שעבודים המבטיחים את הפירעון לנושה. הלוואות לא-מובטחות יינתנו לחייב, אם בכלל, רק לכשימצא את נכסיו כבטוחות הלוואות קודמות. מציאות זו נכונה, באופן מעשי, בנוגע לחברות קטנות-בינוניות ובנוגע לכלכלי המתאפיין בריכוזיות בנקאית. ראו James R. Booth, *Contract Costs, Bank Loans, and the Cross-Monitoring Hypothesis*, 25 J. FIN. ECON. 40, fn. 10 (1992). עם זה, במשק שבו הבנקאות מבזרות ומקורות המימון מגוונים יותר, ייהנו חברות גדולות מנגישות למקורות מימון חוץ-בנקאיים, ובהם הנפקתן של אגרות חוב. חברות אלה ייטו ללוות תחילה דווקא על בסיס לא-מובטח, כדי שידי מנהליהן לא ייכבלו באמצעות שעבודים. ראו Ronald J. Mann, *Explaining the Pattern of Secured Credit*, 110 HARV. L. REV. 625, fn. 15 (1997). בנוגע לחברות כאמור, טען Steven Schwarcz כי מתן שעבוד מצדן לאחד הנושים עשוי לאותת לשוק מבעוד מועד כי מצבן הכלכלי הורע. ראו Steven Schwarcz, *The Easy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, 47 DUKE L.J. 425, 446 (1997). ואולם, לפקפוק ביעילות האיתות, עקב יכולתם של חייבים שונים לחקות זה את התנהגותו של זה, ראו Schwartz, לעיל ה"ש 100.

להנאתם משירותי הפיקוח שנושה זה מעמיד לרשותם.¹⁰² לפיכך, פירעון לפי עיקרון של עדיפות מוחלטת יקדם את הפיקוח בפועל על התנהגותו של החייב. אם פיקוח זה מפחית את ההסתברות למצב של חדלות הפירעון של החייב, הרי שהעדיפות בפירעון תורמת להוזלת עלויות האשראי של החייבים במשק.

(ז) יציבות המערכת הבנקאית

15.37 עדיפות מוחלטת מפחיתה את סיכוני אי הפירעון לנושה העדיף על פי דין מיתר הנושים. הפחתת סיכון כאמור צפויה לשפר את תוצאותיו הכספיות של הנושה ולייצב את איתנותו ההונית. דברים אלה מקבלים משנה תוקף באשר לבנקים. בשל מרכזיות המערכת הבנקאית בהספקת האשראי במשק, ברי כי הבנקים נושים בחייבים רבים. הפחתת סיכון אי הפירעון של הבנקים כנושים במכפלת מספר החייבים לבנקים משמעה הפחתת סיכון מערכת וייצוב האיתנות הפיננסית של המערכת הבנקאית כולה. חיזוק האיתנות הפיננסית של הבנקים הוא יסוד עיקרי בכלכלה הפיננסית של ימינו.¹⁰³ לפיכך, מתן עדיפות לבנקים כנושים על פני נושים אחרים של החייב עשוי להניב תועלת כלכלית מערכתית, ולא דווקא ברמה הפרטנית שביחסי הבנק כנושה עם חייב מסוים.¹⁰⁴ חיזוק האיתנות הבנקאית הוא עניין כלכלי כלל-משקי אשר ממנו ייבנו לבסוף אף החייבים, בהיות האשראי זמין בעבורם. יצוין כי הצדקה זו למתן עדיפות קוראת לנושה המסוים בשמו: הבנקים. זו אינה הצדקה למתן עדיפות לכל נושה באשר הוא. הצדקה כלכלית-עניינית כאמור מעוררת שאלה בדבר התלות של העדיפות הבנקאית בשכלול משפטי רשמי של שעבוד.¹⁰⁵

102 זהו הסברו של Levmore. ראו Saul Levmore, *Monitoring and Freeriders in Commercial and Corporate Settings*, 92 YALE L.J. 49 (1982).

103 חיזוק איתנותם הפיננסית של הבנקים בשנים האחרונות נובע, בין היתר, מדרישת הפיקוח על הבנקים להלימות הון. בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, הוראת ניהול בנקאי תקין 201 **מדידה והלימות הון - מבוא, תחולה וחישוב דרישות** (מיום כ"א סיון התשע"ג, 30.5.2013); בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, הוראת ניהול בנקאי תקין 211 **הערכת נאותות הלימות הון** (מיום כ"א סיון התשע"ג, 30.5.2013); בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, הוראת ניהול בנקאי תקין 202, **מדידה והלימות הון – ההון הפיקוחי** (מיום כ"א סיון התשע"ג, 30.5.2013). הדרישה להלימות הון בישראל נובעת מוועידת באזל השלישית בעניין היציבות של המערכת הבנקאית הבינלאומית. ראו Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems 12–20, 50–54 (December 2010), available at: www.bis.org. כמו כן, הבנקים רואים חשיבות עליונה בגיבוי האשראי הבנקאי בבטוחות. ראו בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, הוראת ניהול בנקאי תקין 203 **הגישה הסטנדרטית – ניהול אשראי** (תוקנה ביום ב' חשון התשע"ח, 22.10.2017).

104 אכן, ניסיון החיים מלמד כי הגורם העסקי הפעיל והמעוניין מכול בזכויות השעבוד ובעדיפות המוקנית באמצעותם הוא איגוד הבנקים. כל יוזמת חקיקה או יוזמה משפטית אשר מתייחסת למעמדם של נושים בעלי שעבוד זוכה, ראשית לכול, לעמדה מנומקת בעד היוזמה או נגדה, לפי העניין, מאיגוד הבנקים. ראו, למשל, מכתב מעו"ד טל נד"ב, היועץ המשפטי של איגוד הבנקים, לח"כ ניסן סלומינסקי, יו"ר ועדת חוקה, חוק ומשפט (ז' סיון התשע"ו, 13.6.2016), שבו טען איגוד הבנקים כי הצעת חוק חדלות פירעון מקילה יתר על המידה עם החייבים.

105 לביקורת כאמור ראו להלן פסקאות 16.12–16.21.

2. חסרונות העדיפות המוחלטת

15.38 ראינו כי מתן עדיפות לנושים מסוימים על פני אחרים עשוי לשפר את ניהול החברה עובר לחדלות הפירעון. מתן עדיפות לנושה הוא דרך משוכללת לריסון ההנהלה ומניעתה מקבלת החלטות עסקיות מסוכנות, בלתי מבוקרות ואפילו נצלניות. עם זה, ההבטחה הגדולה של עקרון העדיפות בכלל, ועדיפות שעבודים בפרט, אינה נקייה מספקות. עדיפות זו מעוררת קשיים עיוניים לא-מבוטלים, למעט ההצדקה המערכתית למתן עדיפות למערכת הבנקאית. בעקבות אחדים מקשיים אלה יש מקום לפקפק בהצדקות האחרות ליעילותו של עקרון העדיפות המוחלטת. בעקבות קשיים נוספים יש לתהות בדבר מידת הצדק שבעקרון העדיפות המוחלטת.

15.39 הטענה, כי מתן עדיפות מוחלטת לנושים מסוימים על פני אחרים מגשים יעילות, נתקלת בקשיים העיוניים האלה:

- (א) העדיפות עלולה לכבול את ידי ההנהלה יתר על המידה.
- (ב) העדיפות עלולה "להרדים" את המפקח היעיל.
- (ג) העדיפות עלולה להחציץ סיכונים אל עבר נושים אחרים.
- (ד) העדיפות תביא לידי דחייה מוגזמת של פתיחת הליך חדלות פירעון.

(א) כבילת ידי ההנהלה יתר על המידה

15.40 אחת התוצאות של מימון המובטח בשעבוד היא צמצום מספר המממנים העומדים בפועל לרשותה של חברה. בשל עדיפות השעבוד (ונחיתותו היחסית של כל נושה אחר), נמנעים מממנים-בכוח רבים מלהעמיד לחברה אשראי לאחר שהיא כבר לוותה ממממן אחר ושעבודה לו, כנגד ההלוואה, את עיקר נכסיה. אכן, הערתי לעיל שמלומדים לא-מעטים רואים בריכוז המימון של החברה בידי נושה אחד (או בידי קבוצה מצומצמת של נושים) יתרון כלכלי.¹⁰⁶ עם זה, לצמצום זה יש גם מחיר. הלכה למעשה, יינה המממן העיקרי, אם לא הבלעדי, של החברה ממנופולין מימוני על פעילות החברה. לפיכך, יוכל המממן לשלוט בחברה כראות עיניו. ברצותו יתיר לה את הרצועה וישחררה להשקיע השקעות חדשות, וברצותו יהדק לה את החגורה מחדש ויכבול את ידיה. כפי שכבר הובהר בשער הראשון, נושה אינו בהכרח משיא הערך המיטבי של מיזם עסקי. לפיכך, נושה הנהנה מבלעדיות עלול לגלות שמרנות יתר ולמנוע בעד החברה, שלא לצורך, להשקיע השקעות חדשות בעלות סיכוי לרווח. נושה מובטח בשעבוד עלול אפוא לאלץ את הנהלת החברה להסתפק בקבלת החלטות בעלות סיכויי רווח תת-מיטביות. פעילות החברה עלולה אפוא ללקות בהשקעות חסר (underinvestment, בלע"ז).¹⁰⁷

¹⁰⁶ לעיל פסקה 15.33.

¹⁰⁷ להתמודדות מסוימת עם חיסרון זה ראו הלקן פסקאות 16.39–16.53.

(ב) "הרדמת" המפקח היעיל

15.41 למרבית הדעות, מתן עדיפות לנושה מסוים יסייע לבקר את פעילות החייב וימתן את הסיכונים לנושים הכרוכים בפעילותו. דא עקא, דווקא העדיפות המוחלטת הופכת את הנושה לשומר בלתי יעיל.¹⁰⁸ העדיפות המוחלטת מעקרת במידה שאינה מבוטלת את תמריצי ההשגחה והבקרה של נושה כאמור. משקיבל הנושה שעבוד על נכסי החייב, או אמצעי עדיפות אחר, הוא יודע כי אפילו ייקלעו עסקי החייב לקשיים, ולא ייוותר די לפירעון מלוא החובות, הוא ייפרע בכל זאת בזכות היותו נושה מועדף. על כן, משבא הנושה על סיפוקו מעיקרא, הוא יכול להרשות לעצמו להפחית את עלויות הפיקוח והבקרה על עסקי החייב. השובע ירדימנו.¹⁰⁹ ואמנם, המציאות מלמדת כי מלווים רבים נוטלים שעבודים כתחליף לאיסוף מידע מתמשך על אודות החברה הלווה.¹¹⁰ הם נמנעים מלאסוף מידע קפדני על אודות פעילות החברה. נמצאנו למדים אפוא כי העדיפות המוחלטת מעקרת את הבקרה היעילה של ניהול החייב ואינה משפרת אותה כנטען על ידי מצדדי העדיפות המוחלטת.

(ג) החצנת סיכוני חדלות הפירעון אל עבר נושים אחרים

15.42 הפחתת תמריצי הפיקוח והבקרה שהוזכרה בפסקה לעיל עלולה לגרום למלווים המובטחים להלוות אפילו בנסיבות שבהן מתן האשראי אינו מוצדק מבחינה כלכלית. המלווה עלול להתרצות ולהלוות גם בנסיבות שבהן החייב עתיד להשתמש בכספי האשראי באופן מסוכן יתר על המידה. בשל השעבוד המבטיח את פירעונו הבלעדי והמועדף, יגלה הנושה המובטח אדישות יחסית כלפי שימוש של החייב באשראי. לכאורה, חוסר יעילות זה יקוזז בהעלאה מקבילה של עלות האשראי מצד יתר נושי החייב. ברם, במציאות, פני הדברים שונים. אפילו כאשר שעבוד ניתן לאחד מנושי החייב, ובכך נדחה סדר הפירעון של תביעות שאר הנושים, נושים רבים אינם מייקרים בהתאמה את מחיר האשראי. טעמים שונים לכך. ראשית, יש נושים אשר החבות כלפיהם אינה תוצר של התקשרות חוזית עם החייב כי אם תולדה של מציאות שנכפתה עליהם. נושים בעל כורחם כאמור הם נושים נזיקיים. נושים אלה אינם מתמחרים את סיכוני חדלות הפירעון של החייב כלל ועיקר.¹¹¹ החיוב כלפיהם הוא כולו יציר הדין. שנית, רשויות השלטון אינן מתמחרות את ייקור סיכוני חדלות הפירעון של חייב עקב מתן עדיפות לנושה אחר. תשלומי החובה לרשויות אלה הם תביעה כספית קבועה, המוגדרת בדין, ואשר אינה מחשבת כלל ועיקר את סיכוני חדלות הפירעון של החייב-הנישום. מצבו הכספי של זה אינו חלק ממקדמי חישוב חבותו כלפי רשויות השלטון. שלישית, הלכה למעשה, גם נושים רצוניים אחדים אינם נושים המתמחרים סיכונים בכלל, וסיכוני דחיית פירעונם מפני נושה בעל אמצעי עדיפות – בפרט.

108 Schwartz, לעיל ה"ש 90.

109 ראו, למשל, Buckley, לעיל ה"ש 95, בעמ' 1440; Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, 105 YALE L.J. 857, 902-903 (1996); John Hudson, *The Case Against Secured Lending*, 15 INT'L REV. L. & ECON. 47 (1995).110 David de Meza, *Overlending?* 112 ECON. J. F17, F22 (2002).

111 ע"א 407/89 צוק אור בע"מ נ' קאר סקוריטי בע"מ, פ"ד מח(5) 661, 699-700 (התשנ"ה-1994); ע"א 4263/04 משמר העמק נ' מפרק אפרוחי הצפון בע"מ, פ"ד סג(1) 548 (התשס"ט-2009), פסקה 44 לפסק הדין של השופטת פרוקצ'יה.

Bebchuk ו-Fried כינו נושים כאמור בשם nonadjusting creditors.¹¹² עם נושים אלה נמנים ספקים ונותני שירותים בהיקפי מסחר קטנים יחסית. היקפי מסחר אלה אינם מצדיקים כשלעצמם השקעה באיסוף מידע על אודות נושים אחרים ועדיפויותיהם.¹¹³ נכללים בהגדרה זו גם נושים אשר אמנם רוכשים מידע על עדיפותם של נושים אחרים, אולם קדמו בהתקשרותם עם החייב לנושה מקבל העדיפות. מכיוון שבעת ההתקשרויות של נושים כאמור החייב טרם התקשר עם הנושה-העדיף, אין ביכולת הנושים האמורים לחשב אל-נכון את סיכוייה של דחיית פירעון חובותיהם. בשלב זה אין הם יודעים אם יתקשר החייב עם נושה בעל עדיפות, איזה סכום יחוב החייב כלפיו ומה יהיה מצבו הכלכלי באותה שעה. לפיכך, כל חישוב של סיכונים מבחינתם הוא בלתי מושכל בעליל. בשל הימצאם של נושים שאינם מייקרים את מחיר האשראי כאמור, עלול חייב להרוויח מנטילת אשראי מובטח. באמצעות מתן העדיפות לנושה מסוים מוזיל החייב לעצמו את עלות האשראי הכוללת (שכן, כאמור, יתר הנושים אינם מייקרים במקביל את מחיר האשראי), מרדים את הנושה-השומר (המובטח), ומעתה הוא יכול לנהל את עסקיו באופן מסוכן. השקעות יתר כאמור יחצינו את הסיכונים הנובעים מפעילותו אל עבר הנושים שאינם מתמחרי סיכונים.¹¹⁴ נמצא, אם כן, כי נטילת האשראי המובטח מחצינה את סיכוני חדלות הפירעון ומגלגלת אותם מן החייב ונושהו המובטח אל עבר יתר הנושים. החצנה כאמור חותרת תחת היעילות הנטענת של מתן עדיפות מוחלטת.¹¹⁵

(ד) דחייה יתרה של פתיחת הליך חדלות פירעון

15.43 מתן עדיפות מוחלטת לנושה משנה את התייחסותו להליכים של חדלות פירעון. נושים רגילים, אשר אינם נהנים מעדיפות פירעון, ייטו בשלב מסוים, שבו החייב סובל מקשיי תשלום, להכניסו להליך קיבוצי. בהליך כאמור יפחתו עלויות התיאום ביניהם וימותן חששם מפני מירוץ גבייה הרסני, בלתי יעיל ובלתי צודק.¹¹⁶ ברם, לעומתם, לנושה הנהנה מעדיפות פירעון לא תצמח תועלת של ממש

112 Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *The Uneasy Case for the ; Priority of Secured Claims in Bankruptcy: Further Thoughts and a Reply to Critics*, 82 CORNELL L. REV. 1279 (1997). ראו גם עניין אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 111, בפסקה 45 לפסק הדין של השופטת פרוקצ'יה.

113 אפילו היו רוצים לרכוש מידע כאמור, ספקים אלה אף אינם מצוידים בכלים המתאימים כדי לאסוף מידע כאמור ולבוחנו באופן מקצועי. ראו FINCH, לעיל ה"ש 37, בעמ' 86-89.

114 Daniel E. Ingberman, *Triggers and Priority: An Integrated Model of the Effects of Bankruptcy Law on Overinvestment and Underinvestment*, 72 WASH. U. L. Q. 1341 (1994) יתר הקיימים בפעילותה של חברה הממומנת באשראי מובטח, וטוען כי סיכונים אלה יבואו על חשבון נושים נזיקיים, שכן בנסיבות לא כדאי לחברה להשקיע די הצורך באמצעי זהירות והגנה מפני תוצאות נזיקיות).

115 Yair J. Listokin, *Is Secured Debt Used to Redistribute Value from Tort Claimants in Bankruptcy? An Empirical Analysis*, 57 DUKE L.J. 1037 (2008); James J. White, *Corporate Judgment Proofing: A Response to Lynn LoPucki's The Death of Liability*, 107 YALE L.J. 1363, 1398-1399 (1998) טוענים שאין כל תמיכה אמפירית לטענה כי חברות הצופות פני אחריות נזיקית גבוהה ייטלו ביודעין אשראי מובטח, לשם החצנת העלויות אל עבר הנושים הנזיקיים).

116 על שיקולי נושה לפתוח בהליך של חדלות פירעון בעניינו של חייב ראו לעיל פרק שביעי.

מהכנסת החייב להליך קיבוצי. משנהנה הנושה מבכורה בפירעון, הליך קיבוצי למה לו? ¹¹⁷ לפיכך, לא פעם נושה בעל עדיפות ישקוט על שמריו ויאפשר לחייב להוסיף לפעול אף על רקע קשייו הכספיים של האחרון. המשך פעילותו של החייב עלול להתגלות כהמשך בלתי יעיל ואף הרסני של עסקו. לא פעם עדיף לעצור את המפולת הכספית בעודה באיבה. עצירה כאמור של המפולת ניתנת להשגה באמצעות הכנסת החייב להליך קיבוצי. המועמד בעל היכולת לאתר את קשייו של החייב ואת הצורך בבלימת התדרדרותו, באמצעות הליך משפטי מתאים, הוא הנושה המובטח. סוף סוף, זהו הנושה בעל הנגישות היתרה למידע על אודות עסקי החייב והוא בעל ההשפעה הרבה ביותר על התנהלותו של הלה. דא עקא, לאור עדיפות הפירעון שממנה הוא נהנה, עלול הנושה האמור לישיב ולא לעשות. התוצאה היא כי עדיפות מוחלטת מחלישה את התמריץ להכניס בזמן את החייב להליך מבוקר של חדלות פירעון. ¹¹⁸ העדיפות המוחלטת מעודדת דחייה של הליך כאמור ומאפשרת לחייב להוסיף לנהל את עסקיו אף בשעה שכלתה אליהם הרעה. ¹¹⁹ המשך ניהול עסקים כאמור עלול לצבור הפסדים נוספים. מכך יסבלו יתר הנושים אשר שיעור הפירעון שייוותר בעבורם יצטמק עוד יותר.

(ה) חסרונות יישומיים

15.44 המגרעות שנמנו לעיל הן מגרעות שעקרון העדיפות המוחלטת לוקה בהן מעצם פועלו. לצד מגרעות עקרוניות אלה, לוקה העיקרון האמור גם ביישומו הלכה למעשה. הנהנים העיקריים במציאות מאמצעי עדיפות, כגון שעבודים וקיזוז, הם הבנקים. נושים אחרים מתקשים יותר להשיג אמצעי עדיפות המוכרים בדין. זאת ועוד, במשק הישראלי נהנו, כזכור, הבנקים עד לעת האחרונה מריכוזיות מסורתית בשוק ההון. מציאות זו מביאה לידי הקשיים האלה:

(א) הנהנים מן העדיפות הם דווקא הנושים מגווני הסיכונים.

(ב) פיקוח בנקאי ריכוזי מייתר לכאורה את הצורך במתן עדיפות.

הקושי הראשון קשור לריכוז אמצעי העדיפות אצל הנושים הבנקאיים בכל שוק, בין של בנקאות ריכוזית ובין של בנקאות מבוזרת. הקושי השני קשור באופן ממוקד למשק המתאפיין בבנקאות ריכוזית.

117 עם זה, ראוי לסייג את הנחרצות שבאמירה זו. לעתים, יש לנושה בעל העדיפות עניין משותף עם החייב להכניסו במהרה להליך קיבוצי של הבראה, בטרם ייזום נושה אחר של החייב הליך פירוק של החייב.

118 James W. Bower, *Whither What Hits the Fan? Murphy's Law, Bankruptcy Theory, and the Elementary Economics of Loss Distribution*, 26 GA. L. REV. 27 (1991); Michelle J. White, *Public Policy Toward Bankruptcy: Me-First and Other Priority Rules*, 11 BELL J. ECON. 550, 552-561 (1980).

119 אכן, חשש זה אומת במחקר אמפירי. ראו William J. Donohue, *To File or Not To File? Systemic Incentives, Corporate Control, and the Bankruptcy Decision*, 30 J. MAN. 239 (2004) לממצאים פרי מחקר דומה בפנילנד ראו Clas Bergstrom, Theodore Eisenberg & Stefan Sundgren, *Secured Debt and the Likelihood of Reorganization*, 21 INT'L REV. L. & ECON. 359 (2002).

(1) הנהגים מן העדיפות הם דווקא הנושים מגווני הסיכונים

15.45 לצד פגמים ביעילותו, מתן עדיפות מוחלטת לנושים לוקה גם בחוסר צדק. שיקולי הצדק המהותי נדונו לעיל בהיותם ממעלותיו של עקרון השוויון.¹²⁰ ברם, על שיקולים אלה ראוי להוסיף עתה נדבך נוסף. כאמור, העדיפות המוחלטת משרתת בעיקר את המגזר הבנקאי. מנקודת הראות של צדק, מציאות זו מוקשה היא. מכל הנושים של עסקים, הבנק הוא הנושה שמפזר את סיכוני חדלות הפירעון של לקוחותיו. לבנק יש לקוחות רבים ומגוונים. ההסתברות של אי פירעון חובות מצד לקוחותיו מתפזרת על פני מספר רב של לקוחות. אחדים מהם ייקלעו לקשיים, אולם לקוחות רבים מהם יישארו בני פירעון וחובותיהם ייפרעו לבנק. לפיכך, בדומה לעסקיה של חברת ביטוח, הבנק הוא נושא סיכונים יעיל.¹²¹ חברת ביטוח נושאת בסיכונים נזיקיים שונים ומפזרת אותם בין לקוחותיה הרבים. בנק נושא באופן ממוקד יותר בסיכון חדלות הפירעון של לקוחותיו ומפזרו ביניהם. ברם, בשונה מחברת ביטוח, אמצעי העדיפות חוסכים מן הבנק את הנשיאה בסיכון חדלות הפירעון של לקוחו ומגלגלים אותו אל עבר יתר נושיו של הלקוח. דא עקא, רבים מנושים אלה אינם מפזרי סיכונים של ממש. עולה אפוא כי דווקא הנושה אשר יש ביכולתו לשאת בסיכון חדלות הפירעון טוב מכולם – נמנע מכך. לעומת זאת, נושים אחרים, אשר סיכון כאמור עלול לעתים לפגוע בהם אנושות, נאלצים לשאת בסיכון האמור במקומו.¹²² תוצאה כאמור אינה מניחה את הדעת,¹²³ זולת אם יוסכם כי העדיפות המועננת למערכת הבנקאית נובעת משיקולים שביציבות מערכתית.¹²⁴

120 לעיל פסקה 15.15.

121 אכן, הספרות הפיננסית מתחבטת בשאלה אם גיוון סיכונים מועיל לבנקים או פוגע בהם, בהשוואה למוסדות פיננסיים המתמקדים במתן אשראי למגזר מסוים שבו הם מתמחים ומתמקצעים. מחקר שנערך לפני שנים ספורות טוען כי התועלת לבנק נגזרת משקלול של גיוון הסיכונים, מחד גיסא, ושל תמריציו לפקח על חייביו – מאידך גיסא. Andrew Winton, *Don't Put All Your Eggs in One Basket? Diversification and Specialization in Lending*, available at: <http://ssrn.com/abstract=173615> (September 27, 1999).

122 לכאורה, יש לתמוה מדוע לא יגיעו הנושים השונים – כלומר, הבנק מזה והנושים האחרים מזה – להסדר חוזי ביניהם בדבר דחיית תביעת החוב של הבנק מפני תביעות יתר הנושים, בתמורה לתשלום שיקבל הבנק בעבור הסכמתו זו. תשלום כאמור יהווה, למעשה, פרמיית ביטוח שאותה ישלמו יתר הנושים לבנק, כנושא הסיכונים היעיל. התשלום אינו חייב להיות באמצעות עמלה נפרדת וגלויה לעין. התשלום יוכל אף להתבטא בייקור הריבית על האשראי הבנקאי. תביעת חוב נדחית מרצון קיימת בשוקי ההון בעולם, אולם היא קיימת בעיקרה באשראי מבוזר, בנוסח אגרות חוב. ראו, למשל, George E. Pinches & Kent A. Mingo, *The Role of Subordination and Industrial Bond Ratings*, 30 J. FIN. 201 (1975). במגזר הבנקאי, דחייה הסכמית אינה שכיחה. לגישתו של Coase, אם עסקה שעניינה תביעת חוב נדחית כאמור בין הבנק לבין יתר הנושים היא העסקה היעילה, היא תיכרת ביניהם מרצון, אלא אם כן עלויות גבוהות ימנעו את כריתתה. ראו Ronald H. Coase, *The Problem of Social Cost*, 3 J. L. & ECON. 1 (1960). דא עקא, כפי שהובהר לעיל בפסקה 15.42, יש לנושים הבלתי מסתגלים עלויות עסקה גבוהות המונעות מהם, הלכה למעשה, להתקשר בהסכם חוזי כאמור עם הבנק.

123 שימו לב, לא פעם קיים קשר חלופי בין מונע הסיכונים היעיל לבין נושא הסיכונים היעיל. כך, למשל, בקשר שבין הנהלת חברה לבין בעלי מניותיה הבזורים, הנהלת החברה היא מונעת יעילה של סיכוני ניהול, ואילו בעלי המניות הם נושאי הסיכונים היעילים. הבחנה זו בין מונע הסיכונים היעיל לבין נושא הסיכונים היעיל מביאה להתחבטות בשאלה: על מי משתי דמויות אלה ראוי להטיל את ההפסד הנובע מהתממשות הסיכונים האמורים? אכן, כאמור לעיל, אחת ההצדקות העיקריות למתן עדיפות מוחלטת לנושים, כגון

(2) ריכוזיות בנקאית מייתרת את חשיבות העדיפות

15.46 הצידוקים השונים למתן עדיפות מוחלטת מתמקדים ביעילות הפיקוח והבקרה על התנהלות החייב. העדיפות המוחלטת מובנת כמנגנון המעודד קיום בקרה כאמור, וחסכון בעלויותיה. ואולם, בחינה מפורטת של המציאות העסקית מלמדת אותנו כי הבקרה העיקרית על ניהול עסקי החייב היא בקרה בנקאית. הבנק הוא הנושה המתאים לקיים בקרה כאמור והוא המפעילה, הלכה למעשה. החשש שאותו נועדה העדיפות המוחלטת למתן, היה שהבנק היעיל יימנע מלפעול בשל בעיית הטרמפיסט. ואולם, במשק המתאפיין בבנקאות ריכוזית, שבו הבנקים הם הנושים העיקריים של החברות, בעיית הטרמפיסט היא מלכתחילה בעיה קטנה יחסית. בשל המימון הריכוזי של הבנקים ושיעור החובות הגבוה לבנקים בהשוואה לנושים אחרים של החברות, ממילא יש לבנק עניין כלכלי לפקח על התנהלות החייב ולבקר את עסקיו באופן הדוק יחסית. אפילו לא תינתן לבנק עדיפות על פני נושים אחרים, עדיין שיעור החוב הגדול לבנק מהווה תמריץ חזק דיו לפקח על התנהלות החייב, גם אם כמה נושים קטנים ירכבו על גבו של הבנק וייהנו מפיקוח זה חינם אין כסף. ואמנם המציאות מלמדת לא פעם כי הפיקוח הבנקאי על חברות מתקיים מאליו בשל אופי היחסים ביניהם כמלווה וכלווה, מבנה המערכת הבנקאית ואופי פעולתה והתפלגות ההון בשוק. גם הטענה כי מתן עדיפות מוחלטת בנוגע לכל נכסי החייב, באמצעות שעבוד צף, ישפר את קבלת ההחלטות העסקיות בחברה, בהופכו את המלווה בעל העדיפות כאמור ל"נושה מלווה", נתקלת בקושיה דומה.¹²⁵ האמנם יש צורך לתת עדיפות בפירעון לבנק כדי להפכו לגורם שילווה את הנהלת החברה, ייעץ לה ויבקר אותה? הלא מערכת היחסים הנמשכת בין בנק לבין חברה-לקוחה (relationship banking) היא סממן מובהק של בנקאות ריכוזית. למערכת יחסים נמשכת בין בנק לבין לקוחו נודעות מעלות רבות בעניין פיקוח ובקרה של הבנק על ציבור הלווים ממנו, אולם מערכת יחסים זו, על מעלותיה, מתקיימת מאליה בלא שום צורך לתת עדיפות כדי להגשימה.¹²⁶ ואמנם, לאור זאת, טען Hudson כי יחסים בנקאיים נמשכים ומתן עדיפות אינם אמצעים משלימים להגשמת פיקוח ובקרה יעילים על התנהגותו של החייב, כי אם אמצעים **חלופיים**.¹²⁷

הבנקים, היא יכולתם העדיפה בבקרת החייב, כאשר העדיפות היא התמורה המשולמת להם מצד יתר הנושים בעבור שירות זה. הבנקים הם מונעי הסיכונים היעילים. ברם, השיקול שבכתב העיקרי מורה כי בעניין סיכוני חדלות הפירעון מונע הסיכונים היעיל הוא גם נושא הסיכונים היעיל. השיקול של הנשיאה בסיכונים מביא לכלל מסקנה כי גלגול הסיכון מן הבנקים והלאה אינו מוצדק ואף אינו יעיל. זאת ועוד, אף מניעת הסיכונים על ידי הבנק עשויה להשתפר עוד יותר דווקא באמצעות מניעתה של העדיפות המוחלטת. ראו להלן פסקה 16.47 ואילך.

124 ראו על כך לעיל פסקה 15.37.

125 טענה זו נטענה על ידי Robert Scott. ראו לעיל ה"ש 91.

126 Buckley, לעיל ה"ש 95, בעמ' 1445. עם זה, Scott ניסה לגונן בכל זאת על טענתו בהוסיפו כי יתרון השעבוד על התניות חוזיות רגילות שבנק יכול להתנות עם חייבו טמון בסגולות האכיפה של שעבוד. סגולות אלה מקנות לשעבוד יתרון של שליטה ושל הרתעה ממשיות יותר משמקנות תניות חוזיות. ראו Scott, לעיל ה"ש 91, ברם, כפי שטענו Bechuk & Fried, יתרונות ה**מימוש** עדיין אינם מצדיקים, כשלעצמם, מתן **עדיפות** לשעבוד. אלה יתרונות שאינם תלויי עדיפות. ראו Bechuk & Fried, לעיל ה"ש 109.

127 Hudson, לעיל ה"ש 109, בעמ' 47.

עם זה, את הביקורת האמורה באשר למקום השעבוד בשוק ריכוזי עשויים להדוף Baird או Mokal, הטוענים כי דווקא מתן העדיפות לשעבוד הוא התורם לעיצוב המבנה הריכוזי של האשראי במשק. כלומר, לטענתם, הבנקאות הריכוזית אינה מייצרת את עדיפות השעבוד. ריכוזיות זו היא תוצאתה של העדיפות, ולא חלופה שלה.¹²⁸

ד. שוויון מול עדיפות – סיכום ומסקנות

15.47 הדיון בפרק זה הצביע על מתח מתמיד המתקיים בין שני עקרונות אפשריים של פירעון: עקרון השוויון מזה ועקרון העדיפות המוחלטת מזה. בחינת היעילות של כל אחד משני עקרונות אלה מלמדת כי אין לאחד מהם יתרון מלא ומכריע. עקרון העדיפות המוחלטת נראה כנהנה מיתרונות מסוימים של יעילות, אם כי הגדרת היתרון עודנה שנויה במחלוקת בין הכותבים. אכן, לא בכדי ציין Barry Adler כי:

“Secured credit contracts are beneficial for some debtors, though they may be costly for others. Under even the simplest assumptions, the efficacy of secured credits depends on a complex of interaction of debtor incentives. Mastery of all these incentives is difficult at best. Yet focus on any one in isolation is folly.”¹²⁹

ברם, לצד יתרונות אלה, עיקרון זה לוקה במגרעות שאינן מבוטלות. הקושי האמיתי, שעמו לא השכיל איש להתמודד בהצלחה עד כה, הוא לאמוד את מידת התועלת היחסית הנובעת ממתן עדיפות מוחלטת לנושים מסוימים. מנגד, עקרון השוויון עשוי לשמש מענה מסוים למגרעות היחסיות של העדיפות המוחלטת. השוויון ממתן בעיקר את בעיית ניגודי העניינים המתגלעים בין קבוצות שונות של נושים בעת חדלות פירעון של החייב.¹³⁰ אם כי אף בשיטה הנוקטת שוויון, נותר בעינו ניגוד העניינים הבסיסי שבין כל הנושים מזה לבין החייב (או, בעלי המניות) מזה.

15.48 אף לשיקולי ההגינות בהקשר של שני עקרונות הפירעון האמורים פנים לכאן ולכאן. מצד אחד, עקרון השוויון עשוי לשמש כמנגנון פירעון צודק, אשר אינו מפלה בין נושה לנושה ונמנע מלדרג חובות על בסיס חשיבות יחסית או על בסיס אקראי כלשהו. עקרון השוויון משדר, בעצם קיומו, את המסר הברור: לכל אחד מן הנושים מגיע להיפרע, ובדין. מצד אחר, דווקא עדיפות מוחלטת עשויה לקדם עוד יותר צדק בין הנושים. מתן עדיפות פירעון לקבוצות נושים חלשות יחסית, המוגבלות ביכולת ההתמודדות שלהן מעיקרא עם סיכוני חדלות הפירעון של החייב, על פני נושים חזקים ומתוחכמים, בעלי יכולת לאסוף מידע ובעלי יכולת לפזר את סיכוניהם, תגשים צדק כאמור. מנגנון פירעון כאמור יגשים את הצדק באופן מובהק יותר משוויון מלא ועיוור בין כל הנושים.

128 לעיל פסקה 15.33.

129 Barry E. Adler, *Secured Credit Contracts*, in 3 PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS AND THE LAW 405, 410 (Peter Newman ed., 1998).

130 כאמור, בעיית ניגוד העניינים בגביית חובות, הקיימת בין כל נושה יחיד לבין יתר הנושים, קיימת בין בשיטה משפטית הנשענת על עקרון השוויון ובין בשיטה משפטית הנשענת על עקרון העדיפות. ראו לעיל פסקה 15.23.

15.49 על כן, הדיון העיוני בדיני חדלות פירעון מתלבט כל העת בין שני עקרונות פירעון אלה. היתרונות היחסיים של כל אחד מהם תלויים, בין השאר, בנסיבות עובדתיות ובתנאי שוק מסוימים. לפיכך, הדין נוקט גישה זהירה ופשרנית של "אחוז בזה וגם מזה אל תנח ידך".¹³¹ גישה זו מוצדקת בעיניי.¹³² על כן, לטעמי, על דיני חדלות פירעון לאמץ את משטר העדיפות של נושים מסוימים כאשר:

- (א) ניתן להצביע בבירור על היתרונות הכלכליים המובהקים שעדיפות זו מצמיחה; או
(ב) כאשר מתן העדיפות משקף שיקול חלוקתי המבקש לגונן על הפירעון של קבוצת נושים החשופה לפגיעה ואינה מצוידת בכלים כלכליים או משפטיים משוכללים דיים כדי לקדם פני פגיעה זו ולהתמודד עמה בהצלחה.

לעומת זאת, כאשר לא ניתן להצביע בפירוש על היתרון הכלכלי שבהעדפתו של נושה מסוים, או של אמצעי עדיפות כלשהו, ובהיעדר טעם חלוקתי להעדפת אותו נושה, ראוי לדין לשוב אל עקרון השוויון. עקרון השוויון ישמש אפוא כנקודת המוצא לבחינת מעמדו של כל נושה. בהיותו עיקרון הוגן, לצד התועלות שבפשטות יישומו, יהווה עיקרון זה נר לרגלם של דיני חדלות הפירעון. אפילו ירבו החריגים, כלומר יישומי העדיפות, עד שהפעלת השוויון תדמה בעצמה לחריג ולא לכלל, אין בכך כל פסול. עדיין ראוי בעיניי לראות בעקרון השוויון אמת מידה לבחינת כל אמצעי עדיפות, ועיקרון שסטייה ממנו דורשת הנמקה עניינית והצדקה. גישה מנוגדת, שלפיה העדיפות המוחלטת היא העיקר ואילו השוויון הוא בבחינת סרח העודף, אינה מתיישבת, לעניות דעתי, עם שלל הביקורות שהובאו לעיל נגד עקרון העדיפות המוחלטת. אף אם ברבות השנים רופפה ההלכה הנוהגת את תחולתו של עקרון השוויון, אין בכך נימוק משכנע להיפוך היוצרות ולקביעת עקרון העדיפות המוחלטת כנקודת המוצא של הדין כעיקרון מובן מאליו.¹³³

15.50 גישתי העיונית לעקרונות פירעון החובות מחייבת אפוא בחינה זהירה ועיון יסודי בזכותו של כל נושה הטוען לעדיפות. על כן, יש לשאול שאלות אחדות בטרם תוכר העדיפות של כל נושה או זכות נדונים:

- (א) האם מתן עדיפות מצמיחה תועלת כלכלית והאם התועלת עולה על מחירה?
(ב) האם מתן העדיפות מקדם צדק כלפי קבוצות פגיעות של נושים?

רק אם התשובה על אחת משתי שאלות אלה היא חיובית, יהיה מקום לחרוג מעקרון השוויון ולהכיר בעדיפות הפירעון של הנושה או הזכות. אולם, בכך אין די. אם ההצדקה לעדיפות היא התועלת הכלכלית שבעדיפות, ראוי עדיין להוסיף ולשאול שאלה נוספת:

131 קהלת יז 18.
132 ראו גם אהרן ברק **פרשנות במשפט** כרך ב – פרשנות החקיקה 460 (התשנ"ג) ("לעתים קיימת סתירה בין עקרון השוויון לבין עקרונות יסוד אחרים. לשם פתרונה של סתירה זו, אל לו לשופט להעדיף העדפה מלאה עיקרון אחד על-פני רעהו. עליו לאזן בין העקרונות המתנגשים, תוך מתן משקל לכל אחד מהעקרונות הנוגדים. לשם כך, עליו לעשות שימוש בשיקול דעתו השיפוטי").
133 לעמדה חולקת ראו MOKAL, לעיל ה"ש 31, פרק 4; Skel, לעיל ה"ש 31.

(ג) האם השגת היעילות מחייבת עדיפות מוחלטת, או אולי ניתן להשיג את התועלת האמורה באמצעות שימוש בסייגים מידתיים, החורגים פחות מעקרון השוויון?

15.51 שאלות אלה ינחו אפוא את הדיון הפרטני באמצעי עדיפות שונים המוכרים בדיני חדלות הפירעון. ודוקו, הדיון המסורתי בספרות בהצדקת העדיפות המוחלטת התמקד בזכות השעבוד ובפועלה. ברם, לשיטתי, ראוי לשאול אותן שאלות בנוגע לכל זכות המבקשת להקנות עדיפות פירעון לנושה, יהא כינויה של הזכות ותהא צורתה אשר יהיו. אופן הפירעון לנושים צריך שייקבע על בסיס ענייני ולא על פי כותרות וכינויים.¹³⁴ דיון פרטני כאמור, התוהה על קנקנם של אמצעי העדיפות השונים, ייערך בארבעת הפרקים הבאים.

134 חנוך דגן "קניין, אחריות חברתית וצדק חלוקתי" **צדק חלוקתי בישראל** 97 (מנחם מאוטנר עורך, התשס"א).

פרק שישה-עשר

שעבוד נכסים

א. כללי

16.1 שעבוד נכסים הוא אחד מאמצעי העדיפות השכיחים והרווחים מכול. שעבוד נכסים הוא האמצעי העיקרי שבעזרתו הופך נושה בעיני החוק ל"נושה מובטח".¹ כדי להפוך לנושה מובטח באמצעות שעבוד נדרש הנושה על פי החוק להקפיד לבצע שני שלבים משפטיים. תחילה עליו לזכות הסכם עם החייב ועל פיו ישעבד החייב לנושה נכס, או נכסים, להבטחת חיובו.² שלב זה מכונה שלב יצירת השעבוד (הכינוי האמריקני המקביל הוא attachment of a security interest).³ אחר כך על הנושה לדאוג לשריון תוקף השעבוד כלפי כולי עלמא. כלומר, עליו לקבע את עדיפותו בפירעון החוב על פני כל נושה אחר של החייב. שלב זה מכונה שלב שכלול השעבוד (perfection of a security interest).⁴ שעבוד ישוכלל באמצעות העברת ההחזקה בו לידי הנושה,⁵ או באמצעות רישום זכות השעבוד במרשם ציבורי המיועד לכך.

16.2 לפי הדין הנוהג, קיימים מרשמים שונים לרישום שעבודים. מקום הרישום נקבע על פי הצלבה של שני משתנים: (א) סוג האישיות המשפטית של החייב; (ב) סוג הנכס המשועבד. כאשר המשעבד הוא אישיות משפטית שאינה חברה או אגודה שיתופית, והנכס המשועבד הוא מיטלטלין או זכויות,⁶

- 1 סעיף 4 לחוק חדלות פירעון (הגדרת "חוב מובטח"). קדם לו סעיף 1 לפקודת פשיטת הרגל (הגדרת "נושה מובטח").
- 2 סעיף 3(א) לחוק המשכון.
- 3 UCC §9-203.
- 4 שם, §§9-302 – 9-305.
- 5 שכלול באופן האמור מכונה בלשון החוק "הפקדת המשכון". שכלול שעבוד באמצעות הפקדה הוא אפשרי כאשר הנכס המשועבד הוא "נכס נד" או "ניירות ערך". ראו סעיף 4(2) לחוק המשכון. "נייר ערך" מוגדר כ"תעודה, שטר או מסמך אחר המוצאים לפי דין או נוהג, לפקודה או למוכר, ומקנים לאוחז את הזכות הנדונה בהם".
- 6 בהקשר זה, זכויות נדונות כ"המחאת זכות על דרך השעבוד". ראו לשונו של סעיף 1(ב) לחוק המחאת חיובים, התשכ"ט-1969. על המחאת זכויות בדרך השעבוד ראו שלום לרנר **המחאת חיובים** 259–291 (התשס"ב); נינה זלצמן ועופר גרוסקופף **מישכון זכויות** 47–99 (התשס"ה); יהושע ויסמן **חוק המשכון, תשכ"ז-1967** 20–23 (פירוש לחוקי החוזים, גד טרסקי עורך, התשל"ה). לדעה כי המחאת זכות כאמור אינה טעונה רישום כמשכון, ראו את אמרת האגב של השופט אנגלרד בע"א 2328/97 **כוכבי נ' ארנפלד**, פ"ד נג"ד (2) 353, 376 (התשנ"ט-1999); גד טרסקי "על פגיעותה של זכות הנמחה מצד הממחה והחייב" **משפטים** יח 5, 28–31 (התשמ"ח). רוכשי מקרקעין שטרם עברו חלוקה לגושים ולחלקות אצל רשם המקרקעין נחשבים לכאלה שרכשו זכות חוזית לקבלת זכות במקרקעין, מכוח מצוות סעיף 7(ב) לחוק המקרקעין, התשכ"ט-1969. ראו ע"א 842/79 **נס נ' גולדה**, פ"ד לו(1) 204 (התשמ"ב-1981); ע"א

טעון השעבוד רישום אצל רשם המשכונות.⁷ לעומת זאת, אם הנכס המשועבד הוא מקרקעין, טעון השעבוד רישום אצל רשם המקרקעין.⁸ אם הנכס המשועבד הוא פטנט, טעון השעבוד רישום אצל רשם הפטנטים.⁹ שעבוד של כלי טיס טעון רישום אצל רשם כלי הטיס¹⁰ ושעבוד של כלי שיט טעון רישום אצל רשם כלי השיט.¹¹ כאשר האישיות המשפטית בעלת הנכס הנתון לשעבוד היא חברה או אגודה שיתופית,¹² יהיה השעבוד טעון רישום אצל רשם החברות במקום רשם המשכונות.¹³ השאלה אם רישום זה יהיה הרישום הבלעדי של השעבוד, או שמא הוא יהיה טעון רישום במרשם נוסף ("רישום כפול"), תלויה במשתנה השני – סוג הנכס. אם מדובר בשעבוד של נכס מיטלטלין, אין צורך בכל רישום נוסף. אם, לעומת זאת, מדובר בנכס מקרקעין, השעבוד טעון רישום תחילה אצל רשם המקרקעין ורק לאחר מכן רישום אצל רשם החברות.¹⁴

16.3 בין שני נושים מובטחים בעלי זכויות שעבוד על אותו נכס מתקיים כלל העדיפות המוחלטת. העדיפות ניתנת לפי מפתח זמנים. נושה שקדם ושכלל את זכות השעבוד שלו לפני נושה אחר יהיה עדיף מהנושה האחר.¹⁵ התוצאה שונה מעט כאשר מדובר בשכלול שעבודים בנוגע לנכסי חברה. כאשר

- 6529/96 **טקסטיל ריינס בע"מ נ' רייך**, פ"ד נג(2) 218 (התשנ"ט-1999). לפיכך, אף זכויות אלה תשועבדנה בדרך של רישום השעבוד אצל רשם המשכונות.
- 7 סעיף 3(4) לחוק המשכון ותקנה 5 לתקנות המשכון (סדרי רישום ועיון), התשנ"ד-1994.
- 8 סעיף 1(4) לחוק המשכון וסעיף 7 לחוק המקרקעין, התשכ"ט-1969 ("עסקה במקרקעין טעונה רישום"). קריאת סעיפים אלה נסמכת על ראיית השעבוד כעסקה המקנה "זכות במקרקעין". ראו ויסמן, לעיל ה"ש 6, בעמ' 17.
- 9 סעיף 90 לחוק הפטנטים, התשכ"ז-1967.
- 10 תקנה 4 לתקנות הטיס (רישום כלי טיס וסימונם), התשל"ד-1973.
- 11 סעיף 60 לחוק הספנות (כלי שיט), התש"ך-1960.
- 12 מכאן ואילך המונח "חברה" בפרק זה יכלול חברה ואגודה שיתופית גם יחד.
- 13 ראו הצירוף של סעיף 178 לפקודת החברות, סעיף 59 לפקודת האגודות השיתופיות, ותקנה 16 לתקנות המשכון (סדרי רישום ועיון), התשנ"ד-1994. הרישום נדרש בהנחה שאין מדובר בנכס מיטלטלין של החברה אשר הופקד בידי הנושה. ראו שם, סעיף 178(א)(3). בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו פסק בעבר כי הנושה המובטח משכלל כדין את השעבוד במסירת הפרטים המופיעים בהסכם השעבוד לרשם החברות, אפילו שגה הרשם ולא דייק בהעלאת פרטי השעבוד לרשומה הממוחשבת אצלו. כל עוד הסכם השעבוד נמסר במשרדי רשם החברות, האמור בו הוא המחייב וכל צד שלישי כפוף לתוכן הסכם זה. ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 225/97, המ' 1765/98 **כונס הנכסים של מגדלי השמש מ.ה. (1990) בע"מ נ' דוד צ'פניק ובניו בע"מ** (פורסם בנבו, מיום ב' סיון התשנ"ח, 27.5.1998). ברם, בהמשך קבע בית המשפט העליון כי אם שגיאתו של רשם החברות ברישום הפרטים קשורה לשעבוד צף, אין לשעבוד הצף האמור עדיפות כל עוד לא נרשמו הפרטים הנכונים בפועל על ידי רשם החברות. ראו על כך להלן פסקה 16.4, ה"ש 20.
- 14 סעיף 179(א)(2) לפקודת החברות. בעניין זה התעוררה שאלה מעשית: האם משנרשמה הערת אזהרה אצל רשם המקרקעין על מקרקעין בבעלות חברה או אגודה שיתופית, יש צורך לרושמה אף אצל רשם החברות? ההתלבטות נבעה ממאפייני השעבוד המובהקים שבהם מתאפיינת הערת אזהרה כפי שהם באים לידי ביטוי בסעיף 127(ב) לחוק המקרקעין. בעניין זה פסק בעבר בית המשפט העליון כי אמנם הערת אזהרה כאמור טעונה רישום אף אצל רשם החברות (ע"א 558/88 **איטונג בע"מ נ' לוי דוד ובניו בע"מ**, פ"ד מח(2) 102 (התשנ"ד-1994)), ואולם, בעקבות פסיקה זו תיקנה הכנסת את החוק וביטלה את דרישת הרישום הכפול של הערת אזהרה. ראו סעיף 127(ב) לחוק המקרקעין.
- 15 סעיף 6 לחוק המשכון.

נושה יצר שעבוד על נכס של חברה, שאינו מקרקעין, ומסר את פרטי השעבוד לרשם החברות בתוך 21 ימים מהיום שבו נוצר השעבוד, הנושה ייחנה מעדיפות למפרע מיום יצירת השעבוד על פני נושים מובטחים אחרים.¹⁶ כאשר שועבד נכס מקרקעין של חברה והנושה מסר את פרטי השעבוד לרשם החברות תוך 21 ימים מהיום שבו אישר רשם המקרקעין את העסקה לרישום, תיוחס העדיפות למפרע ליום האישור של רשם המקרקעין.¹⁷ אם הנושה יגיע אל רשם החברות כחלוף יותר מ-21 ימים כאמור, הוא לא יוכל ליהנות מעדיפות למפרע, כי אם רק מעדיפות על פני שעבודים מתנגשים מכאן ואילך.¹⁸ ההכרה בעדיפות למפרע היא בעיקרה היסטורית. היא גובשה באנגליה בעידן שבו ההגעה אל רשם החברות לשם רישום שעבוד דרשה זמן. התארכות הזמן נבעה מהתמשכות מילוי כל המסמכים המשפטיים הנדרשים, אישורם המתאים בידי עורך דין, ומשך הנסיעה מכל עיירה נידחת אל העיר המרכזית שבה נמצא משרדו של רשם החברות. ההכרה בעדיפות עד 21 ימים למפרע היא אפוא ביטוי מעשי למתן תקופת חסד לנושה מקבל השעבוד. כל עוד ידאג הנושה כי השעבוד לטובתו יימסר לרישום אצל רשם החברות בתוך אותה תקופת חסד, הוא לא ייפגע מפער הזמנים שנפער עד להגעה אל רשם החברות.¹⁹

16.4 הכללים האמורים לעיל חלים על כל שעבוד, בין שהוא שעבוד של נכס מסוים ובין שהוא שעבוד של קבוצת נכסים נרחבת. שעבוד החל בהרחבה על רוב נכסי חברה, ואפילו על כל נכסיה, זוכה בדרך כלל לכינוי משפטי משלו: השעבוד הצף. כפי שנראה להלן, ברבות השנים השוותה החקיקה בישראל את כללי העדיפות המוקנים לו לכללי העדיפות של השעבוד הקבוע.²⁰ שעבודים רחבי היקף הם שעבודים מעניינים במיוחד משום שיעילותם שנויה במחלוקת. שעבודים כאמור מסבים בשנים

- 16 סעיף 179(א) לפקודת החברות; ע"א 315/89 ביאלוסטוצקי בע"מ נ' נייר גרף תעשיות בע"מ (בפירוק). פ"ד מה(1) 698 (התשנ"א-1991); רע"א 1096/97 אבו ג'ובה נ' פימן בע"מ, פ"ד נג(1) 481 (התשנ"ט-1999). בדומה, סעיף 90 לחוק הפטנטים, התשכ"ז-1967, דורש כי שעבוד של פטנט יירשם אצל רשם הפטנטים בתוך 21 ימים מיום יצירתו.
- 17 סעיף 179(א) לפקודת החברות.
- 18 ה"פ (שלום י-ם) 620/06 בית המשקאות של שחר (1995) בע"מ נ' טפו טפו טפו בע"מ (פורסם בנבו, מיום ז' אב התשס"ז, 22.7.2007). נושה שהגיע באיחור כאמור לרשם החברות זקוק להארכת מועד מן הרשם לפני שיהיה זכאי למסור את השעבוד לרישום. ראו סעיף 191 לפקודת החברות. בדיעבד, אם הרשם קיבל את השעבוד לרישום אף בלא הארכת מועד רשמית, יהיה השעבוד תקף. ראו ע"א 2734/92 איסכור שרותי פלדות בע"מ נ' מפרק אלקול בע"מ (בפירוק), פ"ד מו(4) 289 (התשנ"ב-1992).
- 19 לביקורת על ההיזקקות לתקופת חסד לרישום שעבודים בימינו ראו להלן פסקה 16.25.
- 20 "שעבוד צף" מוגדר בפקודת החברות כ"שעבוד על כל נכסיה ומפעלה של החברה או על מקצתם אותה שעה, כפי מצבם מזמן לזמן, אך בכפוף לסמכותה של החברה ליצור שעבודים מיוחדים על נכסיה או על מקצתם". שעבוד צף שזוכה לעדיפות על פני שעבוד מאוחר יכונה להלן: שעבוד צף משופר. שעבוד צף משופר לא יזכה לעדיפות למפרע מיום היצירה. שעבוד צף כאמור ייחנה מעדיפות על פני שעבודים מאוחרים רק מיום שרשם החברות רשם בפועל את דבר קיומה של התניה החוויית המגבילה את יכולת החברה לשעבד שנית נכס מן הנכסים המשועבדים. ראו ע"א 2070/06 תשתית ציוד ובינוי בע"מ נ' כונס הנכסים של מיטב השדה בע"מ (פורסם בנבו, מיום ט' אלול התשס"ח, 9.9.2008). לדין בשעבוד צף משופר ראו להלן פסקאות 16.9-16.10. פיתוחו של השעבוד הצף המשופר בחקיקה הישראלית גרם בהמשך אף לידי יצירת חריג שבו העדיפות ניתנת דווקא לנושה שזכות השעבוד שלו נוצרה מאוחר יותר. ראו על כך להלן פסקאות 16.39-16.41.

האחרונות את תשומת הלב האקדמית והחקיקתית בארצות שונות בעולם. על כן, שעבודים אלה יזכו לדיון נפרד בהמשך.

16.5 מכל מקום, את פועלו של הדין הנוהג בעניין שעבודים ואת השפעותיו על סדרי הפירעון לנושים ניתן לתמצת באמצעות ארבע נקודות אלה:

- (א) לשם רכישת העדיפות נדרש מעשה גלוי לעין כול, בין שהוא החזקה בנכס ובין שהוא רישום הזכות במרשם ציבורי.
- (ב) זכות השעבוד פתוחה להנאתו של כל נושה רצוני החפץ בה.²¹
- (ג) בין שעבודים לבין עצמם נוהג כלל העדיפות המוחלטת, כאשר העדיפות נקבעת בעיקר על בסיס קדימה בזמן.
- (ד) מספר הנכסים המשועבדים אינו תלוי בשיעור החובות לנושה.

נקודות אלה יבוררו בהמשך, תוך בחינה ביקורתית של הדין הנוהג ועימותו עם ההצדקות העיוניות למתן עדיפות לשעבודים. קודם לכן יסקרו בקצרה תהליך התפתחותו של השעבוד הצף במשפט הישראלי והיחס בינו לבין שעבוד קבוע.

ב. השעבוד הצף לפני חוק חדלות פירעון

1. שעבוד צף כייבוא מן המשפט האנגלי

16.6 השעבוד הצף בא לעולם מכוח דיני היושר (ה-equity) שהפסיקה האנגלית הנחילה למשפט.²² הצורך ההיסטורי בו נבע ממגבלותיו של השעבוד המסורתי ביכולת לסייע במימון עסקים בצמיחה.²³ במה דברים אמורים? שעבוד מסורתי הצר את צעדיו של החייב, בהקפאו את הנכס המשועבד. החייב לא היה זכאי להתקשר בעסקאות באשר לנכס המשועבד, אלא כפוף לזכויותיו של הנושה המובטח. בפועל, השעבוד חסם את יכולתו של החייב להעביר לידי אדם אחר את הבעלות בנכס המשועבד. ברם, בשל הקפאה זו של הנכסים המשועבדים התקשו חברות לגייס אשראי בנקאי. חברות רבות פועלות כאשר אין בבעלותן נכסים ממשיים, נכסי תשתית. נכסיהן העיקריים הם נכסים אשר מתחלפים מטבעם במרוצת הזמן. דוגמאות מובהקות לנכסים כאמור הן מלאי עסקי וחובות של לקוחות. מלאי עסקי מצוי

21 גם רשויות השלטון עשויות ליהנות משעבוד נכסי מקרקעין של סרבן תשלום כלפיהן או משעבוד נכסי מיטלטלין שלו שזכות הבעלות עליהם נרשמת במרשם המתקיים על פי דין. ראו סעיפים 11א, 12א לפקודת המסים (גביה). על סעיפים אלה ורציתם ראו להלן הדיון בפרק תשעה-עשר.

22 לדיון מקיף בשעבוד הצף בישראל ראו שלום לרנר **שעבוד נכסי חברה** שער שני (התשנ"ז). לדיון רחב בדיון האנגלי המסורתי בנדון ראו WILLIAM J. GOUGH, COMPANY CHARGES Ch. 5 (2nd ed., 1996).

23 Armour מציין כי, מבחינה היסטורית, השעבודים, ובתוכם השעבוד הצף, התפתחו באנגליה במחצית השנייה של המאה התשע-עשרה לשם חיזוק מעמדם של הנושים ובתגובת נגד על הסיכונים המוגדלים שאליהם נחשפו אלה מחמת קבוע עקרון האחזיות המוגבלת של בעלי מניות בחברות. ראו John Armour, *Should We Redistribute in Insolvency?*, CENTRE FOR BUS. RESEARCH CAMBRIDGE U. (March 2006), available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=901451

בבעלות חברה לשם מכירתו ללקוחותיה. חובות לקוחות נגבים על ידי החברה מלקוחותיה ומומרים בכסף, בעוד שחובות של לקוחות חדשים נצברים בעקבות מכירותיה החדשות של החברה. שעבוד נכסים מתחלפים כאמור היה מקשה על החברה להשתמש בנכסים אלה במהלך פעילותה השוטפת. הדבר היה עוצר את פעילות עסקיה. מצד אחר, בלא שעבוד להבטחת זכויותיהם, נמנעו הבנקים מלהעמיד אשראי לחברות. השעבוד הצף נועד לשמש מענה הולם לצרכים המיוחדים של מימון חברות. שעבוד זה מאפשר לחברה לשעבד מספר רב של נכסים, ובתוכם את נכסיה המתחלפים, בלי שהשעבוד ירביץ כאבן ריחיים על הנכסים המשועבדים. השעבוד אמנם קיים, אולם – חרף קיומו – נותרת לחברה החירות לסחור בנכסים אלה במהלך עסקיה השוטף כאילו השעבוד אינו חל עליהם. לפיכך, כל שרכש מן החברה זכויות בנכסים אלה, רכשן כשהן נקיות מן השעבוד הצף.²⁴ היכולת של החברה להמשיך לסחור באופן שוטף בנכסיה משרתת גם את עניינם של הבנקים המלווים. מכירת המלאי העסקי היא הדרך העיקרית להזרמת כסף מזומן לקופת החברה. באמצעות כסף זה תפרע החברה את התחייבויותיה לבנקים. חופש הפעולה שהשעבוד הצף מאפשר משרת אפוא את החייב ואת המלווה כאחד. עם זה, הנושה עדיין נהנה משעבוד מרחף על נכסי החברה. שעבוד זה יחול מאליה על כל נכס נוסף שיתווסף לחברה אף בעתיד (ובלע"ז: after-acquired property) כל עוד חבה החברה כלפי הנושה. תוכן הנכסים הכפופים לשעבוד הצף משתנה אפוא במרוצת הזמן. נכסים הנוספים לחברה לאחר יצירת השעבוד הצף יוכפפו אליו מאליהם, ואילו נכסים שהחברה מוכרת במהלך עסקיה השוטפים ישוחררו מלפיתתו של השעבוד הצף.

16.7 הסדר זה של שעבוד המותיר את החופש בידי החייב להוסיף ולסחור בנכסיו, משל היו נקיים מכל זכות שעבוד של צד שלישי, בא לידי ביטוי בדין האנגלי – ובעקבותיו אף בדין הישראלי – בעיגון עדיפותו היחסית של השעבוד הצף. מכיוון ששעבוד כאמור מותיר חופש פעולה לחייב להקנות לאחרים זכויות בנכסים, נקבע כי השעבוד הצף נדחה מפני שעבוד קבוע.²⁵ בעניין עדיפות פירעון חובות, נושה המובטח בשעבוד צף נחשב לאחרון הנושים המובטחים ולנחות שביניהם. סדר הזמנים ביצירת השעבודים ובשכלולם אינו חשוב כלל ועיקר לעניין זה. זאת ועוד, נושה המובטח בשעבוד צף ייפרע אף לאחר נושים שלחובותיהם נקבע דין קדימה.²⁶ נושה כאמור אף עלול להינגף מפני עדיפותו

24 מטעם זה זכה השעבוד לכינוי "שעבוד צף" (למען הדיוק ראוי היה לתארו כ"שעבוד מרחף"). השעבוד מרחף לו ממעל ואינו רובץ לפי שעה על כל נכס מנכסי החברה. ראו *In re Panama, New Zealand and Australia Royal Mail Co.* [1870] Ch. App. 318; *In re Yorkshire Woolcombers Association Ltd.* [1903] 2 Ch. 284, 295; *Re New Bullas Trading Ltd.* [1994] 1 B.C.L.C. 485.

25 סעיף 169(ב) רישא לפקודת החברות. במקור הסתכם סעיף קטן זה בהוראת הרישא האמורה. הסיפא שלו הוספה בתיקון חוק רק כעבור שנים. ראו להלן פסקה 16.9. על כפיפות השעבוד הצף המסורתית לעדיפותם של שעבודים קבועים ראו ע"א 471/73 **מקבלי נכסים זמניים של אלקטרוניקס בע"מ נ' אלסינט בע"מ**, פ"ד כט(1) 121 (התשל"ה-1974); [1892] 2 Brunton; *Wilson v. Kelland* [1910] 2 Ch. 306 Q.B 700.

26 סעיף 234(ב) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 354 לפקודת החברות. ראו גם באנגליה, *Insolvency Act, 1986* §175(2). חובות בדין קדימה עדיפים משעבוד צף אף בכינוס נכסים לאכיפת השעבוד הצף. ראו סעיף 195 לפקודת החברות. ראו גם באנגליה: *Insolvency Act, 1986* §40. באנגליה אין עוד כל נפקות לשאלה אם השעבוד הצף התגבש לפני היווצרות החובות שבדין קדימה או לאחריהם. כל שעבוד אשר נוצר כשעבוד צף יהיה כפוף לעדיפות החובות בדין קדימה – *Insolvency Act, 1986* §251 (definition of –

של ספק אשר מכר מלאי עסקי לחברה וכלל בהסכם עימה תניית שיור בעלות.²⁷ לפיכך, עדיפותו היחידה של השעבוד הצף בגרסתו המסורתית היא על פני חובות לא-מובטחים. בתיקי חדלות פירעון רבים, נושים בעלי חובות בדין קדימה אינם נפרעים במלוא תביעותיהם ואף לא קרוב לכך. מדין קל וחומר עולה אפוא כי שיעור הפירעון לנושים מכוח שעבוד צף המבטיח את זכויותיהם אינו שיעור גבוה.²⁸

16.8 בשל חולשת העדיפות היחסית של השעבוד הצף, ניסו באחרונה מלומדים לברר טוב יותר את פשר שכיחותו המופלגת של השעבוד הצף באנגליה. סוד גלוי הוא כי המגזר הבנקאי נוטל שעבודים צפים מן החברות שהן לקוחותיו כמצוות אנשים מלומדה. מהו אפוא יתרונו הכלכלי של שעבוד כאמור לנושים אלה? זאת ועוד, לצד השעבוד הצף נוהג בנק לדאוג כי החברה תשעבד לו את נכסי התשתית ואת יתר נכסיה העיקריים בשעבוד קבוע להבטחת התחייבויותיה כלפיו. מדוע נוהג הבנק לכפול את בטוחותיו? איזו תועלת תימצא לו בחפיפת שעבודים, כלומר בהחלת שעבוד קבוע ושעבוד צף על אותם נכסים של החברה? התשובה היא כי השעבוד הצף המסורתי מסייע לנושה להשיג שני יתרונות קשורים.²⁹ השעבוד הצף הוא אמצעי לסתימת פרצות ולמילוי חללים. כלומר, את העדיפות ישיג הנושה בעיקר באמצעות שעבוד נכסי החייב בשעבוד קבוע. השעבוד הצף נועד להכפיף אל הנושה אף אותם נכסים אשר, מטבעם של עסקי החייב, אינם יכולים להיות משועבדים בשעבוד קבוע מחמת החשש מפני שיתוק העסק. מלאי עסקי ישועבד אפוא בשעבוד צף. כך משלים השעבוד הצף את השעבודים הקבועים ומאפשר לנושה להשיג שעבוד מקיף של כל נכסי החברה. היתרון השני הוא שבעקבות השגת שעבוד כל נכסי החברה, יעמוד לרשות הנושה המובטח סעד אכיפה של השעבוד במקרה של הפרת הסכם ההלוואה עימו. סעד זה, הוא כינוס הנכסים,³⁰ יאפשר לנושה (באמצעות כונס הנכסים) לקבל שליטה מעשית בכל המערך העסקי של החברה. מבחינה מעשית, הנהלת החברה תפנה את מקומה לטובת כונס הנכסים האמון על טובתו של הנושה המובטח. לשון אחר, יתרונו הגדול של השעבוד הצף הוא בפיקוח ובשליטה שהוא מעניק לנושה, ולא בעדיפות הפירעון.³¹ באמצעות שעבוד על כל נכסי החברה מפקח הנושה ביעילות על הנהלת החברה, באוחזו כל העת בשוט ההדחה מעל

- (“floating charge”). בישראל, לעומת זאת, פסק בית המשפט העליון כי רק חובות בדין קדימה אשר נוצרו לפני גיבוש השעבוד הצף יזכו ליהנות מעדיפות עליו. ראו רע"א 10215/01 עו"ד בלש, בחפיקו כמנהל מיוחד נ' המפרק-כונס הנכסים הרשמי מחוז באר-שבע (בעניין לבידי אשקלון בע"מ) (פורסם בנבו, מיום ט"ז סיון התשס"ה, 23.6.2005). ראו גם להלן פסקה 19.11, ה"ש 39.
- 27 לדיון במעמדה של תניית שיור הבעלות והשפעותיה על סדרי העדיפות בפירעון חובות, ראו להלן פרק שבעה-עשר.
- 28 VANESSA FINCH, CORPORATE INSOLVENCY LAW – PERSPECTIVES AND PRINCIPLES 82, n. 102 (2002); Julian Franks & Oren Sussman, *The Cycle of Corporate Distress, Rescue and Dissolution* (IFA Working Paper 306, 2000).
- 29 RIZWAAN J. MOKAL, CORPORATE INSOLVENCY LAW: THEORY AND APPLICATIONS 194–202 (2005). ראו Riz Mokal על ידי R. Riz Mokal.
- 30 לעיל פסקאות 4.25–4.26.
- 31 ואמנם בעניין זה מצטט Jay Westbrook אמרה של בנקאים אנגלים ולפיה, “The fixed charge for priority, the floating charge for control” Jay Westbrook, *The Control of Wealth in Bankruptcy*, 82 TEX. L. REV. 795 (2004).

ראשיהם. כאשר יזהה הנושה את התדרדרות החברה, הוא יוכל לנקוט צעדים להחלפת ההנהלה ולייצוב עסקיה של החברה בעוד מועד. בעיני הרואים בריכוז חובות החברה בידי נושה גדול אחד משום מעלה ושכלול הפיקוח על בעיית הנציג של ההנהלה כלפי הנושים, יש לשעבוד הצף אפוא יתרון כלכלי חשוב.³² זאת ועוד: אפילו לא ימונה כונס נכסים, השליטה של הנושה עשויה להתבטא גם בהשגת השפעה, מבחינה מעשית, על זהותו של בעל התפקיד שימונה לחברה לכשתפנה להליך חדלות פירעון, ובפרט – להליכי הבראה.³³

2. השעבוד הצף המשופר

16.9 בישראל לא קפא השעבוד הצף על שמריו כבאנגליה. שעבוד זה שוכלל עוד ושיפר את מעמדו של הנושה בתור לפירעון החובות. ניצני השינוי ניכרו ביוזמה חוזית של הבנקים הישראליים. ברבות השנים ביקשו הללו לבצר את מעמדו של השעבוד הצף, באמצעות הכללתה של תניה חוזית בהסכם ההלוואה והשעבוד שקבעה כי החברה אינה רשאית לשעבד נכס מן הנכסים הכפופים לשעבוד הצף בשעבוד נוסף בלא הסכמת הנושה המובטח בשעבוד הצף. תחילה העלה ניסיון זה חרס בידיהם. בית המשפט העליון קבע שאפילו נכללה תניה כאמור בפרטים שנמסרו לרשם החברות, אין בה כדי להעניק לשעבוד הצף עדיפות על פני שעבוד קבוע מאוחר,³⁴ אולם בהמשך הדרך השיגה השדולה הבנקאית בכנסת את מבוקשה. על פי יוזמת הבנקים תוקן בשנת התשמ"א סעיף 169(ב) לפקודת החברות ונוספה בסיפה הוראה בזה הלשון:³⁵

"ואולם, אם נכללה במסמך היוצר שעבוד צף הגבלה על זכות החברה ליצור שעבודים, והגבלה זו נכללה בפרטים שנמסרו לרישום השעבוד הצף, יהיה השעבוד הצף עדיף על שעבוד שנוצר בניגוד לאותה הגבלה אחרי רישום הפרטים בידי הרשם".

הוראה זו שדרגה את השעבוד הצף. מכאן ואילך נושה בעל שעבוד צף בישראל עשוי ליהנות מעדיפות פירעון על פני שעבודים, בין קבועים ובין צפים, שנוצרו אחריו.³⁶ סדר הפירעון בין שעבודים אינו מבדיל עוד בין סוגי שעבודים: הקודם בזמן – הוא העדיף, ואחת היא אם הוא שעבוד צף (משופר) או שעבוד קבוע.³⁷ השעבוד הצף המשופר הוא אפוא מעין מזיגה של שתי בטוחות מסורתיות והכלאתן יחדיו. כשעבוד הקבוע המסורתי, הוא מספק לנושה עדיפות מנושים אחרים, לרבות בעלי שעבודים

32 לעיל פסקאות 15.32–15.33.

33 לעיל פסקאות 11.24–11.28.

34 עניין אלקטרוניקס, לעיל ה"ש 25.

35 חוק לתיקון פקודת החברות (מס' 17), התשמ"א-1980. תיקון זה לפקודת החברות התקבל לפני הנוסח חדש. סעיף הפקודה האמור, עובר לנוסח החדש, היה סעיף 123. על תגובת החקיקה לפסק הדין בעניין אלקטרוניקס ראו יהושע ויסמן "דין שעבוד הצף המגביל עסקאות" משפטים יא 554 (התשמ"א); נחום ביטרמן "שעבוד קבוע שנוצר בניגוד לאיסור שבשעבוד שוטף" הפרקליט לד 100 (התשמ"א).

36 הסכמי ההלוואה והשעבוד הבנקאיים כוללים באופן קבוע תניה המגבילה את הרשאת החברה לשעבד את נכסיה שנית. על כן השעבוד הצף המשופר הפך, הלכה למעשה, לשעבוד הצף השכיח והנפוץ בשוק הישראלי.

37 ואולם, כאמור, עדיפות זו חלה רק מיום שרשם החברות רשם בפועל את דבר קיומה של התניה החוזית המגבילה את יכולת החברה לשעבד שנית נכס מן הנכסים המשועבדים. ראו לעיל ה"ש 20.

מאחרים. כשעבוד הצף המסורתי, הוא מתפשט על פני כל נכסי החברה ומעניק לנושה את אמצעי השליטה והבקרה הנגזרים מכך. בלא כל ספק, זהו שעבוד רב עוצמה.³⁸

16.10 חרף שיפורו של השעבוד הצף המשופר, הדין עדיין שמר על הבדלים מסוימים בינו לבין השעבוד הקבוע. השעבוד הקבוע נהנה משני יתרונות בולטים בהשוואה לשעבוד הצף המשופר: היתרון הראשון, שעבוד קבוע עדיף מחובות בדין קדימה ואילו שעבוד צף משופר עודנו נדחה מפניהם.³⁹ היתרון השני, שעבוד קבוע שנוצר לשם הבטחת חוב ישן, בשעה שהחברה החייבת הייתה חדלת פירעון, עלול להיות מבוטל מתוקף דין העברת רכוש לידי נושה בעת חדלות פירעון של החייב רק אם טרם חלפו שלושה חודשים משעת יצירתו ועד להגשתה של בקשת הפירוק אשר בעקבותיה ניתן צו לפירוק החברה.⁴⁰ לעומתו, שעבוד צף שנוצר לשם הבטחת חוב ישן בשעה שהחברה החייבת הייתה חדלת פירעון, עלול להיות מבוטל מתוקף דין זה אם טרם חלפו שלושה חודשים משעת יצירתו ועד להגשתה של בקשת הפירוק אשר בעקבותיה ניתן צו לפירוק החברה.⁴¹ בשל הבדלים אלה בדין, נודעה חשיבות לסיווגו של שעבוד כשעבוד קבוע או כשעבוד צף. דא עקא, הסיווג המדויק לוקה בסרבול ובהפעלת מבחנים שהפסיקה התקשתה להבהירם.⁴² על כן לא ייפלא הדבר כי אף באנגליה גולה סוגיית סיווג השעבודים מאמץ מיותר ובזבזה זמן שיפוטי יקר.⁴³ כדי ליהנות משני העולמות

38 אף כשהחברה הלווה עודנה בת פירעון, עשוי שעבוד צף משופר ליהנות מיתרונות אחדים ובהם: עדיפות על פני מעקל נכס לאחר יצירת השעבוד. ראו המ' (מחוזי ת"א) 21/88 **בנק לאומי לישראל בע"מ נ' כונס הנכסים על זכויותיה של לנדקן-רובינשטיין בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"ו שבט התשמ"ח, 14.3.1988); המ' (מחוזי ת"א) 1989/93 **בליס אופנה בע"מ (בכינוס נכסים) נ' סריגי גחלת בע"מ**, פ"מ תשנ"ו (3) 133 (1994).

39 עניין **לבידי אשקלון בע"מ**, לעיל ה"ש 26, בפסקאות 5–8 לפסק דינו של הנשיא ברק; דוד האן "השעבוד הצף בעדיפויות מעגליות" **מחקרי משפט** טו 117 (התשנ"ט); צפורה כהן **פירוק חברות** כרך ב 783–785 (מהדורה שנייה, התשע"ו). ואולם, לדעה חולקת, שלפיה שעבוד צף משופר עדיף אפילו מחובות בדין קדימה ראו לרנר, לעיל ה"ש 22, בעמ' 105–106. על מחלוקת זו ראו גם להלן פסקה 19.12.

40 סעיף 98 לפקודת פשיטת הרגל וסעיף 355 לפקודת החברות. ע"א 3911/01 **כספי נ' נס, רואה-חשבון (הנאמן לנכסי דיור לעולה בע"מ)**, פ"ד נו(6) 752 (התשס"ג-2002). כיום קבוע דין זה בסעיף 219 לחוק חדלות פירעון. סעיף זה חל הן על שעבוד קבוע והן על שעבוד צף, שנוצרו בתקופת שלושת החודשים האמורה, לשם הבטחתו של חוב ישן שחב בו החייב. העדפת נושים או, בלשוני, העברת רכוש לידי נושה בעת חדלות פירעון של החייב, נדונה לעיל בפרק שלושה-עשר.

41 סעיף 359 לפקודת החברות. לדיון ב"שעבוד כלאיים", קרי: שעבוד המשלב הן שעבוד קבוע והן שעבוד צף, וטווח הזמן שבו הוא חשוף לביטול מדין העברת ערך לידי נושים בעת חדלות פירעון, ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 1581/00, בש"א 12145/01 **המנהל המיוחד לאחזקות אבוקדו (1999) בע"מ נ' הוד פיטנגו בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"ו אב התשס"ה, 15.8.2001); פש"ר (מחוזי ת"א) 2106/03, בש"א 25379/05 **פלטנר את אלתר בע"מ (בפירוק) נ' כונס הנכסים הרשמי** (פורסם בנבו, מיום ד' אדר התשס"ז, 22.2.2007).

42 יצוין כי דין ייחודי זה, המתייחס לשעבוד צף בלבד, בוטל בחוק חדלות פירעון. מקרב הסימנים השונים שהציעה הפסיקה במרוצת השנים להבחנה בין שעבוד צף לבין שעבוד קבוע, ניכר כי מבחן מידת השליטה של הנושה בנכס המשועבד הוא המבחן החשוב מכול. ככל ששליטתו של הנושה בנכס הדוקה יותר, כך תיטה הפסיקה לסווג את השעבוד כקבוע, ולהפך. ראו *Administrator of Cosslett v. Bridgend County Borough Council* [2002] 1 A.C. 336, 356–357; *Mokal (Contractors) Ltd. v. Bridgend County Borough Council* [2002] 1 A.C. 336, 356–357. לעיל ה"ש 29, בעמ' 206–208; לרנר, לעיל ה"ש 22, בעמ' 80–83.

43 *FINCH*, לעיל ה"ש 28, בעמ' 102–105, 306–305, *Armour*; לעיל ה"ש 23.

יחדיו,⁴⁴ נהגו הבנקים בישראל ליטול בעת ובעונה אחת שעבוד צף משופר של כל נכסי החברה ושעבוד קבוע של נכסיה העיקריים. באמצעות הכלאה זו של בטוחות על פי הסכם ההלוואה והשעבוד, נהנה הבנק מכוללניות תחולתו של השעבוד ומן הזכות למנות כונס נכסים שיחליף את הנהלת החברה כדין כל שעבוד צף, מחד גיסא, תוך שהוא חמק ממגרעות השעבוד הצף – מאידך גיסא.⁴⁵ אם יבוא מפרק החברה ויבקש לפרוע בעדיפות את החובות כדין קדימה מתוך הנכסים העיקריים הכפופים לשעבוד של הבנק, יטען הבנק כי יש לטובתו שעבוד קבוע על נכסים אלה. בשונה משעבוד צף, השעבוד הקבוע יזכהו בעדיפות על פני חובות כדימה.⁴⁶

ג. התנאים לרכישתה של עדיפות באמצעות שעבוד

16.11 הדיון בראשית הפרק הדגיש כי נושה המבקש לזכות ביתרונות שמעניקה זכות השעבוד נדרש לשכלל את השעבוד. הדרך העיקרית לשכלול שעבוד היא באמצעות רישומו במרשם הציבורי. דרך זו פתוחה, מבחינה עקרונית, לפני כל נושה של החייב. אכן, באופן מסורתי, הדין מחשיב במידה רבה, אפילו מכרעת, את הרישום. על פיו מוכרעות זכויות הנושים של החייב חדל הפירעון בין לחסד ובין לשבט. ואמנם אחת הפעולות הראשונות שנוקט בעל תפקיד משהתמנה לתפקידו היא לבדוק את מרשם השעבודים. אם ייודע לו על אודות נושה שהעמיד אשראי לחברה אולם מסיבה כלשהי הוא נמנע מלרשום את זכות השעבוד במרשם, ימהר בעל התפקיד להכריז כי נושה זה הוא נושה לא-מובטח. ואולם, עיון בהגיונם של השעבודים כמקני עדיפות, כפי שנדון בפרק הקודם, כמו גם בחינה מפוכחת ומציאותית של רישום זכויות שעבוד, מאירים את הדין הנוהג בעניין זה באור אחר. דומה כי רישום

44 השוו. *Re Brumark Investments Ltd.* [2001] 2 A.C. 710, 724 (“They wanted the best of both worlds. They wanted to have a fixed charge on the book debts while allowing the company the same freedom to use the proceeds that it would have if the charge were a floating charge”)

45 מהלך דומה של ניסיון ליהנות מכל העולמות באמצעות שעבוד צף התקיים באנגליה בעקבות חקיקת ה-Enterprise Act, 2002 ולפני חקיקת ה-Insolvency Act, 1986. לפני חקיקתו של החוק האחרון, נושים נטלו לעתים שעבודים צפים לשם שליטה בפתיחתו של הליך הבראה, גם אם עדיפותם הובטחה באמצעות שעבוד קבוע. באמצעות השעבוד הצף היה הנושה זכאי למנות כונס נכסים ובכך לחסום לחלוטין פתיחה של הליך הבראה (ראו בעניין זה גם לעיל פסקה 11.27). שעבודים צפים כאמור כונו שם “lightweight floating charges” (ראו בעניין זה גם לעיל פסקה 11.27). *Fidelis Oditah, Lightweight Floating Charges*, [1991] J. BUS. L. 49 (“[A] first mortgagee may insist on taking a first floating charge over the company’s undertaking, even where his specific security fully secures his exposure. Such floating charges intended only for protection against the insolvency procedure are called lightweight charges, since they need not contain all the covenants and restrictions typically found in floating charges, but only restrictions on the creation of other floating charges ranking ahead of or pari passu with them”); John Armour & Sandra Frisby, *Rethinking Receivership*, 21 OXFORD J. LEG. STUD. 73, fn. 100 (2001)

46 שוני נוסף נקבע בחוק חדלות פירעון. החוק קובע כי 25% מערך הנכסים המשועבדים בשעבוד צף מופרשים מן החוב המובטח ומוקצים לטובת הנושים האחרים – סעיף 244 לחוק. לעומתם, שעבודים קבועים נותרו חסינים מפני הפרשת ערך כאמור. הבחנה זו בין שני השעבודים מחדדת אף היא את חשיבות הסיווג ביניהם. היא תוביל מן הסתם את המערכת הבנקאית לתור אחר הערוצים החוזיים שסייעו להם לסווג שעבודים רבים ככל האפשר כשעבודים קבועים. לדיון רחב בעניין זה ראו להלן פסקאות 16.47–16.53.

שעבודים הפך לדין ולמנהג שהכול מדקדקים בהם ואין איש עוצר ושואל: מה טיבו של זה? זאת ועוד, נראה כי איש אינו מפקפק בזמינותה של זכות השעבוד לכל נושה של החייב שיחפוץ בה. ברם, אף עניין זה אינו מובן מאליו. היש להכיר בזכות השעבוד באשר היא רק בשל נקיטת מעשה מצד הנושה? שמא מעשה כאמור כשלעצמו עדיין אינו מצדיק את ביכור אותו נושה על פני אחרים? לבסוף, דומה כי יש לברר מדוע בין נושים בעלי שעבודים לבין עצמם ניתנת העדיפות דווקא לקודם בזמן. מדוע, למשל, לא יונהג עקרון השוויון בין נושים אלה, או מדוע לא תינתן העדיפות על סמך מפתח ערכי אחר? שלושה עניינים אלה יידונו עתה כסדרם.⁴⁷

1. מרשם השעבודים – מקסם שווא

16.12 ההבנה המסורתית, אשר ניזונה בעיקר מתחום דיני הקניין, מחשיבה מאוד את רישום זכות השעבוד.⁴⁸ לפי הבנה זו, בדומה לזכויות אחרות התקפות כלפי כולי עלמא (*in rem*), אף זכות השעבוד טעונה ממד של פרסום פומבי כתנאי לתוקף כאמור. הפרסום הפומבי של קיומה של הזכות הוא באמצעות מרשם שעבודים המתקיים על פי דין ואשר פתוח לעיון כל אדם. ההנחה היא אפוא כי רישום כאמור של הזכות יוצר מעין ידיעה בכוח אצל כל אדם אחר המתקשר בעסקה עם החייב.⁴⁹ כל אדם יכול לדעת על אודות קיומה של הזכות באמצעות עיון פשוט במרשם השעבודים. לאור רישום זכות השעבוד ופרסומה ברבים, מסוגל כל אדם אחר לכלכל את צעדיו בהתאם ולחשב את הסיכונים הכרוכים בהתקשרות עסקית עם החייב.

16.13 דא עקא, המציאות הנוהגת בעניין רישומה של זכות שעבוד אינה מתיישבת עם ההבנה המסורתית האמורה. המידע על אודות זכות השעבוד, אשר נושים אחרים של החייב נזקקים לו, הוא שונה ומורכב יותר מהמידע שנזקקים לו צדדים שלישיים בנוגע לזכויות אחרות הנרשמות, כגון זכות בעלות או זכות חכירה במקרקעין או פטנט. כאשר נרשמת זכות בעלות או זכות לחכירת נכס, הרי שהיא מתייחסת לנכס מסוים. לפיכך, צד שלישי המבקש ליהנות מבחינה כלכלית מנכס זה, יידע להדיר את רגליו מן הנכס האמור בשל רישום הזכות הקודמת. עצם רישום הזכות מספק את מלוא המידע הדרוש לצדדים שלישיים. לא כן באשר לזכות השעבוד. המידע החיוני לנושים אחרים של החייב על אודות נושה עדיף מהם מכוח זכות שעבוד אמור להתמקד בשתי נקודות, אשר רק שקלולן יחדיו יסייע לנושים האחרים לכלכל את צעדיהם בהתאם. שתי נקודות אלה הן: (א) הנכסים שבנוגע להם נהנה הנושה מעדיפות; (ב) שיעור החוב כלפיו (אשר ייפרע תחילה מן הנכסים האמורים).

47 שלושת העניינים האמורים הם, בהתאמה, נקודות (א)-(ג) המנויות לעיל בפסקה 16.5. נקודה (ד) המנויה שם תידון בהמשך, בפסקה 16.13 ובפסקאות 16.27-16.53.

48 לדיון דיני השעבודים לפי עקרונות החשיבה של דיני הקניין ראו STEVEN L. HARRIS & CHARLES W. MOONEY, SECURITY INTERESTS IN PERSONAL PROPERTY (4th ed., 2006).

49 ע"א 181/73 שטוקמן נ' ספיטאני, פ"ד כח(2) 182 (התשל"ד-1974); ע"א 455/89 קולומבו מאכל ומשקה בע"מ נ' בנק למסחר בע"מ, פ"ד מה(5) 490 (התשנ"א-1991); מיגל דויטש קניין כרך א 127-200 (התשנ"ז); לרנר, לעיל ה"ש 22, בעמ' 286-302; ויסמן, לעיל ה"ש 6, בעמ' 113-135.

רישום מצוי של זכות שעבוד לוקה בדיוק בשני אלה. בעידן השעבודים הצפים, תיאור הנכס המשועבד בטופסי הרישום הוא כוללני ביותר. על פי רוב, בנק הנוטל שעבוד צף בנכסי חברה יציין ברשומת "תיאור הנכס המשועבד" כי מדובר בכל נכסי החברה, לרבות נכסיה העתידיים. כאשר מדובר בהכלאת שעבודים, אין הטופס מפריד בין הנכסים הכפופים לשעבוד קבוע לבין אלה הכפופים לשעבוד צף.⁵⁰ אף גובה החוב המובטח בנכסים האמורים אינו מפורט. ברשומה זו בטופסי הרישום הבנקים נוהגים לציין כי החיוב המובטח בשעבוד כולל כל התחייבות כספית של החברה כלפיהם, בהווה ובעתיד. אכן, מבחינתם של החברה ושל הנושה המובטח, מקל רישום גמיש כאמור למסד יחסי נושה-חייב נמשכים ביניהם. על פי יחסים אלה, תיהנה החברה מאשראי זמין מן הנושה המובטח לאורך זמן, תוך חיסכון בעלויות הכרוכות באיתור מממן חדש וניהול משא ומתן עימו.⁵¹ לפיכך, הסדר מסגרת כאמור עשוי להתגלות כיעיל.

ברם, טענתי היא כי, מבחינת העברת המידע על אודות עדיפותו של הנושה האמור לנושים האחרים של החברה, רישום שעבוד גמיש כאמור אינו מרים לנושים האחרים תרומה של ממש. כיצד בדיוק יכול נושה אחר של החייב לכלכל את צעדיו לאור רישום שעבוד צף (ואולי אף שעבוד כלאיים) להבטחת מסגרת אשראי כאמור מצד הנושה המובטח?⁵² מהו המידע שיפיק נושה אחר מכך ש"כל נכסי החברה מקנים עדיפות לנושה המובטח בעבור כל שקל שהחברה חייבת לו או שתחוב לו בעתיד"? כל שיידע הנושה האחר הוא כי קיים נושה כלשהו אשר יהיה עדיף ממנו בהתמודדות על משאביה המוגבלים של החברה. ברם, הנושה האחר אינו יכול לחשב את שיעורה של עדיפות זו. שיעור זה משתנה מיום ליום ומחודש לחודש. ממילא, נבצר מן הנושה האחר לחשב לעצמו את סיכוני אי הפירעון מצד החברה. אם ירצה הנושה האחר לתמחר את הסיכון שלפניו הוא ניצב, ולתמחרו בריבית שיגבה על האשראי שהוא יעמיד לחברה, יהיה תמחרו לכל היותר בבחינת ניהוש מושכל.⁵³

50 אמנם הסכם ההלוואה והשעבוד, שלא כטופס לרישום השעבוד, מפרט את הנכסים המשועבדים בשעבוד קבוע ובשעבוד צף. אולם, קיומם של פרטים בסעיפי ההסכם, אשר אינם טעונים ציון בפרטי המסגרת המובלטים באמצעות טופס הרישום, עדיין אינו מייחס ידיעה בכוח לנושים אחרים של החייב. ראו עניין אלקטרוניקס, לעיל ה"ש 25.

51 יתרון זה קיבל ביטוי רשמי בחוק המשכון, המאפשר לנושה לקבל שעבוד להבטחת חיוב לעתיד לבוא או חיוב מתחדש. ראו סעיף 1(ב) לחוק המשכון. כך גם ב-UCC, המכיר בתוקף שעבוד להבטחת future advances מצד הנושה. ראו UCC §9-204.

52 Cork Report ¶ 109; וכן FINCH, לעיל ה"ש 28, בעמ' 455-456.

53 מקור מידע זמין יותר ומפורט יחסית על האשראי שחברה צרכה וגיבוייה בבטוחות הוא הדו"חות הכספיים של חברות מדווחות. מלווה-בכוח המעוניין לבחון את מצבה התזרימי של החברה ואת נכסיה החופשיים משעבודים, בטרם יחליט אם להלוות לה או לא להלוות לה, יבחן בקפידה את הדו"חות הכספיים של החברה. ואולם, אף הדו"חות הכספיים של חברות ציבוריות אינם מספקים מידע מלא על אודות שעבוד נכסי החברה. כך, למשל, הדו"חות אינם משקפים ערבויות שהחברה מתחייבת בהן לטובת חברות קשורות, אף על פי שגם ערבויות אלה עלולות להיות מובטחות בשעבוד על נכסי החברה. הערבויות יוזכרו רק בביאורים לדו"חות הכספיים. עובדת היותן של הערבויות מובטחות בשעבודים עשויה אף היא להתבאר בביאורים, אך לא בהכרח. ראו FINCH, לעיל ה"ש 28, בעמ' 456.

16.14 מרשם השעבודים מספק, לכל היותר, מידע מוגבל ביותר לנושים האחרים של החייב אשר יעיינו בו. לא זאת אף זאת, אפילו היה מרשם השעבודים מכיל מידע מפורט על אודות החוב המועדף, הוא לא היה יכול לשמש כמקור לימוד וכבסיס להסתמכות בעבור נושים רבים של החייב. כך, למשל, אין במרשם כדי ללמד דבר את הנושה הבא לעיין בו בשעה שטרם נרשם כל שעבוד על נכס של החייב. אם הרשומה המתייחסת לאותו חייב ריקה בשעת הבדיקה, הנושה אינו יכול להפיק ממנה כל מידע על אודות חישובי הסיכון אשר לפניו הוא ניצב. אכן, נושה כאמור יהיה כפוף לעדיפותו של נושה מובטח אשר רשם את שעבודו בשלב מאוחר יותר, אולם לא ניתן לנמק כפיפות זו בכך שהנושה היה יכול ללמוד על כפיפותו זו מעיון במרשם השעבודים הציבורי. זו הנמקה שאינה שייכת לנסיבות האמורות. ואין לומר כי דין הוא שהנושה יהיה כפוף לעדיפותו של הנושה המובטח משום שהיה עליו לדעת כי נושה מובטח עלול להיכנס לתמונה בהמשך ולרכוש יתרון עליו ומכאן שזהו סיכון רצוני שהוא קיבל עליו. הנמקה כאמור אמנם עשויה לעמוד לעצמה (ולהיחשף לביקורת לגופה), אולם דבר אין לה עם המרשם כמספק מידע לנושים האחרים של החייב. ההנחה בהסבר המסורתי היא כי המרשם מספק מידע ממשי ומפורט על אודות השעבודים. כל עוד לא נרשם השעבוד, אין כל העברת מידע לנושה אחר שבדרך את מצבו של החייב. ממילא, אין נושה כאמור מסוגל לכלכל באופן מושכל את הסיכון המסוים שאליה הוא נחשף. עדיפות של שעבוד, אשר לא היה רשום בשעה שהנושה האחר בדק, יכול שתהא מוצדקת על רקע הבחנה עניינית בין הנושים אך לא על רקע רישומו (המאוחר) של השעבוד. לשון אחר, המרשם כמספק מידע עשוי, לכל היותר, לשמש נימוק להעדפת שעבוד כלפי אלה שהפכו לנושים אחרי הנושה המובטח, אולם לא כלפי נושים שקדמו לו.⁵⁴

16.15 על כל האמור לעיל יש להוסיף כי בעבור נושים רבים מרשם הזכויות אינו נגיש מעיקרא. כך, למשל, נושים בלתי רצוניים, כגון נושים נזיקיים או רשויות השלטון, אינם נושים המחשבים את תביעותיהם ואת סיכונן אי הפירעון מצד החייב, לאור מעמדם היחסי לעומת נושים אחרים שלו. למעשה, נושים כאמור אינם מחשבים את הסיכונים האמורים כלל.⁵⁵ זאת ועוד, ספקים ונותני שירותים שונים אינם בודקים את מרשם השעבודים עובר להתקשרותם החוזית עם החייב.⁵⁶ מרשם השעבודים אמנם נגיש לעיונם, כפי שהוא נגיש לכל אדם, אולם בדיקה כאמור פשוט אינה מתיישבת עם הניהול השוטף של עסקים כאמור. כך, למשל, לא יהיה מעשי לצפות שבעל מוסך או סוכן נסיעות, הנותנים שירות ללקוחם ומאפשרים לו לשלם להם בעד השירות כעבור זמן, יבדקו תחילה את מרשם השעבודים כדי ללמוד אלו נושים יהיו עדיפים מהם אם הלקוח-החייב יהפוך לחדל פירעון.⁵⁷ בדומה, אף

54 מיגל דויטש "פומביות הקניין, חופש הקניין ותאימות השיטה – הצורך במודל וקווים לעיצובו" **משפטים** כג 257 (התשנ"ד).

55 השו"ע"א 4263/04 **קיבוץ משמר העמק נ' מפרק אפרוחי הצפון בע"מ**, פ"ד סג(1) 548 (התשס"ט-2009), בפסקה 44 לפסק הדין של השופטת פרוקצ'יה. עם זה, רשויות השלטון רשאיות לחשב את ממוצע אי הפירעון מצד כלל האזרחים החייבים בתשלומים כלפיהם ולתמחר את הסיכון הכללי האמור בשיעורי התשלומים הנקבעים בחוק.

56 נושים כאמור, אשר אינם בודקים את מרשם השעבודים, מכונים כפי Bebhuk & Fried "נושים בלתי-מסתגלים" ("non-adjusting creditors"). ראו Lucian A. Bebhuk & Jesse M. Fried, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, 105 YALE L.J. 857 (1996).

57 להכרה במגבלות אלה של המציאות המסחרית ראו ע"א 790/85 **רשות שדות התעופה נ' עו"ד גרוס, כונס נכסים**, פ"ד מד(3) 185, 204–206 (התש"ן-1990) (בעניין חברת מעוף נתיבי אויר בע"מ (בפירוק)). יתרה

מלקוחות של חברה שהקדימו ושילמו לה טרם שהיא קיימה את התחייבותה כלפיהם אין לצפות כי יבדקו את מרשם השעבודים וילמדו על מעמדם היחסי בהשוואה לנושים אחרים של החברה.⁵⁸ בעבור כל הנושים הללו, מרשם השעבודים אינו ממלא בפועל כל תפקיד של העברת מידע כנטען.⁵⁹

16.16 לפיכך, דומה כי לפי ההסבר המסורתי, ההסתמכות המכרעת של הדין על רישום שעבודים כתנאי לתקפותם מחטיאה את המציאות.⁶⁰ דווקא ההסבר הקנייני אינו מצליח להצדיק את רישום השעבודים. ואמנם, ההסבר המסורתי של תפקיד מרשם השעבודים מפנה מקומו בשנים האחרונות לטובת הסברים מפוכחים יותר ובעלי זיקה נאמנה יותר למציאות. שלום לרנר טען כי ייתכן שהדרישה לרישום השעבוד לא נועדה להעביר מידע לנושים אחרים של החייב, כי אם לשמש ביטוי חיצוני לעצם קיומו של השעבוד. במילים אחרות, הרישום במאגר מידע פומבי המתנהל על פי דין מצמצם את החשש מפני טענת שווא של נושה כי קיבל זכות שעבוד המקנה לו עדיפות על פני יתר הנושים. הטענה כי מדובר בשעבוד אכזב לא תישמע מפי בעל תפקיד המטפל בחדלות הפירעון של החייב, אם הנושה יוכל להצביע על מעשה עבר (הרישום) המעיד כי אכן זכות השעבוד עומדת לו משעת מתן האשראי.⁶¹ לפי גישה זו, תפקידו של מרשם השעבודים הוא אפוא להקל את הבירור הראייתי על אודות עצם קיומו של השעבוד.⁶² Riz Mokal מייחס למרשם השעבודים תפקיד שונה. לדעתו, רישום השעבודים, ובפרט רישומו של שעבוד צף רחב היקף, אמנם לא נועד להעביר ליתר נושי החייב מידע מפורט על שיעורי החובות המובטחים. ברם, הרישום כן נועד לאותת לכל יתר הנושים על דבר קיומו של נושה מובטח, אשר הוא, על פי רוב, הנושה הפיננסי העיקרי של החייב. איתות זה על אודות קיומו של נושה עיקרי

מזו, בית המשפט העליון אף הכיר בכך שבמציאות ספקים כאמור לא יפנו למרשם השעבודים אפילו כדי לרשום את זכותם שלהם. ראו רע"א 1690/00 מ.ש. קידוחי הצפון בע"מ נ' א. אבגל טכנולוגיה בע"מ בפירוק זמני, פ"ד נז(4) 385 (התשס"ג-2003). שלום לרנר ציין כי אחת הסיבות לכך היא שהספק הממוצע אינו פונה לייעוץ משפטי לשם הגנה על זכויותיו טרם שהתגלע משבר בינו לבין החייב. ראו שלום לרנר "עשור להלכת קולומבו – הלכה, מציאות והרהורי חזרה בתשובה" ספר ויסמן – מחקרי משפט לכבודו של יהושע ויסמן 407 (שלום לרנר ודפנה לוינסון-זמיר עורכים, התשס"ב).

58 FINCH, לעיל ה"ש 28, בעמ' 453-455.
59 השוו עניין אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 55, בפסקה 45 לפסק הדין של השופטת פרוקצ'יה. ראו עוד עניין איסכור, לעיל ה"ש 18.

60 ראו גם Robert E. Scott, *The Mythology of Article 9*, 79 MINN. L. REV. 853, 856-857 (1995) (המחבר טוען כי מערכת רישום השעבודים לפי 9 Article ל-UCC היא מיתוס המשמר את עצמו).
61 לרנר, לעיל ה"ש 22, בעמ' 359-363.

62 ואולם, כאמור, דומה בעיניי כי בחברות מדווחות מקור מידע מהימן לא פחות לעצם קיומו של שעבוד יהיה הדו"חות הכספיים. בשל האחריות המשפטית המוטלת על קברניטיה של החברה באשר לדיווח מטעה בדו"חות הכספיים, ספק אם חברה תעז לציין בדו"חותיה הכספיים שעבוד שמעולם לא נוצר. ראו לעניין זה סעיף 53(א)(4) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968; סעיף 424(א)(ג) לחוק העונשין, התשל"ז-1977. אכן, במקרים שבהם נמסר דיווח מוטעה בדו"חות הכספיים של החברה הוטלה אחריות על נושאי משרה בכירים בחברה, ראו ע"פ 37/07 פרג נ' מדינת ישראל, בעמ' 135 לפסק הדין (פורסם בנבו, מיום ג' אדר ב' התשס"ח, 10.3.2008). כמו כן, גישת רשות ניירות ערך היא כי גם חברה המצויה בקשיים כספיים חייבת בהגשת הדו"חות הכספיים. ראו רשות ניירות ערך, החלטה מס' 105-3, הגשת דוחות כספיים של חברות בקשיים (פירוק, כינוס, הקפאת הליכים) על פי חוק ניירות ערך התשכ"ח-1968 (מיום כ"ו ניסן התשס"ג, 28.4.2003).

נועד להדיר רגלי נושים-בכוח אחרים מהתקשרות עסקית עם החייב. התוצאה שתתקבל היא ריכוז השעבודים והחובות בידי אותו נושה עיקרי. ריכוז השעבודים והחובות בידי ישפר את מלאכת הפיקוח והבקרה על התנהגות הנהלת החייב.⁶³ רישום השעבודים הוא אפוא אך צעד אחד בשורת צעדים המיועדים לרכז את חובות החייב כלפי נושה עיקרי.

16.17 המסקנה העולה מן הדיון שהובא לעיל היא כי מרשם השעבודים אינו כה מהותי וחשוב כפי שנדמה. הוא אינו ממלא תפקיד של העברת מידע לכל אדם אחר בעולם על אודות מצבו הפיננסי של החייב ועל אודות שיעור עדיפותו של נושה קודם. כל שהמרשם משרת למעשה הוא העברת מידע על אודות עצם קיומו של נושה בעל שעבוד קודם, הא ותו לא. מידע זה משמש באופן מציאותי רק את הנושים הפיננסיים האחרים, אולם לא את יתר ציבור הנושים. לפיכך, לעניות דעתי, ראוי לאפשר רק לנושים פיננסיים כאמור לקרוא תיגר על זכות שעבוד שלא נרשמה במרשם השעבודים. זכות בלתי רשומה תינגף מפני זכותו של נושה פיננסי אחר אשר טרח ורשם את שעבודו. ברם, אין לשעות לתביעתו של בעל תפקיד הבא להרהר אחר תוקפו של שעבוד בלתי רשום. לעניות דעתי, שעבוד בלתי רשום לטובת נושה פיננסי עדיין ראוי להיחשב לחוב מובטח כלפי הנושים הלא-מובטחים.⁶⁴

16.18 לסיום עניין זה, ראוי עוד לציין כי אליבא דכולי עלמא אין הצדקה עניינית לשמור על הפיצול הקיים בין הישראלי בין רישום שעבוד על נכסי בשר ודם לבין רישום שעבוד על נכסי חברה. כזכור, רישומו של הראשון מתקיים אצל רשם המשכונות ואילו של האחרון מתקיים אצל רשם החברות. שדות המפתח לרישום ולעיון אצל רשם המשכונות הם שם החייב או מספר הזהות שלו.⁶⁵ אצל רשם החברות, שעבודים נרשמים לפי שם החברה ומספר החברה שהוקצה לה על ידי רשם החברות בעת התאגדותה.⁶⁶ מכיוון שאין הבדל באופן הרישום והחיפוש, אין טעם להחזיק שני מאגרים נפרדים לרישום שעבודים.⁶⁷ ראוי לאחדם ולקבוע רשם שעבודים אחד שבמשרדיו יירשמו כל השעבודים על נכסי חייבים, בלא הבחנה בין החייבים.⁶⁸

63 MOKAL, לעיל ה"ש 29, בעמ' 200.

64 עם זה, יהיה ראוי להטיל על הנושה את הנטל הראייתי להראות כי זכות השעבוד אכן נולדה בהסכם, כפי שנטען. מוסד פיננסי, האמון על כריתת הסכמים מסועפים בכתב, לא יתקשה לעמוד בנטל ראיות כאמור.

65 תקנה 5 לתקנות המשכון (סדרי רישום ועיון), התשנ"ד-1994, סעיף 3 לטופס הודעת מישכון (טופס 1 בתוספת הראשונה לתקנות האמורות), וסעיף 2 לטופס בקשת עיון (טופס 6 בתוספת הראשונה לתקנות האמורות). כאשר הנכס המשועבד הוא כלי תחבורה, ניתן להשתמש גם בסימן הרישוי של כלי התחבורה כבשדה מפתח. ראו תקנה 5(ב) לתקנות האמורות.

66 תקנה 12(א) לתקנות החברות (דיווח, פרטי רישום וטפסים), התש"ס-1999; טופס 10 שבתוספת לתקנות האמורות.

67 רישום מאוחד כאמור קיים אף בארצות-הברית לפי Article 9 ל-UCC. עם זה, אין בקיומו של מאגר שעבודים אחיד כאמור כדי לשלול בהכרח את הדרישה לרישום שעבוד על מקרקעין ברישום כפול – הן אצל רשם המקרקעין והן אצל רשם השעבודים (המאוחד).

68 חשוב לציין כי על פי דברי ההסבר להצעת חוק המשכון, החוק המוצע יחול על חברות ועל חייבים בשר ודם כאחד. כלומר, גם מרשם השעבודים יהיה מאוחד. אולם, סעיף 45(ב) להצעת חוק המשכון מקנה סמכות לשר המשפטים לקבוע כי על סוגים מסוימים של משכונות או חייבים ייעשה הרישום במרשם אחר.

2. זהות הנושה – עדיפות למוסדות כספיים בלבד

16.19 בדומה לשיטות משפט אחרות בעולם, אף בישראל זכות השעבוד אינה מוגבלת ומיוחדת לנושים מסוימים דווקא. חוק המשכון מאפשר לכל נושה ליצור זכות שעבוד לטובתו, באמצעות הסכם בינו לבין החייב. דומה כי פתיחות זו של החוק נובעת מעקרון חופש החוזים. כפשוטם של דברים, כל שני צדדים, חייב מזה ונושה מזה, שיגמרו אומר בדעתם ליצור זכות שעבוד לטובת הנושה, הם בני חורין להגשים תוצאה משפטית זו. ואולם, לעניות דעתי, אף חירות זו אינה כה טבעית ומובנת מאליה. הדיון בעקרונות לפירעון חובות, שנערך בפרק הקודם, הראה כי עדיפותו של נושה אחד היא נחיתותו של נושה אחר. זהו משחק סכום אפס. כל הסכם שתוצאתו היא מתן עדיפות לאחד הנושים, אינו אפוא התקשרות חוזית בין הנושה (שיועדף) מזה לבין החייב מזה, כפי שהוא נראה. עיקרו של הסכם כאמור הוא עיגון מערכת יחסים משפטית מחייבת בין הנושה (שיועדף) לבין יתר נושי החייב. כפי שהבהיר הדיון בפרק הקודם, מתן תוקף להסדר משפטי כאמור טעון הצדקה עניינית.⁶⁹

16.20 ההצדקות הענייניות שהובאו למתן תוקף לעדיפות שעבודים עסקו בעיקרן בתרומת השעבוד לשיפור הפיקוח על התנהגות החייב. ברם, לפי קו מנחה זה, דומה כי ראוי למעצב המדיניות לתחום את זכות השעבוד ולהופכה לזמינה רק לנושים שייטיבו לפקח על החייב. לא כל נושה הוא מפקח יעיל על החייב. נושים אשר אופי עסקיהם אינו מאפשר להם להתמחות בפיקוח על התנהגויות חייביהם אינם מפקחים יעילים, וודאי שאינם זולים. אין לצפות באופן מעשי שיעקבו אחרי מצבו הכספי הכללי של החייב. הוזלת עלויות הפיקוח (ובעקבותיה – הוזלת גיוס האשראי) תושג רק כאשר תינתן עדיפות למפקח היעיל. דברים אלה יפים שבעתיים אליבא דמצדיקים את עדיפות המערכת הבנקאית בשל שיקולים מערכתיים של יציבות פיננסית כלל-משקית.⁷⁰ לפיכך, דומה שהמסקנה המתבקשת היא כי ראוי לייחד את זכות השעבוד אך לנושים מן המגזר הפיננסי, בין שהם בנקים ובין שהם תאגידי חוץ-בנקאיים העוסקים במתן אשראי פיננסי לחברות במשק.

להבדיל מנושים מן המגזר הפיננסי, אין הצדקה עניינית של ממש לתת עדיפות לנושים אחרים של החייב, כגון ספק או נותן שירותים, על סמך פעולת רישום השעבודים כשלעצמה. כאמור, פעולה זו אינה תורמת תרומה של ממש למיצוב נושה אחד מול יתר נושי החייב. אמנם ייתכן כי לנושים אחרים של החייב מגיעה עדיפות פירעון בשל שיקולים נוספים, מלבד שיקולי הפיקוח היעיל.⁷¹ ברם, ככל שתימצא הצדקה לתת עדיפות לנושים אלה, לא יהיה ראוי לתלותה בפעולה המכנית של רישום

69 לעיל פסקה 15.50.

70 לעיל פסקה 15.37.

71 לדיון בעניין זה, ראו לעיל פרק חמישה-עשר ולהלן פרקים שבעה-עשר ותשעה-עשר.

זכויותיהם. אם הם ראויים לעדיפות, יש להכיר בה באופן שיטתי ומובנה בדין, ולא על סמך פעולת רישום אקראית ובלתי משכנעת.

16.21 מסקנתי העיונית היא אפוא כי זכות השעבוד אינה אמורה להיות נתונה לכל נושה באשר הוא, כי אם רק לנושים מן המגזר הפיננסי. גישה זו שלי היא חלק מהשקפה רחבה יותר, אשר תוצג אף בפרקים הבאים, הקוראת למעבר משיטת עדיפויות הנשענת על פעולות משפטיות, כגון רישום זכות או הכללת תניה חוזית, לשיטת עדיפויות הנשענת על תכונות האופי האופייניות למגזרי נושים. עם זה, אין הכרח לקרוא כיום למחוקק לחסום את נגישותם של נושים אחרים, מחוץ למגזר הפיננסי, אל זכות השעבוד. שעבודים המבטיחים נושים אחרים הם ממילא נדירים. מחוץ למגזר הפיננסי נושים ממעטים להשתמש בזכות השעבוד. על רקע מציאות זו, דומה כי ייחוד השעבוד למגזר הפיננסי נעשה מאליו, מכוח פעולות השוק, ועל כן חקיקה מגבילה אינה נחוצה. ואולם, ככל שירבה השימוש בזכויות שעבוד מצד נושים אחרים, יהיה מקום – לעניות דעתי – לשנות את החוק ולתחום את השעבודים רק לנושים מן המגזר הפיננסי.

עם זה, שינוי אחד בדין הנוהג נדרש כבר עתה. כוונתי לגישת הדין לשעבודים שנועדו להבטיח את תביעתו של איש פנים בחברה. אכן, לא פעם נושא משרה או בעל מניות שליטה בחברה מלווה לחברה כסף ודואג כי החברה תשעבד לו נכס להבטחת החוב כלפיו. ברושמו שעבוד זה במרשם השעבודים, כמצוות החוק, רוכש המלווה האמור עדיפות פירעון על פני נושים אחרים של החברה.⁷² לשיטתי, אין לשעבוד כאמור כל הצדקה.⁷³ עדיפות שעבודים נועדה לקדם את הפיקוח היעיל על הנציג, הלא הוא הנהלת החברה, לטובת כל נושי החברה. פיקוח כאמור נועד למנוע מהנהלת החברה את היכולת לפעול באופן פוגע בנושים, בין באמצעות דלדול נכסי החברה ובין באמצעות המרת נכסים יציבים יחסית בהשקעות מסוכנות. דא עקא, פיקוח כאמור יכול שיתבצע רק על ידי נושה חיצוני אשר אינו איש פנים בחברה. נושא משרה בחברה לא יפקח על עצמו מפני פעילות פוגעת. זאת ועוד, אף בעל מניות שליטה לא יפקח על הנהלת החברה לבל תדלדל את נכסי החברה, שכן פעמים רבות הדלדול האמור נעשה באמצעות חלוקת דיבידנדים או תשלום משכורות גבוהות שמהן נהנה בעל השליטה עצמו. לשון אחר, אנשי הפנים בחברה נתונים בניגוד עניינים להבדיל מיתר נושי החברה. לפיכך, איש פנים בחברה אינו יכול לשמש נציג הנושים בפיקוח ובבקרה מפני התנהגות פוגעת של הנהלת החברה (debtor misbehavior). משום כך, אין הצדקה עניינית להכיר בשעבוד לטובת איש פנים, אפילו בכשירותו

72 הדוגמה המובהקת מכול להלוואת איש פנים המובטחת בשעבוד ניתנה בפסק הדין האנגלי המפורסם בעניין *Salomon v. Salomon* [1897] A.C. 22.

73 ראו גם *David A. Skeel, Jr., Recharacterization and the Nonhindrance of Creditors*, 7 EUROPEAN BUS. ORG. L. REV. 259 (2006).

כנושה של החברה.⁷⁴ לטעמי, אפוא, טוב יעשה המחוקק, ותעשה הפסיקה, אם יבטלו שעבודים כאמור מניה וביה.⁷⁵

3. קדימה בזמן כבסיס לעדיפות

16.22 עיקרון מקובל בשיטות משפט רבות הוא כי כאשר שני שעבודים חלים על אותו נכס, יזכה השעבוד המוקדם בזמן בעדיפות על פני זה המאוחר יותר. הטעם העומד ביסוד עיקרון זה לא זכה להרחבה עיונית יתרה. דומה כי עיקרון זה הוא כה מקובל עד כי הכול חשים פטורים מלתהות על קנקנו. לפי ההסבר המסורתי-קנייני של דיני השעבודים, עיקרון זה פשוט להבנה. בדומה לכל תחרות בין שתי זכויות, הכלל הוא כי זכות קניינית ששוכללה כדין תגבר על זכויות אחרות כלפי החייב המשותף ורכושו, ותועדף עליהן. זה לבה של זכות קניינית: עדיפותה לעומת אחרים. על כן, בהיות זכות השעבוד זכות קניינית, אך טבעי הוא שמשוכללה, היא תזכה בעדיפות על פני כל נושה אחר, לרבות נושה שקיבל בהמשך זכות שעבוד נוספת באותו נכס.⁷⁶

לטעמי, הנמקה קניינית זו שוב אינה משכנעת. כפי שכבר הובהר בפרק הקודם, הנימוק הקנייני לעדיפות נושה אחד על פני נושים אחרים אינו נימוק של ממש. תווית הקניין המוצמדת לזכות השעבוד אינה הסיבה, כי אם המסובב. שעבוד נחשב ל"קניין" משום שהוא זוכה לעדיפות, ולא להפך. על כן, לא ניתן לתלות את עדיפותו של בעל זכות השעבוד על פני רעהו בהיותו בעל זכות קניינית, כלומר בהיותו עדיף. זוהי הנמקה מעגלית!⁷⁷ אין זאת אלא שעדיפות השעבוד הקודם בזמן טעונה הצדקה עניינית. הצדקה זו צריך שתשתלב בהצדקה העקרונית והכללית לתת עדיפות לנושה אחד על פני יתר הנושים בנסיבות של חדלות פירעון של החייב המשותף.

16.23 כזכור, עדיפות נושה עשויה להיות מוצדקת אם הוא המועמד המתאים ביותר לפקח על התנהגותו של החייב. קבלת עדיפות תעודד את הנושה לפעול ולפקח על החייב באופן שייטיב עם כל הנושים. עדיפותו של בעל השעבוד הקודם בזמן על פני בעלי שעבודים מאוחרים יותר משתלבת היטב בהסבר זה. מניעת העדיפות מן הקודם בזמן עלולה לפגוע בתמריצו לפקח מקרוב על פעילות החייב. אם יידע נושה מקבל שעבוד כי נושה אחר עלול להופיע בהמשך, ליטול שעבוד באותו נכס כמוהו ולהיות עדיף ממנו או להשתוות לו בפירעון, תפחת נכונותו של הנושה המוקדם לפקח על החייב. הוא יותר מלאכה זו לנושה העתידי (אשר, לפי שעה, קיומו אינו ודאי כלל) אם הנושה העתידי יהיה עדיף ממנו, או שהוא יבקש לחלוק מלאכה זו עם אותו נושה אם יקבע הדין כי עליהם להיפרע שווה בשווה.

74 דוד האן "דחיית חובות" מחקרי משפט כג 33, 52–54 (התשס"ז).

75 פר"ק (מחוזי מרכז) 25351-01-12 התחנה המרכזית החדשה בחל אביב בע"מ נ' נצבא החזקות 1995 בע"מ (פורסם בנבו, מיום ל' אב התשע"ז, 22.8.2017), בפסקאות 80, 178–194, 196, 198 לפסק דינו של השופט ארנון. ראו גם לעיל פסקה 13.51, ה"ש 128.

76 ויסמן, לעיל ה"ש 6, בעמ' 15–16. ראו גם David G. Carlson, *Rationality, Accident, and Priority* Under Article 9 of the Uniform Commercial Code, 71 MINN. L. REV. 207, 211–212 (1986) (מצדיק את הכלל שלפיו הראשון בזמן – עדיף, לפי העיקרון הקנייני שאדם יכול להעביר רק את אשר שייך לו, ולא את קניינו של אחר).

77 ראו גם לעיל פסקה 12.38.

בין לבין, יינטל עוקצו של הפיקוח ויאבד יתרונו של השעבוד. כלל פירעון שונה בין נושים בעלי שעבודים, אשר אינו מבכר את השעבוד הקודם בזמן, לא יגשים אפוא את ייעודה של זכות השעבוד. עם זה, כאשר נושה המקבל שעבוד אכן סובר כי נושה אחר עשוי לפקח טוב יותר ממנו על התנהגותו של החייב, או שנושה אחר עשוי לסייע לו לפקח יחד על החייב, רשאי הנושה הראשון לוותר באופן חוזי על עדיפותו לטובת הנושה האחר. במקרה זה, יהיה הנושה המאוחר עדיף מן הנושה הראשון או שווה לו, כפי שהוסכם בין הנושה הראשון לבין החייב או בין הנושים לבין עצמם.⁷⁸ ואמנם פיקוח משותף של נושים מובטחים ושוויון ביניהם מתקיים לא פעם מכוח הסכמי הלוואה שבין קבוצת בנקים (קונסורציום, בלע"ז) לבין חברות לוות.

16.24 השקפה קרובה לקודמת, ובמידה מסוימת אף משלימה אותה, רואה בעדיפותה של זכות השעבוד אמצעי לריכוז התביעות כלפי חייב בידי נושה עיקרי – לרוב, בנק. לפי שיטה זו, השעבוד תורם לפיתוח יחסים מסחריים נמשכים בין החייב לבין בנק המשמש כנושהו העיקרי וכבקר אמין ותקיף של פעילותו של החייב.⁷⁹ לפי גישה זו, עדיפותו של נושה בעל שעבוד קודם בזמן על פני בעלי שעבודים מאוחרים היא נדבך חיוני בריכוז התביעות בידינו. חתירה תחת עדיפותו של הנושה הקודם בזמן תערער את הבלעדיות שהנושה המוקדם מבקש להשיג באמצעות השעבוד. אם יהיה בידיהם לזכות בעדיפות על פני בעל השעבוד המוקדם, לא יהסו נושים מאוחרים לממן אף הם את החייב. כך יפוצלו התביעות כלפי החייב בין נושים שונים. לפי שיטה זו, פיצול כאמור יפחית את יעילות הבקרה הכוללת על החייב. מיסוד היחסים הנמשכים בין בנק, כנושה עיקרי, לבין החייב דורש אפוא הכרה בעדיפותו של הבנק, כנוטל שעבוד, על פני בעלי שעבודים שנוצרו לאחר מכן.⁸⁰

16.25 עדיפותו של בעל שעבוד הקודם בזמן על פני בעל השעבוד המאוחר היא מוצדקת אפוא. ברם, הקביעה בדין הישראלי מי נחשב לבעל השעבוד הקודם בזמן היא בעייתית. ראינו לעיל כי כאשר נושה מקבל שעבוד על נכס של חייב בשר ודם, הקדימה בזמן נקבעת לפי מועד השכלול, היינו הנושה הראשון שהגיע אל רשם המשכונות הוא שיהיה עדיף. לעומת זאת, עדיפותו של שעבוד על נכס של חברה תיחוס למפרע מיום יצירת השעבוד (אם הבטוחה היא נכס מיטלטלין) או מהיום שבו אישר רשם המקרקעין את השעבוד לרישום אצלו (אם הבטוחה היא נכס מקרקעין), כל עוד מסמכי השעבוד הוגשו לרשם החברות בתוך 21 ימים מן המועד האמור.⁸¹ קיומם של שני מנגנונים שונים לקביעת עדיפותו של נושה בעל שעבוד, המובחנים זה מזה לפי סוג האישיות המשפטית של החייב, אינו מוצדק. אין בו טעם ענייני. אם זמן ההגעה אל הרשם הוא ארוך, יש לקצוב תקופת חסד לרישום כל שעבוד. לעומת זאת, בימינו זמן ההגעה אל הרשם יכול שיהא קצר. לפיכך, אין צורך בתקופת חסד – לא אצל חייב בשר ודם ולא אצל חברה חייבת. אכן, בעידן הטכנולוגי והממוחשב שבו אנו חיים, דומה כי טענה שלפיה לצורך גיבוש מסמכי הלוואה ושעבוד והגשתם לרשם השעבודים דרוש זמן, היא טענה מיושנת ומנותקת מן המציאות העדכנית. בעידן שבו מסמכים מוגשים לבתי משפט בלא מגע יד אדם, פסיקה של בתי

78 סעיף 6(ב) לחוק המשכון.

79 לעיל פסקאות 15.32–15.33.

80 זו גישתו של Mokal אשר נדונה לעיל בפסקה 16.16.

81 לעיל פסקה 16.3.

המשפט מתפרסמת באינטרנט למחרת בבוקר, דו"חות מעבדה של בדיקות רפואיות מתעדכנים ברשת לאלתר, ומשרדי הממשלה לשירותיהם המגוונים זמינים לכל אזרח באופן מקוון, גם המשימה של רישום זכות השעבוד הופכת למשימה פשוטה ובת השלמה במהירות אלקטרונית.⁸² על כן, לעניות דעתי, זמנה של תקופת החסד ביני השעבודים חלף עבר לו זה מכבר. על הקדימה בזמן להיקבע בחוק לפי מועד ההגעה בפועל אל רשם השעבודים, בלא ייחוס של עדיפות למפרע.⁸³ המלצה כאמור ניתנה גם באנגליה על ידי ועדה רשמית לבחינתה של עדכניות דיני השעבודים שם,⁸⁴ אולם המלצתה טרם הפכה להוראה חקוקה.

16.26 קביעת העדיפות של נושה בעל שעבוד לפי מועד שכלול זכותו תואמת לחלוטין את שיקולי המדיניות של ההשקפה שלפיה השעבוד נועד לרכז את התביעות כלפי החייב בידי נושה עיקרי. הובהר לעיל כי מתן עדיפות לנושה בעל שעבוד מוקדם בזמן מביאה לידי הגשמת השאיפה לרכז את התביעות בידי נושה עיקרי. הבנה זו מניחה כי צדדים נוספים אשר ישקלו להלוות כספים לחייב, יבחנו לפני התקשרותם אם כבר קיים נושה עיקרי לחייב זה. אם הם יגלו כי כבר קיים נושה כאמור, הם יעדיפו שלא להלוות לו. בחינה כאמור מתאפשרת רק אם דבר קיומו של הנושה העיקרי כבר תועד אצל רשם השעבודים. לפיכך, לפי שיטה זו, את הקדימה בזמן בין נושים יש למדוד ממועד ההגעה אל רשם השעבודים. לפי ההשקפה שעדיפות שעבוד נועדה לעודד פיקוח יעיל על החייב, יש לדאוג כי משעה שנטל הנושה שעבוד, הוא יהיה עדיף מנוטלי שעבודים מאוחרים יותר. לפי שיטה זו, ראוי להקנות לו עדיפות משעה שנוצר השעבוד. ברם, בלא שכלול השעבוד עלולה להיווצר התנגשות בינו לבין מפקח- בכוח אחר אשר נטל אף הוא שעבוד על אותו הנכס, בלי שהאחד יידע על אודות קיומו של האחר. כדי למנוע התנגשות כאמור מראש, ובשל קלות השלמת המשימה המדוברת, ראוי לעגן את מועד שכלול הזכות אצל רשם השעבודים כמועד הקובע לעניין עדיפות שעבודים בינם לבין עצמם גם לפי השקפה זר.⁸⁵

ד. עיצובו מחדש של שעבוד רחב היקף

16.27 אחרי דברים אלה, ראוי לשוב ולהידרש לשעבוד המקיף המתפשט על כל נכסי החברה. תיארתי לעיל את הדין בישראל בנוגע לשעבוד צף טרם חוק חדלות פירעון. הראיתי כי בישראל השעבוד הצף המשופר הקנה לנושים שילוב של שני יתרונות עיקריים: את יתרון השליטה הצמודה בהתנהלות החברה והבקרה עליה (יתרון הקיים אף באנגליה) ואת יתרון העדיפות על פני נושים מובטחים

82 כיום, נהנית המערכת הבנקאית מנגישות מקוונת לרישום שעבודים אצל רשם המשכונות ורשם החברות. יש לצפות כי בעתיד תהיה אפשרות זו פתוחה לפני כל אדם.

83 ניתן לראות כי, להבדיל מהדין הנהוג כיום, על פי דברי ההסבר להצעת חוק המשכון, המועד הקובע בחוק המוצע הוא מועד הרישום.

84 LAW COMMISSION OF ENGLAND AND WALES, REGISTRATION OF SECURITY INTERESTS: COMPANY CHARGES AND PROPERTY OTHER THAN LAND, A SUMMARY OF THE CONSULTATION PAPER §37 (July 2002).

85 ראו גם לעיל פסקה 16.17.

מאחרים יותר (בשונה מאנגליה). השליטה והבקרה האמורים מוגשמים בעיקר באמצעות האיום המתמיד כי הנושה יבקש מבית המשפט למנות כונס נכסים לנכסים המשועבדים. לכשימתנה כונס נכסים כאמור לכל נכסי החברה (שכן זהו המכלול המשועבד), הוא יחליף את הנהלת החברה. זו ההרתעה היעילה הגלומה בשעבוד הצף מפני נקיטת פעולות בלתי ראויות, כגון השקעות יתר, מצד הנהלת החברה. שעבוד צף משופר מקנה אפוא לנושה יכולת שליטה של ממש.⁸⁶ לצד זאת, ראינו עוד כי השעבוד הצף האמור נבדל עד עתה משעבוד קבוע בשתי נקודות עיקריות: בכפיפותו של השעבוד הצף לחובות בדין קדימה ובחשיפתו הממושכת לביטול בדיעבד מתוקף דין העברת רכוש לידי נושה בעת חדלות פירעון של החייב. חוק חדלות פירעון הותיר את הנפקות הראשונה שבין שני השעבודים אך ביטל את הנפקות השנייה. החוק הוסיף נפקות אחרת. לפי החוק, 25% מתמורת הנכסים המשועבדים בשעבוד צף יופרשו ממנו לטובת פירעון לנושים אחרים.⁸⁷

16.28 היתרון הכפול האמור, שהבנקים, הנושים העיקריים הנוטלים שעבודים צפים, נהנים ממנו – אומר “דרשני”. האמנם נחוצים לנושה שני היתרונות כאחד? מדוע הנושה אינו יכול להסתפק בשליטה בלא עדיפות, או בעדיפות אך בלא יכולת לשנות את השליטה בחברה? מדוע הסדר משפטי הנהגה עשורת שנים באנגליה, הוא השעבוד הצף המסורתי (המקנה שליטה, אך לא עדיפות על פני חובות מובטחים מאחרים), לא היה טוב דיו לבנקאות הישראלית עד כי דאגה לשריינו ביתרון נוסף באמצעות חקיקה בכנסת? כלום ייתכן שהשדולה הבנקאית בכנסת דאגה לתיקון החוק כדי להעניק לבנקים יתרון נוסף, שאינו משקף הסדר משפטי יעיל מבחינה חברתית?⁸⁸

16.29 להבנת ההתחבטות בשאלת הצורך ביתרון כפול, הן של שליטה והן של עדיפות, ראוי להבליט בתמצית את עיקרי היתרונות והחסרונות של עדיפות שעבודים, כפי שהובעו בפרק הקודם. הטעמים העיקריים למתן עדיפות לנושה הם: (א) לשם שמירה על יציבות המערכת הפיננסית; (ב) לשם שכלול הפיקוח והבקרה על התנהגותה של הנהלת החייב, בדרך זו או אחרת. הטעם הראשון, קרי: יציבות המערכת הפיננסית, מתמקד במתן עדיפות פירעון לנושים הפיננסיים. השגת שליטה ובקרה גרידא, ללא הבטחתה של עדיפות הפירעון, אינה מספקת ולא תגשים טעם זה. לעומתו, הטעם השני, העוסק בשכלול הבקרה, יפחית את ההסתברות להתרחשות הסיכונים שהנהלת החברה מסוגלת לשלוט בהיווצרותם, כגון מימון יתר או השקעות יתר. הפחתת סיכונים כאמור תסייע, בסופו של דבר, לחברות להפחית את העלויות לגיוס האשראי. ברם, השאלה שבה נחלקו רבים באשר לטעם זה היא כיצד בדיוק

86 עם זה, את היתרונות של משטור ממסד החברה ובקרת החלטותיו ופעולותיו עשויים הנושים הפיננסיים להשיג גם ללא שעבוד נכסים לטובתם. הסכמי אשראי כוללים באופן תדיר תניה המזכה את הנושה להעמיד את החוב לפירעון מיידי בהתקיים אירועים מסוימים שהותנו בין הצדדים. תניה זו, המכונה גם “תניית האצת תשלומים”, מניבה לנושה אותם היבטי בקרה ומשטור מפני פעילות יתר והשקעות, מימון או חלוקה בלתי ראויים שתזוים הנהלת החברה. ראו David Hahn, *The Roles of Acceleration*, 8 DEPAUL *Bus. & Com. L.J.* 229 (2010).

87 ראו על כך להלן פסקאות 16.63–16.66.

88 לחשד דומה באשר לרצייות ההסדרים ב-9 Article ל-UCC, בשל ההטיה הפוליטית והמסחרית של מנסחי לטובת המגזר הפיננסי, ראו Robert E. Scott, *The Truth about Secured Financing*, 82 CORNELL *L. REV.* 1436, 1463–1464 (1997).

משכללת העדיפות את הבקרה האמורה. כלום לא ניתן להשיג בקרה ופיקוח מיטביים באמצעות תניות חוזיות בלבד המתנות כי בהתקיים נסיבות בלתי ראויות ייחשב הדבר להפרת חוזה יסודית מצד החברה הלווה וכל המימון הבנקאי יועמד לאלתר לפירעון מלא?⁸⁹ כלום אין די בתניה המעמידה חוב לפירעון מידי לשם הגשמת הבקרה האמורה? שני ההסברים העיקריים לתרומתה של העדיפות לבקרת החייב היו:

(א) העדיפות מסייעת לרכז את התביעות בידי נושה עיקרי, וריכוז כאמור יעיל יותר מבקרה מפורצלת.⁹⁰

(ב) העדיפות נחוצה לשם המרצת הנושה לפקח על החייב, שכן בלעדיה ילאה כל נושה לפעול בשל השפעתה של בעיית הטרמפיסט.⁹¹

לכאורה, לפי שני ההסברים האמורים, השליטה שנושה משיג באמצעות שעבוד רחב היקף והעדיפות ששעבוד זה מקנה לו אינם מנוגדים. אדרבה, הם משלימים זה את זה. העדיפות מביאה לידי פיקוח יעיל, אולם הפיקוח יהיה מעשי ומאיים דיו על הנהלת החברה רק אם ילווה בשוט של יכולת להחליפה באמצעות הנושה המפקח.⁹² במילים אחרות, לכאורה, דומה כי דווקא השעבוד הצף האנגלי, בעל העדיפות המוחלטת, היה הסדר לקוי. לעומתו, שכלולו הישראלי של השעבוד הצף וחזיון נראים כהסדר המשפטי הראוי.

1. חסרונותיו של שעבוד רחב היקף בלתי מוגבל

(א) חסרונות יעילות

16.30 לצד תועלתו הנטענת של שעבוד רחב היקף, נזקפות לחובתו מגרעות לא-מבוטלות. ראשית, ראוי לשוב ולהבליט את החסרונות הכלליים של מתן עדיפות מוחלטת לשעבודים בכלל, ולשעבוד רחב היקף בפרט. שלוש הן הבעיות העיקריות הנובעות מן העדיפות המוחלטת של שעבודים. הבעיה הראשונה היא שבאמצעות השעבוד בכלל, והשעבוד רחב ההיקף בפרט, מרוכז עיקר התביעות כלפי

89 דוגמאות טיפוסיות לתניות כאמור הן תניות המחייבות את החברה לעמוד כל משך ההלוואה ביחסים פיננסיים מסוימים (financial covenants, בלע"ז) או תניה האוסרת על החברה לשעבד את נכסיה לנושה אחר (negative pledge clause, בלע"ז). על כוחן המורסת של תניות חוזיות בהסכמי הלוואה ראו Clifford Smith, Jr. & Jerold B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 J. FIN. ECON. 117 (1979). על חולשתה היחסית של תניה האוסרת על חברה לשעבד את נכסיה לנושה אחר, כתניית הגנה על עניינם של נושים לא-מובטחים, ויעילותה של נאמנות המוגנת מפני יצירת שעבודים בנכסיה (נאמנות כאמור מכונה בארצות-הברית, לפי דיני המס, rabbi trust), ראו Randal C. Picker, *Pulling a Rabbi Out of His Hat: The Bankruptcy Magic of Dick Posner*, 74 U. CHI. L. REV. 1845 (2007).

90 לעיל פסקה 15.33.

91 לעיל פסקה 15.36.

92 במובן זה יש דמיון בין תכליתן של ערבויות אישיות, שבעלי מניות ערבים לחובות חברה, לבין שעבוד רחב היקף של נכסי החברה. באמצעות שני מכשירים משפטיים אלה, הנושה משיג הרתעה יעילה כלפי הנהלת החברה ובעלי מניותיה העיקריים מפני עירוב החברה בסיכון יתר לנושה. על ערבויות אישיות כאמור ראו לעיל פסקאות 12.59–12.70.

החייב בידי נושה אחד גדול. נושה זה הוא לרוב בנק. אכן, מוקדם יותר בפרק זה ובפרק הקודם הוסבר כי ריכוזיות זו נחשבת לברכה בעיני רבים. לדידם, היא לב ההצדקה להכרה בעדיפות שעבודים. הא בהא תליא. אישית, איני חולק על ההבנה העקרונית כי בריכוז התביעות טמונה הבטחה לצמצם את בעיית הנציג שבין החייב לבין כלל נושיו. ברם, איני רואה בריכוז זה ברכה טהורה. לצד התועלת האפשרית שבריקוזיות, היא כרוכה בפגמים ובמחיר כבד שאין להתכחש להם. המחיר העיקרי שהריכוזיות גובה הוא הבלעדיות (מונופולין, בלע"ז) שהנושה בעל השעבוד משיג במימון עסקי החייב. כדין כל מונופולין, בלעדיות כאמור עלולה לעוות את הקצאת מקורות המימון של החייב. הנושה בעל השעבוד עלול לגבות מן החייב מחיר מופרז בעבור אשראי נוסף שהלה מבקש ליטול ממנו.⁹³ זאת ועוד, הנושה המובטח עלול למנוע מן החייב מימון, בשל שמרנותו המופלגת של הנושה, אפילו במקרים שבהם הפעילות או ההשקעה שבעבורן החייב מבקש מימון מניבות תוחלת לתשואה חיובית. מונופולין זה מוחרף במשק המתאפיין ממילא בבנקאות ריכוזית. כאשר מספר הבנקים במשק מצומצם והתחרות קטנה מעיקרא, קשה לחברות להעביר את ענייניהן הכספיים כלקוחות מבנק אחד למשנהו. הדבר אפשרי, אך קשה לביצוע והוא כרוך בעלויות רבות בעבור החברות. לפיכך הן נקלעות לא פעם ללפיתה לאורך זמן בידי בנק אחד שהפך למממן כמעט בלעדי של פעילותן.⁹⁴ ריכוז התביעות עלול אפוא לגרום לבעיה של השקעות חסר (underinvestment, בלע"ז) מצד החייב. זהו הפסד כלכלי.⁹⁵

16.31 הבעיה השנייה היא שמתן עדיפות כאמור עלול דווקא לחבל בשאיפה לייעל את הליכי הבקרה על פעילות החייב. בהיות הנושה בעל השעבוד ראשון להיפרע, הוא עלול לקפוא על שמריו ולחדול מלשמור שמירה ערנית ויעילה על החייב. העדיפות המלאה מקנה לנושה תחושת ביטחון כי הוא יפרע מן החייב אפילו בנסיבות שבהן ייקלע החייב למצוקה כספית. כל עוד קיימים נכסים משועבדים, יהיה לו מהיכן להיפרע. תחושת ביטחון כאמור מועצמת את בשעבוד רחב היקף עסקי, שבו פעמים רבות שווי הנכסים המשועבדים גבוה מגובה החובות לנושה המובטח. על כן, הפיקוח הכללי על החייב, לבל יגדיל מרצון את סיכוני החברה, עלול להיפגע דווקא בשל מתן העדיפות המוחלטת לנושה בעל השעבוד.⁹⁶

16.32 הבעיה השלישית הנובעת מן העדיפות המוחלטת של השעבודים היא החצנת סיכוני אי הפירעון אל עבר הנושים שאין ביכולתם לתמחר סיכונים אלה ולהתמודד עמם בהצלחה. החשש הוא שמא הנושה יסכים לתת לחייב אשראי המובטח בשעבוד גם בנסיבות שבהן מתן האשראי מגדיל יתר על המידה את סיכוני הפירעון לכלל נושיו של החייב. החייב והנושה נוטל השעבוד עלולים להסכים לכך, שכן הנושה מגן על הפירעון הפרטי כלפיו באמצעות העדיפות שמקנה לו זכות השעבוד. ברם, יתר נושי החייב נחשפים לסיכון מוגדל, אשר אין ביכולתם לתמחרו. עם נושי החייב הנחשפים לסיכון מוגדל נמנים ספקים ונותני שירותים בסכומים כספיים נמוכים יחסית, נושים שהעמידו אשראי לחייב עוד לפני

David Hahn, *When Bankruptcy Meets Antitrust: The Case for Non-Cash Auctions in Concentrated Banking Markets*, 11 STAN. J. L. BUS. & FIN. 28 (2005) 93

על בנקאות ריכוזית במימון עסקים בישראל ראו גם לעיל פסקאות 5.15–5.14, 5.27–5.26. 94

לעיל פסקה 15.40. 95

לעיל פסקה 15.41. 96

מקבל השעבוד ולפני נושים בלתי רצוניים. נושים אלה אינם מתמחרים באופן מושכל ומלא את נחיתות מעמד הפירעון שלהם מפני עדיפות הנושים בעלי השעבודים. לפיכך, העדיפות המלאה של זכות השעבוד מעוררת חשש למימון בלתי יעיל.⁹⁷

(ב) חסרונות חלוקתיים

16.33 לצד חוסר היעילות העלול להתגלע עקב מתן עדיפות מלאה לשעבוד רחב היקף, ישנם קשיים חלוקתיים אחדים, הנובעים מן השימוש בשעבודים רחבי היקף.⁹⁸ כבר צוין בפרק הקודם כי המשתמשים העיקריים בשעבודים כאמור הם הבנקים. הבנקים הם מגווני סיכונים מטבעם, בקיימם קשרים פיננסיים עם מגוון רחב ביותר של לקוחות. על כן, הם בנויים לשאת ביעילות בסיכונים חדלות הפירעון של חלק מלקוחותיהם. בשונה מהם, הנושים האחרים אינם מפזרי סיכונים כה יעילים. רבים מן הנושים, ובעיקר הנושים בעלי היקף העסקים הקטן יחסית, עלולים לספוג הפסד קשה לעסקיהם עקב אי פירעון חוב של החייב כלפיהם. לפיכך, הטלת סיכונים אי הפירעון בעיקר על כתפי נושים אלה וחיסון הבנקים מכך נראים בלתי צודקים. יתרה מזו, דומה כי אופן השימוש בשעבוד רחב ההיקף על ידי הבנקים אינו מקל, בלשון המעטה, על יתר הנושים. הבנקים נוטלים שעבוד כאמור על כל נכסי החייב בהווה ובעתיד, בלא שמירה על מידתיות בין גובה החיובים כלפי הבנק לבין הנכסים המשועבדים. אמנם, כאשר החוב לבנק הנושה הוא רק של שקל אחד, אזי אפילו ישועבדו כל נכסי החייב לבנק עדיין הוא ייפרע בסכום של שקל אחד בלבד.⁹⁹ ואף על פי כן, הכפפת כל נכסי החייב מראש לבנק, בלא נקיבת השיעור המרבי של ההתחייבויות אשר אותן הנכסים יבטיחו, יוצרת חוסר ודאות אצל יתר הנושים. הללו אינם מסוגלים לכלכל את צעדיהם אם אינם יודעים אם יוכלו אי פעם להיפרע מנכסי

97 לעיל פסקה 15.42. השליטה שהשעבוד רחב ההיקף מעניק עלולה ליצור בעיה נוספת הנגזרת אף היא, בסופו של דבר, מן העדיפות המוקנית לנושה זה. הבעיה היא שהנושה העדיף אינו בהכרח משיא הערך המיטבי של עסקי החייב. לעתים הנושה בעל השעבוד עלול לבקש לפתוח בהליכי מימוש של הנכסים המשועבדים לשם פירעון חובו (מכוח עדיפותו), אפילו בנסיבות שהימנעות ממימוש עשויה להניב ערך גבוה יותר של החברה. השאת הערך עשויה להיטיב עם יתר נושיה, עובדיה ובעלי מניותיה. דא עקא, אם מימוש אלתר יפרע לנושה בעל השעבוד את מלוא חובו, או את רובו ככולו, הוא יגלה אדישות להשאת ערך החברה מעל לשיעור חובו. על כן, העדיפות המלאה עלולה לפגום ביעד היעילות של השאת הערך הכולל של החייב. ראו דוד האן "הגנה הולמת לחובות מובטחים בהבראת חברות" משפטים לב 247 (התשס"ב). בעיה זו וההתמודדות עימה כבר נדונו בפרקים אחד-עשר ושניים-עשר. שני האמצעים העיקריים להתמודד עימה הם הכפפת נושה בעל שעבוד להליכים הקיבוציים ושליטת הבלעדיות בפתחת הליך קיבוצי מן הנושה המובטח. הנושה המובטח, אף כי מורגל ומומחה הוא בהשפעה על פתיחת הליך קיבוצי ועל אופן התנהלותו, כפוף בשני עניינים אלה, כשאר הנושים, לשיקול דעתו של בית המשפט. בית המשפט הוא הפוסק האחרון, ולא הנושה המובטח. ראו לעיל פסקאות 11.28, 12.10–12.12.

98 William J. Woodward, Jr., *The Realist and Secured Credit: Grant Gilmore, Common Law Court and the Article 9 Reform Process*, 82 CORNELL L. REV. 1511, 1529 (1997) (“[A]lthough conclusions of one sort or another about the efficiency of secured credit (broadly conceived) will no doubt be important, efficiency is only part of what should be involved in setting policy. The priority of secured credit is as much a question of distributional fairness as it is a question of efficiency”).

99 GRANT GILMORE, SECURITY INTERESTS IN PERSONAL PROPERTY 361 (Vol. I, 1965)

החייב. הנושה, מקבל השעבוד, אף קובע את הריבית על הלוואתו בעת מתן האשראי. אם ירכוש החייב נכסים נוספים בהמשך, יוכפפו אלה מאליהם לשעבוד רחב ההיקף. כל עוד לא גדלו אף התחייבויות החייב כלפיו בפועל, אמורה רכישת הנכסים לחזק את בסיס הביטחון ולצמצם את סיכון אי הפירעון מצד החייב. אף על פי כן, הנושה – על פי ההסכמים המקובלים – אינו מסכים לעדכן את שיעור הריבית על הלוואתו ולהזילה לאור שיפור בסיס הביטחון מצד החייב. בכך הוא רוכש יתרון כספי נוסף ובלתי נחוץ מבחינה כלכלית אשר פוגע בהתאמה ביתר נושי החייב.¹⁰⁰

(ג) עיוות עקב ההבחנה בין שעבוד צף לבין שעבוד קבוע

16.34 קיים גם חשש מעשי שדין המבחין בין שעבוד צף לבין שעבוד קבוע גורם לעיוות נוסף. כאמור, על פי רוב, הבנקים נוטלים שעבודים רחבי היקף בדרך של הכלאת שעבודים, כלומר שילוב של שעבוד צף בשעבוד קבוע.¹⁰¹ החשש הוא שהבנקים ישתמשו בשעבוד כלאיים זה כראות עיניהם. כך, למשל, חובות בדין קדימה אמורים להיפרע לפני שעבוד צף אך כפוף להוצאות הפירוק.¹⁰² לעומת זאת, חובות בדין קדימה כפופים לעדיפותו של שעבוד קבוע. החשש הוא אפוא כי כאשר כונס הנכסים יממש נכס הכפוף לשעבוד קבוע, הוא יזקוף את ההוצאות למימוש הנכס לחובת ההוצאות למימוש יתר הנכסים המשועבדים בשעבוד צף. דבר זה מתאפשר בשל כריכת שני השעבודים יחדיו, בלא הבחנה בין הנכסים הכפופים לשעבוד הקבוע לבין אלה הכפופים לשעבוד הצף. עם זה, הכונס המממש – אחד הוא. לפיכך, הוא עלול לרכז את כל הוצאותיו יחד ולייחסן ל"הוצאות מימוש השעבוד הצף".¹⁰³ בעשותו כך, הכונס מטיל את עלות כל הוצאותיו, לרבות ההוצאות למימוש הנכס הכפוף לאמיתו של דבר לשעבוד קבוע, על הנושים שיש להם חובות בדין קדימה.¹⁰⁴ אלמלא יוחסו העלויות למימוש הנכס האמור לשעבוד הצף, והיו נזקפות כראוי כהוצאות למימוש שעבוד קבוע, הן היו משולמות מכיסו של הבנק המובטח בשעבוד הקבוע, ולא מכיסיהם של הנושים אשר להם חובות בדין קדימה.¹⁰⁵

100 FINCH, לעיל ה"ש 28, בעמ' 455.

101 לעיל ה"ש 41.

102 סעיפים 231(2), (3), 233(ג), 234(ב) לחוק חדלות פירעון. קדם להם סעיף 354(ג), (ד) לפקודת החברות.

103 על נאמנותו הטבעית של כונס נכסים לנושה בעל שעבוד צף ראו לעיל פסקה 4.25.

104 Julian R. Franks & Oren Sussman, *Financial Distress and Bank Restructuring of Small to Medium Size UK Companies*, 9 REV. FIN. 65 (2005).

105 דוגמה מספרית אופיינית מובאת אצל MOKAL, לעיל ה"ש 29, בעמ' 217, ה"ש 132: נניח שהנכסים הכפופים לשעבוד קבוע מניבים 100, הנכסים הכפופים לשעבוד צף מניבים עוד 100, והעלויות הכוללות של כונס הנכסים הן 50. נניח עוד כי הנושה, בעל שעבוד הכלאיים, תובע מהחברה 200 וכי החובות בדין קדימה מסתכמים אף הם ב-200. נניח כי כונס הנכסים ייחס מחצית מהוצאותיו למימוש הנכסים הכפופים לשעבוד קבוע, ומחצית – למימוש הנכסים הכפופים לשעבוד הצף. הפירעון יהיה אפוא זה: הבנק יפרע ב-75 (100 שמניבים הנכסים שבשעבוד קבוע פחות 25 שהן עלויות מימוש שעבוד זה) והנושים בעלי החובות בדין קדימה יפרעו ב-75 (100 שמניבים הנכסים שבשעבוד צף פחות 25 עלויות מימוש שעבוד זה). ברם, אם כונס הנכסים ייחס אך רבע מהוצאותיו למימוש השעבוד הקבוע ואת היתר למימוש השעבוד הצף, יוטה הפירעון עוד יותר לטובת הבנק, כדלקמן: הבנק יפרע ב-87.50 (100 שמניבים הנכסים

2. הצעה לעיצוב מחדש של שעבוד רחב היקף

16.35 מכל האמור עולה אפוא כי שעבוד רחב היקף טומן בחובו הבטחה ליעילות בפיקוח על החייב, אך זהו שטר ושוברו בצדו. לצד ההבטחה אורבות סכנות. ואמנם הסכנות שבשעבודים כאמור הביאו בשעתו את ועדת Cork באנגליה לידי הערה על השעבוד הצף כהאי לי שנא: "The matter for wonder is that such a device should ever have been invented by a Court of Equity"¹⁰⁶ אין לחדד, הקביעה אם בשורה התחתונה תועלתם של שעבודים רחבי היקף ושל ריכוזיות האשראי הכרוכה בהם רבה מנזקם, היא קביעה מורכבת. קשה למדוד זאת במחקרים.¹⁰⁷ בשל היות השעבוד רחב ההיקף מכשיר ותיק ומקובל בשוק הפיננסי שלנו, יהיה זה פזיז ונמהר לפוטרו באחת. בלא מידע מבוסס דיו, סבורני כי יש לשמור מכשיר זה ולאפשר למערכת הבנקאית להוסיף להשתמש בו.¹⁰⁸ עם זה, ניתן להציע הסדרים משפטיים אשר יקו, לעניות דעתי, חלק מן החסרונות המאפיינים שעבוד רחב היקף ובכך ישפרו את תפקודו בקרב מערך נושי החייב. לעניות דעתי, הצעות אלה ישפרו מכשיר זה וימנעו את הצורך לבטל כליל.

- 16.36 לטעמי, שיפורו של השעבוד רחב ההיקף ניתן להגשמה באמצעות אימוץ ארבעה קווי פעולה:
- (א) אימוץ גישה עקיבה כלפי שעבוד רחב היקף.
 - (ב) מתן עדיפות למממן מאוחר בנסיבות מסוימות.
 - (ג) שחרור נכסים חדשים הנרכשים בהליך של חדלות פירעון מן השעבוד האמור.
 - (ד) המרת העדיפות המלאה של השעבוד האמור בעדיפות חלקית.

קווי פעולה (ב) ו-(ג) יתמודדו עם המגרעות הנובעות מן המעמד הבלעדי שרוכש לעצמו נושה כמממן החייב. קו פעולה (ד), לעומת זאת, יתמודד עם בעיות הפיקוח והחצנת הסיכונים הנובעות מן העדיפות המוחלטת של הנושה מקבל השעבוד. כפי שנראה להלן, בתחילה אימץ הדין בישראל את קו הפעולה השני באשר למימון מאוחר של רכישת נכסים בעבור החייב. בהמשך, תיקון מס' 19 לחוק החברות הרחיב את קו הפעולה האמור והחילו גם על מימון כללי של הליך הבראה. לבסוף, להלן נראה כי חוק

שבשעבוד קבוע פחות 12.5 עלויות מימוש שעבוד זה) והנושים בעלי החובות בדין קדימה ייפרעו רק ב-62.5 (100 שמניבים הנכסים שבשעבוד צף פחות 37.5 עלויות מימוש שעבוד זה).

107 Cork Report, ¶ 107.

107 לעיל פסקה 5.15.

108 על ההתלבטות בנוגע לגישה הראויה, לנוכח חוסר השכנוע האמפירי בדבר יעילות שעבודים או מגרעותיהם, ראו עוד Scott, לעיל ה"ש 88, בעמ' 1462: "In the absence of the data (which we may never know fully) what should lawmakers do? One approach is to resolve doubts in favor of Article 9 and the current regime of full priority for secured claims. Steve Harris and Charles Mooney argue strenuously that the redistributive effects of nonadjusting, nonconsensual creditors are trivial and that other voluntary creditors can compensate by charging rates that reflect, on average, the additional risks of subsequent security. The other response, advocated by Lynn LoPucki and Elizabeth Warren, is to resolve doubts in favor of classes of nonconsensual and consensual unsecured creditors by granting them carve outs from the Article 9 priority scheme and/or special protections in bankruptcy")

חדלות פירעון מאמץ מעתה גם את קו הפעולה השלישי ואת קו הפעולה הרביעי. נעמוד עתה על הצעות אלה כסדרן.

(א) אימוץ גישה עקיבה כלפי שעבוד רחב היקף

16.37 ההבחנה בין שני סוגי השעבודים המסורתיים, השעבוד הקבוע מזה והשעבוד הצף מזה, היא סוגיה אשר העסיקה את הפסיקה האנגלית, ובעקבותיה אף את הפסיקה בישראל, יתר על המידה.¹⁰⁹ הניסיונות להגדיר במדויק אימתי ייחשב שעבוד של קבוצת נכסים רחבה לשעבוד קבוע ואימתי לשעבוד צף, גזלו במרוצת השנים אנרגיה שיפוטית יקרה ומיותרת.¹¹⁰ כזכור, הבדלים אלה נדרשו לצרכים שונים: לשם קביעת עדיפויות בין שעבודים שונים (דבר שהתייחר בישראל, לאור השדרוג בחקיקה במעמדו של השעבוד הצף); לשם קביעת העדיפות בין השעבוד לבין חובות בדין קדימה; לשם קביעת אופן מינוי כונס הנכסים ומימוש הנכסים על ידיו ולשם קביעת טווח המועדים לתקיפה בדעיכה (מתוקף דין העברת רכוש לידי נושה בעת חדלות פירעון) של שעבוד שנוצר בסמוך לפני כניסת החברה להליך של חדלות פירעון. ברם, כפי שראינו, ברבות השנים למדו הבנקים לעקוף את המכשולים שהדין הציב בפניהם באמצעות השימוש בשעבוד כלאיים. ההבחנה בין שני סוגי השעבודים מותרת אפוא פתח לתמרון מצד הבנקים, מחד גיסא, ומכבידה על בתי המשפט את המלאכה, מאידך גיסא. במקום להותיר את ההבחנה הרשמית והטכנית מדי בין שני סוגי השעבודים האמורים, עדיפה בעיניי גישה עקיבה ואחידה אשר תתייחס לשעבוד רחב היקף בשמו זה. שעבוד רחב היקף יהיה בעל יתרונות עדיפות מצד אחד, אך כפוף להגבלות אחדות – מצד אחר. הגבלות אלה יבוטאו בשלושת קווי הפעולה הנוספים של הצעת השיפור ויידונו להלן. העיקר הוא כי הן היתרונות (בעדיפות ובשליטה) והן ההגבלות יחולו על כל שעבוד רחב היקף באשר הוא. לא תהיה עוד הבחנה בין שני שעבודים דומים על אותם נכסים. דין אחד יחול על כל שעבוד כאמור. השעבוד יקבע את התוצאה המשפטית, ולא הכינוי שיכנו הצדדים את השעבוד.¹¹¹ בהצעת חוק המשכון החדש מוצע לבטל את ההבחנה המסורתית בין שעבוד צף לבין שעבוד קבוע.¹¹² הצעת החוק מבקשת להפוך כל שעבוד בישראל, בלא יוצא מן הכלל, לשעבוד קבוע. לשיטתי, כאמור, ביטול ההבחנה בין שני סוגי השעבודים האמור הוא צעד בכיוון הרצוי. עם זה, בשונה מן המוצע בהצעת החוק, עדיין ראוי, לטעמי, גם לסייג שעבוד שיחול על נכסי החייב, רובם או כולם, בסייגים אחדים כמוצע בקווי פעולה (ג)-(ד) לעיל, כפי שיפורטו להלן.

109 על הפסיקה הישראלית בנדון ראו לרנר, לעיל ה"ש 22, בעמ' 74–86.

110 FINCH, לעיל ה"ש 28, בעמ' 102–105, והאסמכתאות המובאות שם.

111 גישה עניינית זו תואמת, למעשה, את התפישה האמריקנית הגלומה ב-9 Article ל-UCC. אמנם דיני השעבודים האמריקניים האמורים אינם מכילים את כל ההגבלות שיימנו להלן, אך גישתם לכל שעבוד היא גישה עקיבה ואחידה החפה מהבחנות מלאכותיות ומיותרות.

112 בהצעת חוק המשכון מוצע לבטל את מוסד השעבוד הצף. על פי ההסדר החלופי, ניתן יהיה ליצור משכון קבוע על נכסיה העתידיים של החברה. מעמדו של משכון זה לא יהיה נחות באופן אוטומטי ביחס לשעבודים ספציפיים של נכסי החברה, והוא ייקבע לפי מועד השכלול של זכות המשכון. ראו דברי ההסבר להצעת חוק המשכון, בעמ' 904.

16.38 לשם השגת התוצאות המשפטיות הרצויות, ובפרט התוצאה שצוינה בקו פעולה (ד) לעיל, יש להגדיר מהו "שעבוד רחב היקף". לצורך הוודאות והאחידות יהיה ראוי לכלול הגדרה כאמור בחוק, ולא להותירה עוד לפיתוח הדרגתי בפסיקה. שעבוד רחב היקף יוגדר כאמור לפי נכסי החייב הכפופים לשעבוד מכוח ההסכם בין הצדדים, כפי ששוכלל כדין. מכיוון שמדובר בהשפעת עדיפות של הנושה בעל השעבוד על מימון החייב ובהשפעותיה של עדיפות זו על יתר נושיו, ברי שעל ההגדרה לבחון את החלק היחסי מכלל נכסי החייב הכפוף לשעבוד האמור ולא את השווי המוחלט של הנכסים. אני מציע אפוא כי שעבוד יוגדר כ"שעבוד רחב היקף" אם הוא חל על 75% או יותר משווי כלל נכסי החייב.¹¹³ מובן מאליו כי חלק הנכסים המשועבדים עשוי להשתנות כאשר השעבוד חל אך על חלק מנכסי החייב, לרבות נכסים עתידיים מאותו סוג. אם ירכוש החייב נכסים נוספים מן הסוג המשועבד, עשוי חלק הנכסים המשועבדים לנושה לגדול ביחס לכלל נכסי החייב. לפיכך, הקביעה אם שעבוד מסוים ייחשב ל"שעבוד רחב היקף" אם לאו תיעשה לפי המועד שבו יתבקש להכפיף את השעבוד למגבלות המצוינות בקווי פעולה (ב)-(ד) לעיל. כלומר, לא שעת יצירת השעבוד היא שתקבע בעניין זה, כי אם שעת מימוש הזכויות. עם זה, לאור התחזית הסבירה כי הבנקים ימשיכו גם בעתיד ליטול שעבוד על כל נכסי החייב, הרי שלעניין שעבודים רבים הקביעה כי מדובר ב"שעבוד רחב היקף" תהיה פשוטה ביותר.

(ב) מתן עדיפות למממן מאוחר בנסיבות מסוימות

16.39 כזכור, אחת הבעיות הגדולות ששעבוד רחב היקף יוצר היא המונופולין המימוני שרוכש לעצמו הנושה בעל השעבוד. אפילו מי שסובר כי ריכוז תביעות בידי נושה עיקרי הוא, ככלל, תופעה חיובית, יודה כי יש לריכוז זה מחיר. המונופולין עלול למנוע מימון מן החייב בנסיבות שבהן המימון היה יכול להיות מנוצל להשקעות בעלות סיכויים לתשואה חיובית. זהו החשש מפני השקעות חסר. תופעה זו מסבה הפסד חברתי. על כן, יש לתור אחר דרכים לצמצם את פגיעתה הרעה, בלי שיאבד היתרון הכללי של הריכוזיות. לשון אחר, יש למצוא נתיב ביניים שישמר את הבנק כנושה עיקרי ומהותי של החייב, מחד גיסא, אך יפתח – מאידך גיסא – ערוצים לנושים אחרים להתקשר אף הם עם החייב כחלופות אפשריות של מימון.

(1) מימון רכישתו של נכס לחייב

16.40 אחת הדרכים האפשריות להגשמת מטרה זו היא לתת עדיפות למממן מאוחר אשר יממן לחייב רכישת נכס חדש, על פני נושה מוקדם בעל שעבוד רחב היקף. במילים אחרות, כאשר יחול מאליו שעבוד רחב היקף על נכס חדש שרכש החייב, אולם יוברר כי נכס זה מומן על ידי אדם אחר, יהיה המממן עדיף בפירעון מתוך תמורת הנכס. פתרון זה יפתח ערוצי מימון חלופיים לחייב וימנע מן הנושה בעל השעבוד המוקדם להכתיב לחייב תנאי אשראי מונופוליסטיים לשם רכישת הנכס החדש. ואמנם, דרך זו נחקקה זה מכבר בישראל. היא מצויה כיום בסעיף 169(ד) לפקודת החברות, וזו לשונו:

¹¹³ מכיוון שבחישוב שווי נכסים ניתן להשתמש באמות מידה שונות, ראוי לקבוע בחוק אמת מידה מוגדרת לחישוב, כגון שווי הנכסים המאזני או שווי הנכסים במכירת חיסול.

”שעבוד נכס שנעשה להבטחת אשראי שאפשר רכישת נכס, יהיה עדיף על שעבוד צף קודם, אם האשראי שימש בפועל לרכישת הנכס המשועבד, והוא בין שהאשראי ניתן בידי המוכר ובין שניתן בידי אדם אחר.”¹¹⁴

סעיף זה אומץ בחוק הישראלי בעקבות ה-UCC האמריקני,¹¹⁵ שם מכונה עדיפותו של מממן כאמור purchase money security interest (PMSI).¹¹⁶ אכן, ההבנה אף שם היא כי עיקר חשיבותו של סעיף זה טמון בשבירת הבלעדיות (מונופולין) שרוכש לעצמו נושה הנוטל שעבוד על כל נכסי החברה.¹¹⁷ לשיטתי, התיקון היחיד הדרוש בסעיף הישראלי בנדון הוא המרת המונח ”שעבוד צף” במונח שהצעתי: ”שעבוד רחב היקף”. ברם, תיקון זה צריך שיתבצע כחלק מתיקון כללי של דיני השעבודים וחדלות הפירעון בישראל, ולא כתיקון מקומי בלבד.

16.41 ההסדר המשפטי של PMSI מעורר שאלה: מדוע דווקא מממן של רכישת נכס חדש זוכה לעדיפות על פני נושה בעל שעבוד רחב היקף מוקדם יותר? מדוע לא ייחנה מעדיפות כאמור אף נושה חדש המממן לחברה את פעילותה השוטפת, כגון מימון המשכורות המשולמות לעובדיה? נניח כי העדיפות למממן של רכישת נכס חדש היא מוצדקת, שכן היא מאפשרת לחברה להתחדש, ובזכות זאת להוסיף ולפעול. ברם, אין בכך כדי להשיב על הקושי שהוצגה לעיל. וכי תשלום משכורות לעובדים אינו פעולה חיונית לצורך המשך פעילותה של החברה? אם כן, במה מותר מממן של רכישת נכס חדש מממן של פעילויות אחרות של החברה? יש להודות: למיטב הבנתי, אין הנמקה עיונית חדה וחותכת מדוע דווקא מממנים של רכישת נכסים יזכו לעדיפות ואילו מממנים אחרים – לא. עם זה, דומני כי קביעת עדיפותו של הנושה המאוחר כפי שעוצבה בחוק האמריקני, ובעקבותיו אף בישראלי, היא קביעה מעשית ומשום כך היא נבחרה. ביחדו עדיפות רק לנושה מאוחר אשר מימן רכישתו של נכס חדש, מקל המחוקק בקביעת העדיפות בין נושים מתחרים. מתן עדיפות למממן של פעילות שוטפת של החברה היה דורש בירור מורכב של מידת החיוניות שבמימון החדש לפעילותה של החברה. לעומת זאת, העדפת נכס מוחשי אינה זרה לדין. באורח מסורתי, הדין חש נוח יותר לקבוע עדיפות יחסית של

114 הוראה מקבילה קיימת גם בסעיף 21 להצעת חוק המשכון. לדיון בסעיף זה ראו לרנר, לעיל ה"ש 22, בעמ' 210–216; כהן, לעיל ה"ש 39, בעמ' 810–820; אירית חביב-סגל "זכויות הצבעה והפיקוח על מנהלי חברות ציבוריות" עיוני משפט טו 509 (התש"ן); אייל גבאי "בטוחה לטובת מממן" משפטים כד 351 (התשנ"ד).

115 דברי ההסבר לסעיף 1 להצעת החוק לתיקון פקודת החברות (מס' 3), התשמ"ח-1988.

116 UCC §9-324.

117 George G. Triantis, *A Free-Cash-Flow Theory of Secured Debt and Creditor Priorities*, 80 VA. L. REV. 2155 (1994); וכן MOKAL, לעיל ה"ש 29, בעמ' 181, והמקורות המובאים שם, בה"ש 199; Hideki Kanda & Saul Levmore, *Explaining Creditor Priorities*, 80 VA. L. REV. 2103, 2108–2121 (1994); Francis H. Buckley, *The Bankruptcy Priority Puzzle*, 72 VA. L. REV. 1393, 1437–1439 (1986); David G. Carlson, *On the Efficiency of Secured Lending*, 80 VA. L. REV. 2179, 2190–2191 (1994); George G. Triantis, *Secured Debt Under Conditions of Imperfect Information*, 21 J. LEG. STUD. 225, 247–248 (1992).

צדדים לפי הקשר שלהם דווקא לנכס בעין.¹¹⁸ זאת ועוד, ייחוד העדיפות למממנים של רכישת נכסים חדשים בלבד שומר מפני שחיקה גדולה מדי של העדיפות המוקנית לנושה המוקדם ושל היתרונות הכלכליים שהיא מניבה. לו כל מממן מאוחר היה זוכה לעדיפות, לא היה נותר דבר מעדיפותו של הנושה מקבל השעבוד המוקדם. ייחוד העדיפות למממנים של רכישת נכסים בלבד יוצרת אפוא חריג ראוי המתמודד עם המונופול המימוני, מחד גיסא, אך נמנע מהרס העיקרון הכללי, שלפיו השעבוד המוקדם בזמן עדיף, ומפגיעה ביתרונות עיקרון זה – מאידך גיסא.

(2) מימון הליך הבראה

16.42 ביטוי נוסף למתן עדיפות למממן מאוחר בנכס המשועבד קודם לכן על פני נושה אחר הוא עדיפותו של מממן הליך הבראה. בארצות-הברית, החוק מקנה למממן של חברה בהבראה עדיפות פירעון על פני כל יתר הוצאות ההליך ויתר החובות בדין קדימה.¹¹⁹ המממן לא יוכל לזכות בעדיפות על פני שעבוד קיים, אלא אם כן תוצע לנושה בעל השעבוד הגנה הולמת להבטחת זכותו.¹²⁰ הגנה הולמת כאמור עשויה להיות שעבוד של נכס חלופי או כל אמצעי כלכלי דומה. ברם, בפועל, הנסיבות שבהן יזכה מממן לעדיפות פירעון בנכס על פני בעל שעבוד קיים, אינן שכיחות. בעקבות הדין האמריקני, קבע תיקון מס' 19 לחוק החברות כי מממן אשראי בעת הליך הבראה עשוי לזכות בשעבוד העדיף מנושה בעל שעבוד מוקדם יותר באותו נכס, בכפוף לכך שהנושה המוקדם בזמן מוגן בהגנה הולמת.¹²¹ עדיפות זו נועדה להמריץ מימון להליך הבראה ובכך למסור בידי החייב, או בידי בעל תפקיד שימונה לו, כלי פעולה מעשיים לשם הצלת הפעילות הכלכלית ולהשאת הפירעון לנושים.¹²² ודוקו, בשונה ממממן של רכישת נכס חדש, ייעוד כספי המימון של הליך הבראה אינו חייב להיות רכישת נכסים מסוימים. אפילו יינתן אשראי לשם מימון ההוצאות התפעוליות השוטפות של הליך הבראה, יהא המממן זכאי ליהנות מעדיפות בנכסים החדשים שייצברו בהליך.¹²³

- 118 דוגמאות בולטות בעניין זה הן זכויות העיכבון ותניות שיור הבעלות. ראו על כך להלן פרק שבעה-עשר.
- 119 Bankruptcy Code §364(c). עדיפות זו מכונה שם באופן בלתי רשמי super-priority. ראו, למשל, Bruce A. Henoch, *Postpetition Financing: Is There Life After Debt?*, 8 BANK. DEV. J. 575 (1991); Craig B. Cooper, *The Priority of Postpetition Retainers, Carve-Outs, and Interim Compensation Under the Bankruptcy Code*, 15 CARDOZO L. REV. 2337, 2347–2349 (1994); George G. Triantis, *A Theory of Regulation of Debtor-In-Possession Financing*, 46 VAND. L. REV. 901, 906 (1993).
- 120 Bankruptcy Code §364(d).
- 121 סעיף 350(ב)-(ד) (1) לחוק החברות. ואולם, סעיף 65(ד), (ה) לחוק חדלות פירעון נסוג מתיקון מס' 19 לחוק החברות ומורה כי המממן החדש ייגנה רק משעבוד השווה בדרגת פירעונו לשעבוד קודם שקיים על אותו הנכס, אך לא בדרגת פירעון עדיפה הימנו. ראו גם לעיל פסקה 12.29, ה"ש 56.
- 122 ראו גם לעיל פסקאות 12.29–12.30. על מימון של הליך הבראה כאמצעי לשליטה בחברה ראו לעיל פסקאות 11.37–11.41.
- 123 על השוואת המימון להליך הבראה למימון לרכישת נכסים חדשים, ראו, למשל, Steven L. Schwarcz & Janet Malloy Link, *Protecting Rights, Preventing Windfalls: A Model for Harmonizing State and Federal Laws on Floating Liens*, 75 N.C. L. REV. 403, 428 (1997).

(ג) שחרור נכסים הנרכשים בהליך של חדלות פירעון מן השעבוד

16.43 נושה המבטיח את תביעתו באמצעות שעבוד רחב היקף עלול לחלוש באופן מוחלט על כניסת החברה החייבת להליך הבראה ועל דרכי התנהלותו של ההליך האמור.¹²⁴ כאשר שעבודו של הנושה מקיף את כל נכסי החברה, הקיימים והעתידיים, הרי שכל מוסד כספי אשר ישקול לתמוך בחברה בעת הליך הבראתה ולממנה, יהסס לעשות כן. מוסד כספי כאמור לא יוכל ליהנות מעדיפות פירעון על פני הנושה בעל השעבוד רחב ההיקף, אלא אם כן המוסד הכספי מממן כאמור רכישת נכס חדש. פירעון אשראי שוטף לתפעול עסקי החברה במהלך הבראתה יידחה מפני השעבוד רחב ההיקף. דבר זה עלול לפגום בסיכויים המעשיים של החברה להתנהל בהצלחה ולהבריא.¹²⁵ אשראי בראשית הליך הבראה הוא חמצן חיוני לחברה המבקשת לצלוח את ההליך האמור בשלום.

16.44 ד"ר אירית חביב-סגל הציעה לפני שנים להקנות למממן של הליך ההבראה עדיפות על פני שעבוד רחב היקף, אולם רק בנוגע לערך המוסף שהנכס מניב במהלך פעילותה של החברה המשוקמת.¹²⁶ לפי הצעתה, ייהנה הנושה הקיים מעדיפות פירעון בנוגע לשווי המכירה הכפויה (או שווי הפירוק) של הנכס, ואילו מממן של הליך ההבראה ייהנה מעדיפות בנוגע לשווי העסק החי שמניב אותו נכס. פיצול כאמור והקניית העדיפות למממן בנוגע לשווי העסק החי שהנכס מניב, ייצרו את התמריץ הנכון למממן-בכוח להסכים למימון החברה רק כאשר הוא צופה לה ערך מוסף בהבראתה.¹²⁷ על כן, שיטה זו תעזור להבחין, באמצעות החלטת המימון, בין הבראות ראויות ויעילות לבין אלה שאינן כאלה. כאשר ההבראה אינה ראויה, ההימנעות ממימון החברה תביא, ובדין, לידי פירוק.¹²⁸

16.45 גישת העדיפות שהוצעה על ידי חביב-סגל אכן שובה את הלב. ברם, אליה וקוץ בה. לעניות דעתי, פעמים רבות גישה זו אינה מעשית. סוף סוף, אימתי תיבחן עדיפותו של מממן ההבראה על פני נושה קיים, בעל שעבוד רחב היקף? הלא אם ההבראה תצליח, לא יקשה על החברה לפרוע למממן ההליך את האשראי שהעמיד לה. אין זאת אלא שהעדיפות תיבחן דווקא כאשר ההבראה לא תצליח והחברה תסתחרר, בסופו של דבר, לפירוק. אמנם מממן ההבראה מבקש להבטיח לעצמו עדיפות מראש. חששו העיקרי הוא שמא מהלך ההבראה לא יצליח. לקראת כישלון אפשרי כאמור הוא דורש, בעת מתן האשראי, עדיפות לעצמו. דא עקא, בנסיבות של הבראה שכשלה, על פי רוב לא יהיה ערך מוסף לנכסים המשועבדים. לפיכך, ברוב המקרים, לפי שיטתה, ייגף המממן החדש מפני הנושה בעל

124 על הסיכון שבהותרת שיקול הדעת הבלעדי בעניין פתיחת הליך של חדלות פירעון בידי נושה מסוים ראו לעיל, פסקה 11.29–11.31.

125 על הקשיים במימונו של הליך הבראה לחברות הזנק, בשל היעדר נכסים מוחשיים לביטחון, ראו Scott D. Cousins, *Postpetition of Financing of Dot-Coms*, 27 DEL. J. CORP. L. 759 (2002).

126 אירית חביב-סגל "זכויות בעלי שעבודים בשיקום חברות" **עיוני משפט** טז 263 (התשנ"ב).
127 שם, בעמ' 325–326.

128 לאימוץ גישתה של חביב-סגל על ידי בית המשפט העליון ראו בר"ע 6418/93 MAT Investment Corp. נ' כונס הנכסים של תשלובת שטיחי כרמל, פ"ד מט(2) 685 (התשנ"ה-1995).

השעבוד רחב ההיקף שקדם לו. על כן נפקותה המעשית של גישת חביב-סגל היא להקנות למממן ההבראה עדיפות שנייה בנכסי החברה, לאחר בכורתו של הנושה בעל השעבוד רחב ההיקף.¹²⁹

16.46 לעניות דעתי, המפתח להשגת איזון ראוי בין זכויותיו של בעל שעבוד רחב היקף מוקדם לבין זכויותיו של מממן-בכוח של הליך הבראה הוא באמצעות הגבלת היקף התפרשותו של השעבוד רחב ההיקף ככל שמדובר בנכסים הנרכשים במהלך הבראת החברה. רצוני לומר, משנפתח הליך של חדלות פירעון, תיבלם על פי דין תחולתו של שעבוד רחב היקף. השעבוד לא יחול על נכסים חדשים מעת פתיחת ההליך ואילך. תניית שעבוד הנכסים העתידיים שבהסכם היוצר את השעבוד תחדל בשלב זה לפעול את פעולתה.¹³⁰ תחת זאת, יקובע השעבוד על הנכסים שכבר כפופים לו במועד פתיחת ההליך. אם הנושה בעל השעבוד רחב ההיקף יחשוש מפני פחות שווי בטוחתו ומפני חשיפת חיובו לסיכון של פירעון מופחת עקב כישלון הליך ההבראה, הוא יהיה זכאי לפנות לבית המשפט ולבקש ממנו הגנה הולמת לחובו המובטח.¹³¹ בית המשפט יוסמך לפסוק הגנה הולמת לחוב המוקדם המובטח בשעבוד, לאחר שיבחן מקרוב את היחס בין גובה החוב המובטח לבין שווי הבטוחה ואת סיכון הפגיעה בפירעון לנושה המובטח. אם ישתכנע בית המשפט כי החוב המובטח עלול להיפגע, יוכל בית המשפט לפסוק, כהגנה הולמת, כי השעבוד לטובת הנושה המוקדם יתפשט ויחול אף על נכסים חדשים שיייוספו לחברה בעת הליך ההבראה. שעבוד זה יהיה עדיף מזכויותיו של כל מממן חדש. ברם, פסיקת סעד כאמור על ידי בית המשפט אינה דומה לתחולה מאליה של השעבוד המוקדם על נכסים חדשים מכוח הסכם השעבוד המקורי. בית המשפט יפסוק כך רק אם ישתכנע כי הנסיבות מצריכות את מתן הסעד. לעומת זאת, בנסיבות אחרות, שבהן ישתכנע בית המשפט כי היחס בין סך כל הנכסים המשועבדים לטובת הנושה בעת פתיחת הליך ההבראה לבין שיעור החוב המובטח על ידיהם הוא הולם, ואין סיכון לחובו של הנושה המוקדם, לא ייפסק כל סעד כאמור לטובת הנושה המוקדם. בנסיבות אלה, יוכל מממן חדש ליהנות מיתרון של עדיפות ראשונה בנכסים החדשים שתצבור החברה בעת ההבראה. אכן, חוק חדלות פירעון אימץ את הצעתי זו והוא מקבע את תחולתו של השעבוד הצף (כלשון החקיקה) לנכסים שהיו כפופים לשעבוד, נכון ליום פתיחתו של הליך חדלות הפירעון.¹³²

הצעתה של אירית חביב-סגל, הנזכרת לעיל, היא ליטול כל נכס המשועבד לנושה המוקדם ולפורסו לרוחב, משל היה עוגת שכבות. הבסיס (כלומר שווי הפירוק) יינתן לנושה המוקדם ואילו הקצפת (הערך המוסף של העסק החי) תינתן למממן החדש. לעומת זאת, גישתי היא לחתוך את סך נכסי החייב לאורך ולהפריד בין הנכסים עצמם. בנכסים המוקדמים (כלומר, אלה שנצברו עד פתיחת ההליך) ייחנה מהבכורה הנושה המוקדם, בעל השעבוד רחב ההיקף. בנכסים המאוחרים (כלומר, אלה שנצברו בהליך ההבראה עצמו) ייחנה מהבכורה מממן חדש. לעניות דעתי, שיטתי אינה מגבירה את הסיכון כי ייקרו למממנים חדשים הזדמנויות מימון מלאכותיות, אפילו בנסיבות שבהן אין הבראה ראויה. אין כאן עיוות של שוק מימון ההבראות. נהפוך הוא, יתרונה של שיטתי טמון בכך שהיא מתמודדת עם

129 דוד האן "הגנה הולמת לחובות מובטחים בהבראת חברות" **משפטים** לב 247, 289–290 (התשס"ב).

130 אכן, זה הדין בארצות-הברית – ראו §552 Bankruptcy Code.

131 על הגנה הולמת ראו לעיל פסקאות 12.20–12.39.

132 סעיף 244(א)(1) לחוק חדלות פירעון.

המונופול המימוני שנושה מוקדם, בעל שעבוד רחב היקף, יכול להשיג. שיטתי מעקרת מידי נושה זה את הבלעדיות בנוגע להחלטה אם לקדם הליך הבראה של חברה, אם לאו. שיטתי מעבירה את מוקד ההכרעה בעניין זה, מבחינה משפטית-עיונית, כמו גם הלכה למעשה, לידי בית המשפט. לפי גישתי, לא יוכל נושה בעל שעבוד רחב היקף, המוגן יותר מכפי צורכו, להוסיף לבלוע אל קרבו כל נכס חדש של החברה בלא כל בקרה של הצורך הכלכלי האמיתי בכך. בית המשפט יבחן אם, בנסיבות הצרה הקיבוצית, עדיין יש תפקיד חיובי לתניית שעבוד נכסים עתידיים הפועלת לטובת נושה כאמור, אם לאו. בחינה זו תהיה בחינה עובדתית ועניינית לפי נסיבות המקרה הנדון.

(ד) המרת העדיפות המלאה בעדיפות חלקית

16.47 העדיפות המלאה ששעבוד רחב היקף מעניק לנושה יוצרת בעיות של יעילות ושל צדק גם יחד. עדיפות כאמור פוגמת בתמריץ הנושה לפקח כראוי על פעילות החייב, שכן הנושה מוגן ממילא. העדיפות עלולה לגרום לחייב ולנושה המובטח ליצור ביניהם התקשרות שתחזין סיכונים אל יתר הנושים אשר אינם ערוכים להתמודד עם החצנה זו. זאת ועוד, העדיפות מגוננת במיוחד דווקא על בנק, הנושה הערוך יותר מכול אף בלעדיה, לספוג הפסדי פירעון ולשאת בהם באמצעות פיזורם בקרב כלל לקוחותיו. לעומת זאת, הנושים החלשים יותר נחשפים עוד יותר לסיכונים אי הפירעון, בשל נחיתותם בגלל עדיפות גורפת זו. כדי לרפא פגמים אלה שבעדיפות המוחלטת, אני מציע לאמץ אופן פירעון חלופי לשעבודים רחבי היקף, הוא **עקרון העדיפות החלקית**.¹³³ ההצעה היא שנושה בעל שעבוד רחב היקף לא ייהנה מעדיפות מלאה על פני נושים אחרים, כי אם מעדיפות חלקית. מתוך סכום החוב המובטח יופרשו עד 15% והנושה המובטח לא ייהנה מעדיפות בהם.¹³⁴ הנושה המובטח אמנם ייהנה מעדיפות פירעון בנוגע ליתרת השווי המופק מן הנכסים המשועבדים לו. ברם, החלק המופרש ייחוד לפירעון החובות הלא-מובטחים לפי עקרון השוויון.¹³⁵

133 הצעה זו עשויה לשמש מענה אף לתהיותיו של יחיאל בהט בעניין העדיפות המוחלטת שזכות השעבוד מקבלת על פני יתר נושיו של חייב חדל הפירעון. ראו יחיאל בהט "גבולות החלוקה הבינארית בדיני תחרות" **ספר שמגר** כרך ג – מאמרים 459 (התשס"ג).

134 במהדורה הראשונה של הספר הצעתי להפריש 25% מן החוב המובטח. ברם, במחשבה שנייה, דומני כי ראוי לאמץ שינוי כאמור במשטר העדיפות של חובות מובטחים, באופן מדוד וזהיר. לפיכך, דומני שנכון להציע שיעור הפרשה מתון יותר ועל כן אני מציע הפרשה של 15%.

135 לכאורה, יוכלו נושים להתחכם ולרוקן מתוכן את העדיפות החלקית. לפי הצעתי, יחול כלל העדיפות החלקית רק על שעבודים רחבי היקף. כפי שהצעתי לעיל, לשעבוד רחב היקף ייחשב שעבוד החל על 75% או יותר מנכסי החייב. לפיכך, נושה המבקש לחמוק מכלל העדיפות החלקית יתחום בהסכם את שיעור שעבודו ל-74.9% מנכסי החייב. ברם, תחימת שעבוד כאמור אינה בעייתית בעיניי, כיוון שאין היא מרוקנת מתוכן את השעבוד רחב היקף. להפך, תחימת השעבוד באופן רצוני תגשים את מרבית המטרות שהעדיפות החלקית מבקשת להגשים: היא תותיר נכסים פנויים מן השעבוד לחלוקה לנושים אחרים; היא תגוון את מקורות המימון, ובמידה מוגבלת היא עשויה גם להגביר את עניינו של הנושה בעל השעבוד בהשאת ערכו הכללי של החייב וביכולת להחליף את הנהלת החייב בעת צרה. לפיכך, אני סבור כי גם במשטר של עדיפות חלקית יהיה לנושה תמריץ אישי ליצור שעבוד רחב היקף. עם זה, יהיה על בתי המשפט להידרש לאפשרות שנושים אחדים ייטלו כל אחד שעבוד בחלק מסוים מנכסי החייב, וביחד יחולו שעבודיהם על

16.48 שאלה מעניינת תהיה אם ראוי לאפשר לנושה המובטח בשעבוד רחב היקף לחלוק באופן שוויוני עם יתר הנושים הלא-מובטחים את הקרן שנוצרה מהפרשת הנכסים האמורים. בעניין זה תיתכנה שתי אפשרויות. אפשרות אחת היא לאפשר לו לחלוק עמם, כלומר בנוגע ליתרת החוב כלפיו שלא נפרעה מן השעבוד לראות בו נושה לא-מובטח הזכאי אף הוא להיפרע מן הנכסים המופרשים.¹³⁶ האפשרות החלופית היא כי הנושה בעל השעבוד לא יורשה להיפרע כלל מן הנכסים המופרשים לטובת הנושים הלא-מובטחים.¹³⁷ מבחינה חלוקתית, ניתן להגיע לתוצאות דומות לפי כל אחת משתי החלופות. לפי החלופה הראשונה, יזכה הנושה המובטח לפירעון מתוך החלק שבו נשמרת עדיפותו בנכסים המשועבדים לטובתו בצירוף חלקו היחסי בנכסים המופרשים לטובת כלל הנושים. לפי החלופה השנייה ניתן להגיע לתוצאה דומה באמצעות הקטנת שיעור ההפרשה מן הנכסים המשועבדים – כלומר, הגדלה מעיקרא של החלק בנכסים המשועבדים שבו נהנה הנושה המובטח מעדיפותו.¹³⁸ לשם המחשה נניח כי לחייב יש שלושה נושים, אחד מובטח בשעבוד רחב היקף על כל נכסי החייב ושניים לא-מובטחים. לנושה המובטח יש תביעה של 100, ולכל אחד משני הנושים הלא-מובטחים יש תביעה של 80. נניח עוד כי שווי נכסי החייב עומד על 100. עתה נניח כי לפי החלופה הראשונה יקבע כי אחוז ההפרשה מן החוב המובטח הוא 40%. התוצאה החלוקתית תיראה כך: הנושה המובטח ייטול בעדיפות 60. החלק המופרש, 40, ייפרע באופן יחסי שווה. סך התביעות כלפי חלק זה הוא 200 (2 נושים * 80 כל אחד + 1 נושה * 40). הפירעון לכל נושה מן החלק המופרש יעמוד אפוא על 20% (נכסים נותרים בשווי 40 חלקי תביעות בסך 200). לפיכך, לנושה המובטח ייפרעו עוד 8 (20% * 40), ובסך הכול 68 ולכל אחד מן הנושים הלא-מובטחים ייפרעו 16 (20% * 80). לתוצאה דומה ניתן להגיע גם לפי החלופה השנייה, באמצעות הקטנת חלק ההפרשה מן החוב המובטח ל-32%. או אז ייפרעו לנושה המובטח בעדיפות 68, ומן הנכסים המופרשים, בסך 32, יקבל כל אחד משני הנושים הלא-מובטחים סכום שווה, היינו 16.

עם זה, לעניות דעתי, החלופה המאפשרת לנושה המובטח להשתתף, כנושה לא-מובטח, בפירעון החלק המופרש מחובו המובטח היא שתמריץ כראוי את הנושה לפקח על עסקי החייב. אם הנושה לא יורשה להשתתף בפירעון מתוך החלק המופרש, ממילא יקובע שיעור הפירעון שלו אך ורק לפי החלק המובטח. כלומר, בין ששווי הנכסים המשועבדים יחרוג מעט משיעור חובו ובין שיחרוג הרבה, בכל מקרה ייפרע הנושה בשיעור קבוע. לפיכך, לא יהיה לו תמריץ אישי לקדם הליכים אשר ישיאו את ערך נכסי החייב.¹³⁹ לשם המחשת הטענה, נניח כי שיעור ההפרשה שייקבע הוא 15%. נניח עוד כי שיעור חובו של הנושה הוא 100. נניח כי יתר חובות החייב מסתכמים ב-200. לפי חלופה זו, בין ששווי סך

75% או יותר מנכסי החייב, אף שהשעבוד של כל נושה כשלעצמו לא יחרוג מכך. בנסיבות כאמור, אם יוכח לבית המשפט כי הנושים פעלו כל העת בעצה אחת והפעילו קונסורציום מלווים יוסמך בית המשפט לראות בשעבודיהם מקשה אחת ולהחשיבם לשעבוד רחב היקף.

136 זו גישתם של Bebachuk & Fried, לעיל ה"ש 56, בעמ' 909–910.

137 זו הגישה הנוהגת כיום באנגליה לפי ה-Enterprise Act. על הדין האנגלי בעניין זה ראו להלן פסקה 16.50.

138 האפשרות החלופית דומה בהשאלה להלוואה המובטחת בזכות שעבוד בלא זכות חזרה (non-recourse loan).

139 לפי חלופה זו, תמריץ כאמור יתקיים רק כאשר הנושה הוא מלכתחילה מובטח בחסר.

כול נכסי החייב המשועבדים בשעבוד רחב ההיקף עומד על 150, 200 או 250, הנושה יודע כי בכל מקרה הוא יפרע מתוכם בשיעור קבוע של 85 בלבד. לפיכך, הוא עלול לגלות אדישות לכל השאת ערך העולה על 100. ברם, אם יורשה הנושה להשתתף, כנושה לא-מובטח, בפירעון מתוך החלק המופרש, הרי שכלל שיגדל ערך הנכסים (ועימו כושר הפירעון של החייב לאחר פירעון החוב המובטח), יגדל גם שיעור פירעונו האישי. לפיכך, לפי חלופה זו, הנושה יומרץ באופן אישי לדאוג להשאת ערך נכסי החייב.¹⁴⁰ מכך ייהנו אף יתר הנושים ובעלי העניין בחברה.¹⁴¹ על כן זו החלופה הראויה בעיניי.

16.49 יתרונו של משטר העדיפות החלקית המוצע בזה הוא אפוא שיפור הליך חדלות הפירעון ושילובו הנכון של הנושה המובטח בו, אך אין זה יתרונו היחיד. עדיפות חלקית עשויה לרפא את הפגמים של העדיפות המלאה שנמנו לעיל. מבחינה חלוקתית, העדיפות החלקית תיחד חלק מנכסי החייב לפירעון לכל אותם נושים שאינם נוהגים ליטול שעבודים. נושים אלה, כפי שכבר הובהר לעיל, הם נושים מתוחכמים פחות, בעלי נגישות נמוכה למידע פיננסי על אודות החייב ומוגבלים באופן יחסי ביכולת לגוון את סיכוניהם. הגדלת חלק הפירעון לנושים אלה, כשלעצמה, היא תיקון ראוי בעיניי. המצב הנוכחי, שבו נושים כאמור זוכים בפירורים ובשאריות לאחר שהנושים המובטחים כילו את עיקר העוגה, אינו צודק. חלוקת הכוחות בין הנושים השונים אינה מאוזנת. בעקבותיה, גם פירעון החובות בשיטה הנוכחית אינו מאוזן. הפרשה לטובת נושים לא-מובטחים תרעיף מעט חסד אף על יתר נושיו של החייב. עדיפות חלקית תסייע אף היא, בדומה למימון של רכישת נכס חדש, לפתיחת אפיקי מימון נוספים לחייב מלבד האשראי הבנקאי. עדיפות מלאה מקבעת את מעמד הבנקים כנושים הבלעדיים של חייבים מסחריים. אף כי יש טעם כלכלי בריכוז התביעות בידי הבנקים, התוצאה הקיצונית של בלעדיות אינה רצויה. לעומת עדיפות מלאה, במשטר של עדיפות חלקית נושים נוספים יהססו פחות להתקשר בעסקים עם החייב. לפיכך, יוכל החייב לממן את פעילותו אף ממקורות כספיים לא-מובטחים.¹⁴² העדיפות החלקית גם תצמצם מעט את תחושת הביטחון של הנושה מקבל השעבוד. היא שומטת מידי חלק מן הנכסים שמהם הוא ביקש להיפרע בתוקף בכורתו. כאמור, הפקעה חלקית של הבכורה מידי הנושה התפכנה למפקח ערני ויעיל יותר. דווקא כאשר פירעון מלא לנושה לא יהיה עוד כה טבעי ומוכן מאליו, יהיה לו עניין אישי לפקוח עין על אופן התנהלותו העסקית של החייב. הנושה יבקש להניא את הנהלת החייב מפעילות עסקית מסוכנת יתר על המידה. כל הגדלת סיכון מצד החייב תחשוף גם את הנושה המובטח, ולא רק את יתר נושי החייב, לסיכונים אי פירעון. חשיפה זו תרתיע את הנושה מפני

140 Clas Bergström, Theodore Eisenberg & Stefan Sundgren, *Secured Debt and the Likelihood of Reorganization*, 21 INT'L REV. L. & ECON. 359 (2002)

141 עדיפות חלקית עשויה לעודד אף את בעל התפקיד בהליך של חדלות פירעון לבחון ביתר קפדנות וביסודיות את תפקודה של הנהלת החברה עובר לחדלות הפירעון. במשטר של עדיפות חלקית יידע בעל התפקיד כי עדיפות השעבוד אינה מכלה כל חלקה טובה וכי עשוי להיוותר חלק גם לנושים הלא-מובטחים וממילא גם לשכרו האישי. לפיכך, יהיה לו עניין לבחון את קיומן של עילות תביעה אפשריות נגד הנהלת החברה בגין אחריותה לקריסה הכלכלית. כך עשויה להיווסף עוד מערכת של פיקוח בדיעבד על תפקוד הנהלת החברה, מלבד הפיקוח המוקדם שהפעיל הנושה המובטח. ראו Finch, לעיל ה"ש 28, בעמ' 95.

142 לפי הבנה זו, העדיפות החלקית עשויה לשמש חלופה למתן עדיפות לספקים ולנושים נוספים מכוח הסדרים, כגון תניות שיוור בעלות. לדין בחלופיות הסדרים משפטיים אלה ראו להלן פסקאות 17.36–17.37.

השלמה עם פעילות כאמור של החייב או מפני גילוי אדישות כלפיה.¹⁴³ הפנמת סיכון אי הפירעון אף תגרום לנושה להימנע מהתקשרות עסקית עם החייב, כאשר המימון מהווה החצנת סיכון מודעת אל עבר הנושים אשר אינם זוכים לעדיפות מכוח השעבוד. במשטר של עדיפות חלקית, אף הנושה מקבל השעבוד נחשף לסיכון כאמור. לפיכך, הוא יזנה התקשרויות עסקיות עם החייב כאשר התשואה הכללית הצפויה היא שלילית.¹⁴⁴

16.50 ההצעה לזנוח את עקרון העדיפות המוחלטת של שעבודים ולאמץ תחתיו את העדיפות החלקית אינה הצעה חדשה לחלוטין. זו הצעה הנבחנת כבר שנים באקדמיה ובבתי מחוקקים שונים בעולם. בעולם האקדמי מזוהה הצעה זו יותר מכול עם Fried ו-Bebchuk. מאמרם החשוב משנת 1996 תקף את העדיפות המוחלטת שנושים בעלי שעבודים נהנים ממנה.¹⁴⁵ Fried ו-Bebchuk ביקרו בעיקר את החצנת הסיכונים הנובעת מן העדיפות המלאה. לפיכך, כתחליף משפר הם הציעו את העדיפות החלקית ונקבו בשיעור עדיפות של 75% שממנו ייהנה הנושה בעל השעבוד, ו-25% שאותם יחלוק הנושה האמור עם יתר הנושים הלא-מובטחים לפי עקרון השוויון.¹⁴⁶ ארצות שונות בעולם אימצו בשנים האחרונות גרסה כזו או אחרת של עדיפות חלקית של שעבודים. כך, למשל, ב-Enterprise Act, 2002 באנגליה נקבע כי התמורה המתקבלת ממימוש הנכסים הכפופים לשעבוד צף תשמש באופן זה: 50% מ-10,000 הפאונד הראשוניים ו-20% מיתרת התמורה יוקצו לפירעון חובות לא-מובטחים.¹⁴⁷ עם זה, התמורה המוקצה לנושים הלא-מובטחים מוגבלת בסכום מרבי של 600 אלף פאונד (£ 600,000).¹⁴⁸ סכום מופרש זה מכונה שם special-reserve fund או ring-fenced sum. הגבלת עדיפותו של השעבוד הצף על פני נושים לא-מובטחים והפרשת קרן כאמור מן הנכסים הכפופים לו הן במקורן רעיון אשר הופיע בדו"ח ועדת Cork משנת 1982.¹⁴⁹ גם הוועדה שגיבשה את חוק חדלות הפירעון הגרמני הציעה כי 25% מן התמורה המתקבלת ממימוש שעבודים על נכסי מיטלטלין יופרשו לטובת נושים לא-מובטחים.¹⁵⁰ הסדר זה הוצע למחוקק הגרמני על ידי ועדה לחקיקת חוק חדלות פירעון כבר ב-

143 דוד האן "השעבוד הצף בעדיפויות מעגליות" מחקרי משפט טו 117, 140–142 (התשנ"ט).
 144 Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy: Further Thoughts and A Reply to Critics*, 82 CORNELL L. REV. 1279 (1997).
 145 Kenneth N. Klee, *Barbarians at the Trough: Riposte in Defense of the Warren Carve-Out Proposal*, 82 CORNELL L. REV. 1466 (1997), והאסמכתאות המובאות שם, בעמ' 1469.
 146 כהצעה חלופית, הם הציעו לרדות את עדיפות השעבוד מפני נושים בלתי מסתגלים (nonadjusting creditors) בלבד – Bebchuk & Fried, לעיל ה"ש 56, בעמ' 905–909. במאמרם משנת 1997 הם העלו הצעה חלופית שלישית: לתת לנושה בעל השעבוד עדיפות רק על פני נושים לא-מובטחים שהסכימו במפורש להיות נחותים ממנו – Bebchuk & Fried, לעיל ה"ש 144, בעמ' 1327.
 147 Insolvency Act §176A, כפי שהוסף על ידי ה-Enterprise Act, 2002 §252.
 148 Insolvency Act 1986 (Prescribed Part) Order 2003 §3(2), SI 2003/2097.
 149 Cork Report ¶¶ 1538–1549. ועדה זו הציעה הפרשה של 10% בלבד לטובת הנושים הלא-מובטחים מתוך התמורה המתקבלת ממימוש הנכסים הכפופים לשעבוד צף.
 150 Stefan Reinhart, *Germany's insolvency Bill*, 2 INT'L INSOL. REV. 29 (1993).

1985. 151 ברם, לבסוף נדחתה הצעה זו ולא נחקקה כהוראה בחוק חדלות הפירעון הגרמני מ-1994. 152 רעיון העדיפות החלקית קדם אפוא למאמרם של Fried ו-Bebchuk. מעניין לציין כי בעוד שוועדת Cork האנגלית נימקה את הצעתה בנימוקי צדק וחלוקה, התמקדה הוועדה הגרמנית ביעול הפיקוח על התנהגות החייב שהעדיפות החלקית צפויה להניב.¹⁵³

16.51 פינלנד חוקקה חוק חדלות פירעון ב-1993 ובו נכלל לראשונה הליך להבראת חברות.¹⁵⁴ בחקיקה זו הוגבלה העדיפות המוחלטת שממנה נהנה שם בעבר השעבוד הצף. משתוקן החוק איבד השעבוד הצף 40% מן התמורה המתקבלת ממימוש הנכסים הכפופים לו לטובת הנושים הלא-מובטחים.¹⁵⁵ הניסיון המצטבר של ארץ זו הפך אותה לארץ הראשונה שבה השפעות המעבר מעדיפות מלאה של שעבודים לעדיפות חלקית נבחנו גם במחקר אמפירי.¹⁵⁶ הממצאים שם מלמדים שלושה דברים: ראשית, חלק הפירעון הממוצע של נושים לא-מובטחים בתיקים של חדלות פירעון גדל בעקבות התיקון, והפער בין הפירעון לנושים אלה לבין הפירעון לנושה בעל השעבוד הצף הצטמצם במידה ניכרת. שנית, שיעור התשלומים הממוצע לכלל הנושים, מובטחים ולא-מובטחים כאחד, לא השתנה במידה רבה עקב תיקון החוק. לפיכך, מחד גיסא, יש מקום להטיל ספק במידת שיפור הפיקוח על החייב הנובע מן העדיפות החלקית, אולם מאידך גיסא, מכיוון שעלויות הפיקוח והבקרה על החייב לא התייקרו אף הן, ניתן ללמוד כי הבקרה בשיטת העדיפות החלקית אינה פחותה מהבקרה בשיטת העדיפות המוחלטת. שלישית, שלא כטענות המלעזים כי עדיפות חלקית תפצל את התביעות בין נושים רבים יותר, ולפיכך יאמירו העלויות המינהליות של תיקי חדלות פירעון,¹⁵⁷ עלויות אלה לא התייקרו.

- Jochen Drukarczyk, *Secured Debt, Bankruptcy, and the Creditors' Bargain Model*, 11 INT'L REV. L. & ECON. 203, 205 (1991) 151
- Klaus Kamlah, *The New German Insolvency Act: Insolvenzordnung*, 70 AM. BANKR. L.J. 417, 428 (1996) 152
- Insolvenzordnung, Gesetz vom 5.10.1994 (BGBl. I S.2866) (InsO), as translated in: [http://www.bmj.bund.de/files/-Manfred Balz, 685/Insolvenzordnung_engl.pdf](http://www.bmj.bund.de/files/-Manfred%20Balz,%20685/Insolvenzordnung_engl.pdf). לתיאור ההיסטוריה שקדמה לחקיקה זו בגרמניה ראו Manfred Balz, *Market Conformity of Insolvency Proceedings: Policy Issues of the German Insolvency Law*, 23 BROOKLYN J. INT'L L. 167 (1997)
- Drukarczyk, לעיל ה"ש 151, שם. אכן, שלא כהצעתו, החוק האנגלי קובע כי לטובת הנושים הלא-מובטחים יופרשו 20% מתוך הנכסים המשועבדים. כאמור לשיטתי, יש להפריש מתוך שיעור חובו המובטח של הנושה. השיטה האנגלית לא בהכרח ממריצה דיה את הנושה לפקח טוב יותר על החייב. סוף סוף, נושה באנגליה פשוט ידרוש כבטוחה שיעור נכסים גבוה דיו אשר, מבחינה הסתברותית, גם לאחר ניכוי 20% מן התמורה המתקבלת ממימוש נכסים אלה, עדיין ייפרע נושה זה במלוא שיעור חובו.
- Stefan Sundgren, *Does a Reorganization Law Improve the Efficiency of the Insolvency Law? The Finnish Experience*, 6 EURO. J. L. & ECON. 177 (1998) 154
- Clas Bergström, *Theodore Eisenberg & Stefan Sundgren, On the Design of Efficient Priority Rules for Secured Creditors: Empirical Evidence from a Change in Law*, 18 EURO. J. L. & ECON. 273 (2004) 155
- שם. 156
- Douglas G. Baird, *The Importance of Priority*, 82 CORNELL L. REV. 1420 (1997) 157

עם זה, עורכי המחקר מסייגים ומודים כי אין במחקרם כדי להבהיר את השפעות המעבר לעדיפות חלקית על הספקת האשראי מצד המגזר הבנקאי ועל תנאיו.¹⁵⁸

16.52 אכן, הביקורת העיקרית המוטחת ברעיון העדיפות החלקית היא כי בהשוואה לעדיפות מלאה היא תייקר את עלויות האשראי הבנקאי. מכך, טוענים המבקרים, תפסדנה החברות הלוות.¹⁵⁹ אמנם, יש בייקור האשראי הבנקאי כדי לשקף את הצורך של הבנקים לאסוף מידע קפדני יותר על החייב לפני מתן האשראי, בשל צמצום העדיפות המלאה של השעבודים המבטיחים את זכויותיהם. עם זאת, דבר זה כשלעצמו רצוי הוא. איסוף מידע קפדני עשוי להדק את הפיקוח של הנושה המובטח על התנהגות החייב.¹⁶⁰ אך אין לכחד כי קיצוץ בשיעור הביטחונות למערכת הבנקאית עלול לייקר את האשראי המוזרם לעסקים במשק מצידה. חרף כל התמורות והשינויים לאורך השנים, המערכת הבנקאית עודנה ספקית אשראי עיקרית במשק. יציבותה של מערכת זו והספקת אשראי מצידה במחירים נגישים עודם ערך חשוב לכלכלה.¹⁶¹ לפיכך, נכון יהיה להמיר את העדיפות המלאה בעדיפות חלקית של שעבודים רחבי היקף באופן מדוד וזהיר אשר יבוטא בשיעור מתון של הפרשה.

16.53 סיכומם של דברים הוא אפוא זה: מתן עדיפות לשעבוד רחב היקף הוא הסדר יעיל, אולם בעל מגרעות שאין להתעלם מקיומן. לפיכך, ניתן לשפר את תפקודם של השעבודים באמצעות שימור עדיפותם, מחד גיסא, תוך הגבלת עדיפות זו, מאידך גיסא. כפי שהראה הדיון לעיל, דווקא העדיפות החלקית עשויה להגשים את יתרונות העדיפות (והשליטה) של שעבוד רחב היקף תוך צמצום פגיעותיו הרעות. עם זה, ראוי לבחון את רעיון העדיפות החלקית ברצינות ולאמצו, בגרסה שתגובש, באופן מדוד וזהיר. לפיכך, המלצתי היא לקבוע שיעור הפרשה של עד 15% מן החוב המובטח שיוקצה לפירעון החובות הלא-מובטחים.

אכן, במובן מסוים ניתן למצוא קווים מקבילים בין ההסדר המוצע לבין הכללים החלים על שעבוד צף. כזכור, שעבוד צף הוא שעבוד מוחלש אשר עיקר יתרונו הוא בשליטה שהוא מעניק לנושה בעל השעבוד על עסקי החייב. עדיפות בעליו מנושים אחרים – מוגבלת. באנגליה הוא נדחה מפני שעבודים קבועים וחובות בדין קדימה. בישראל, השעבוד הצף המשופר ניגף אך מפני חובות בדין קדימה, אך הוא עדיף משעבודים קבועים שנוצרו לאחריו.¹⁶² הסדר העדיפות החלקית המוצע אף הוא ניגף, בשיעור חלקי, מפני חובות אחרים. כפי שהראה הדיון לעיל, דווקא דחייה זו היא העשויה לשפר את מעלותיו של השעבוד ולרפא את חסרונותיו. במובן זה המלצתי היא אפוא לחזור אל התפישה בדבר העדיפות הרכה מבית מדרשו של המשפט המקובל האנגלי, אולם הצעתי בפרק זה עודנה שונה בשני עניינים חשובים מן ההסדר החוקי הנוהג שם: ראשית, הצעתי היא לזנוח את השעבוד הצף ואת

158 Bergström, Eisenberg & Sundgren, לעיל ה"ש 155.

159 ראו, למשל, Klee, לעיל ה"ש 145, בעמ' 1472–1474; Steven L. Harris & Charles W. Mooney, Jr., *Measuring the Social Costs and Benefits and Identifying the Victims of Subordinating Security Interests in Bankruptcy*, 82 CORNELL L. REV. 1349, 1356–1364 (1997).

160 Bebhuk & Fried, לעיל ה"ש 56, בעמ' 914–915.

161 לעיל פסקה 15.37.

162 לעיל פסקאות 16.9–16.10.

ההבחנה המורכבת בינו לבין שעבוד קבוע, לטובת מבחן אחיד ועקיב שיבוטא במונח "שעבוד רחב היקף". שנית, שעבוד רחב היקף כאמור לא יידחה מפני חובות מובטחים אחרים. בדומה לשיטה בארצות-הברית, הכלל יהיה כי שעבוד ששוכלל, בין מצומצם ובין רחב היקף,¹⁶³ עדיף משעבודים שנוצרו לאחריו (למעט החריגים שנדונו לעיל).¹⁶⁴ אף חובות בדין קדימה לא יהיו עוד קבוצה נכבדה של חובות העדיפה מהשעבוד רחב היקף, ולו מן הטעם הפשוט כי, לטעמי, חובות אלה רובם ככולם אינם מוצדקים וראוי לבטלם.¹⁶⁵ קבוצת הנושים שתיהנה מנתח הנכסים המשועבדים שיופרש מחלקן של השעבוד רחב היקף תכלול אפוא את הנושים הלא-מובטחים.

ה. צבירת ריבית על חוב מובטח

1. הפרשנות לפני חוק חדלות פירעון

16.54 החוב המובטח הזוכה לעדיפות על פני חובות לא-מובטחים הוא סכום קרן החוב אשר כנגדה יש ערך בבטוחה. השאלה הנשאלת היא אם לבד מקרן החוב תחסה גם הריבית הנצברת על החוב בעדיפות האמורה. בעניין הזכאות לריבית בהליכי חדלות פירעון קיימות היו בדין שתי מגבלות. ראשית, סעיף 134(א) לפקודת פשיטת הרגל הגביל את שיעור הריבית הנצברת על חוב שהוכר בהליך. סעיף זה לא איפשר לצבור על החוב כל שיעור ריבית שהוא, כי אם שיעור ריבית המוגבל לשיעור הקבוע בסעיף 4 לחוק פסיקת ריבית והצמדה, התשכ"א-1961. שנית, סעיף 81 לפקודת פשיטת הרגל הסמיך את בעל התפקיד לצרף במשך ההליך רכיב של ריבית לקרן החוב. סמכות זו ננקטה על פי שיקול דעתו של בעל התפקיד. שני הסעיפים האמורים פורשו באופן מסורתי כסעיפים הקובעים את דין צבירתם של שיעורי הריבית על חובות לא-מובטחים. הפרשנות המקובלת הייתה כי סעיף 134 נועד להגביל את שיעור הריבית שניתן לצבור ולצרף לקרן החוב המוכר בהליך בהתייחס לתקופה שקדמה לפתיחתו של הליך חדלות הפירעון. הגבלה זו נועדה למנוע שינוי ביחס שבין החובות הלא-מובטחים לבין עצמם. שינוי כאמור הוא תוצאה של קציבת שיעורים גבוהים במיוחד של ריבית על חלק מחובות אלה מכוח הסכמי האשראי שבין החייב לנושים מסוימים בעלי כוח מיקוח.¹⁶⁶ לעומתו, סעיף 81 פורש כמותיר שיקול דעת לבעל התפקיד לקבוע כי חוב לא-מובטח יזכה לתשלום ריבית בתקופה של ההליך עצמו.¹⁶⁷ רוצה לומר: ברירת המחדל של הפקודה הייתה כי בתקופת ההליך ריבית אינה נצברת על

163 שעבוד רחב היקף מכונה בארצות-הברית באופן בלתי רשמי floating lien או blanket lien. ראו, למשל, Alice Haemmerli, *Insecurity Interests: Where Intellectual Property and Commercial Law Collide*, 96 COLUM. L. REV. 1645, 1659, 1743–1744 (1996); William H. Widen, *Lord of the Liens: Towards Greater Efficiency in Secured Syndicated Lending*, 25 CARDOZO L. REV. 1577, 1579, 1610 (2004); Lois R. Lupica, *The Impact of Revised Article 9*, 93 KY. L.J. 867, 895 (2004–2005).

164 חריגים אלה הם שעבוד לטובת מממן רכישתם של נכסים חדשים ושעבוד לטובת מממן של הליך הבראה. ראו לעיל פסקאות 16.39–16.42.

165 לדיון על חובות בדין קדימה ראו להלן פרק תשעה-עשר.

166 רע"א 4644/92 נובל נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד מז(4) 866 (התשנ"ד-1993) (הרעיון המונח ביסוד ההסדר המגביל את גובה הריבית הוא הניסיון להגיע, במידת האפשר, לשוויון בין הנושים).

167 זו אכן הייתה לשונו הברורה של הסעיף: "הנאמן רשאי, לפי שיקול דעתו, לקבוע כי על כל החובות שנתבעו בפשיטת רגל יתווספו – החל מיום צו הכינוס ועד לתשלומם בפועל – ריבית..." (ההדגשה הוספה)

החוב הלא-מובטח, והחריג היה כי ריבית זו תיזקף ותשולם רק אם כך קבע במפורש בעל התפקיד. ברירת המחדל של אי צבירת הריבית נבעה מתוך ההנחה כי, במציאות, בלאו הכי אין די בקופה כדי לשלם את סך כולל החובות שנתבעו ושאושרו במלואם. לפיכך, אין הצדקה וטעם מעשי לצרף עוד שיעורי ריבית לקרן החובות. גם שיעורי ריבית אלה לא ישולמו כלל.

16.55 שני סעיפי הפקודה האמורים לא פורשו כמגבילים את שיעור הריבית שתיזקף ושתיצבר על חובות מובטחים. בשל עדיפותם של חובות מובטחים, הם הוחרגו מהשתתפות בהליך חדלות הפירעון הקיבוצי. באופן מסורתי, נושה מובטח זכאי היה לממש את בטוחתו ולגבות ממנה את חובו, במנותק מן ההליך הקיבוצי.¹⁶⁸ בהתאמה, הפרשנות המקובלת הייתה כי כל הגבלה של ריבית על החובות הנדונים והמטופלים בהליך הקיבוצי לא התייחסה אל חובות אלה. חובות מובטחים אמורים היו להמשיך אפוא לצבור ריבית עד למימוש הבטוחה ופירעון החוב בפועל.¹⁶⁹ תיקון מס' 10 לפקודת החברות נחקק בשנת התשנ"ה-1995 והוסיף לחוק הישראלי את צו הקפאת ההליכים לשם קידום הליכים להבראת חברות. בהליכים אלה, צו הקפאת ההליכים הכפיף גם חובות מובטחים להליך הקיבוצי. בהיותם חלק מן ההליך הקיבוצי ומשתתפים בו, אף כי בעדיפות הפירעון המקורית, התעוררה השאלה אם מגבלות הריבית החלות על חובות לא-מובטחים בהליך של חדלות פירעון חלות בהליך ההבראה גם על חובות מובטחים.

16.56 לצורך הדיון בשאלה זו, נבחין הבחנה עיונית בין שתי מגבלות הריבית האמורות. כאמור, **המגבלה הראשונה** היא סעיף 134(א) לפקודת פשיטת הרגל. זו מגבלה ערכית-חלוקתית המבקשת למנוע פעירת פער נמשך ומוקצן בין שיעורי החובות השונים ובכך לשנות את היחס ביניהם. בהקשר זה יש מקום לטעון כי ניתן להצדיק מגבלה כאמור בין חובות השווים זה לזה בפירעונם. אולם, אין להגביל את צבירת הריבית על חוב העדיף מהם. לפיכך, אין מקום להגביל את הריבית הנצברת על חוב מובטח, טרם פתיחת ההליך, מכוח סעיף 134 לפקודת פשיטת הרגל. נוסף לכך, סעיף 134 מוחל בהליכי פשיטת

– ד' ה'). לעניין זה ראו פר"ק (מחוזי נצ') 59819-11-14 **מרדכי בנימין ובניו עבודות עפר בע"מ (1993) נ' כונס הנכסים הרשמי**, בעמ' 13 (פורסם בנבו, מיום י"ח אייר התשע"ה, 7.5.2015), שם נקבע כי נוסחו של הסעיף מלמד שהחזר החובות שנתבעו בהליך חדלות הפירעון החל מהמועד הקובע (צו כינוס, בקשת פירוק או צו הקפאה) ייעשה ללא ריבית, תוך הותרת שיקול דעת לנאמן להוסיף על התשלומים "ריבית או הפרשי הצמדה וריבית". לדיון על פסק דין זה ראו להלן פסקאות 16.57–16.59. ראו גם פר"ק (מחוזי י-ם) 42153-05-14 **יורשי מייקל ואסתר כריש ז"ל נ' מקור ראשון המאוחד (הצופה) בע"מ (בפירוק)**, בפסקה 23 לפסק דינו של השופט מינץ (פורסם בנבו, מיום ט"ז סיון התשע"ו, 22.6.2016).

168 סעיף 245 לחוק חדלות פירעון מתיר זאת אם בית המשפט לא ציווה על הפעלת עסקי החייב במסגרת הליך ההבראה. קדם לו סעיף 20(ב) לפקודת פשיטת הרגל. ראו על כך דיון בהרחבה לעיל פסקאות 12.4–12.15.

169 בש"א (מחוזי ת"א) 22986/05 **לוגיסטיק בע"מ נ' המשביר הישן בע"מ**, בפסקה 20 לפסק דינו של השופט גורן (פורסם בנבו, מיום ד' שבט התשס"ו, 2.2.2006) (אם בחר הנושה המובטח לממש את בטוחתו שלא על ידי הגשתה של תביעת חוב, אין הוא כפוף לכללים החלים על חלוקת נכסים בין הנושים הרגילים, לרבות הסדרי תשלום הריבית, והוא רשאי לגבות את מלוא הפרשי הצמדה והריבית המגיעים לו).

הרגל ובהליך פירוק חברות על חובות לא-מובטחים בלבד כאמור.¹⁷⁰ לפיכך, מבחינת פרשנות חקיקה, ספק רב הוא אם בהחלתו גם בהליכים להבראת חברות¹⁷¹ ניתן להרחיבו, בדרך של פרשנות פסיקתית גרידא, ולהחילו גם על חובות מובטחים. שמא יש מקום להגביל בעניין זה את הפרשנות בהתאם להגבלה התלמודית של "דיו לבא מן הדין להיות כנידון".¹⁷² המגבלה השנייה היא סעיף 81 לפקודת פשיטת הרגל. סעיף זה מונע צבירת ריבית כשגרה במשך הליך חדלות הפירעון. אכן, יש מקום לעצור צבירת ריבית על חוב לא-מובטח במשך ההליך מן הטעם של חוסר התוחלת שבכך, כפי שצוין לעיל. ברם, בחוב המובטח ביתר, כאשר נותר שווי בבטוחה העולה על גובה החוב כפי שהיה ביום תחילת הליך ההבראה, יש מקום לטעון שיתרת שווי זו אמורה לשמש כמקור פירעון, בעדיפות, גם לריבית הנצברת מכאן ואילך על החוב.¹⁷³ לעומת זאת, כאשר לפנינו חוב מובטח בחסר, אין יתרת שווי בבטוחה לכיסוי קרן החוב. צבירת ריבית ותשלומה על חוב זה ייעשו אפוא בהכרח מן הקופה העומדת לפירעון החובות הלא-מובטחים. בכך עלול להיות מופר השוויון שבין החובות הלא-מובטחים.¹⁷⁴

2. עניין מרכזי בנימין

16.57 בעניין מרכזי בנימין¹⁷⁵ נדונה בבית המשפט בקשה לאישור תכנית הבראה לחברת בנייה לאחר שאסיפות הנושים התכנסו, הצביעו על התכנית ואישרוה. אחד מתנאי התכנית שעליה הצביעו היה שהחובות המובטחים שייפרעו יישאו ריבית, עד לתשלום בפועל, בשיעור הריבית שנקבעה בהסכמי האשראי עם הנושים המובטחים. השופט עלילבוני, אשר דן בעניין זה, אישר את התכנית שזכתה לתמיכת הנושים באסיפותיהם, למעט התנאי האמור בעניין הריבית. השופט קבע בהחלטתו כי הריבית ההסכמית על חובות מובטחים כפופה להוראתו הכופה של סעיף 134(א) לפקודת פשיטת הרגל. השופט פירש בהחלטתו את סעיף 134 והחיל את הגבלת הריבית הקבועה בו על הריבית הנצברת על החוב מיום פתיחתו של הליך חדלות הפירעון ועד לפירעון החוב בפועל.¹⁷⁶ לפיכך, קבע, הנושים אינם

170 החלתה של מגבלת הריבית שבסעיף 134 לפקודת פשיטת הרגל גם בהליך פירוק חברה היא מכוח הוראת סעיף 353 לפקודת החברות.

171 החלתה של מגבלת הריבית גם בהליך של הבראת חברה, היא הרחבה של החלתה בהליך של פירוק חברה. ראו סעיף 350 לחוק החברות.

172 לדיון נרחב בכלל זה ראו בבא קמא כה, ע"א.

173 סעיף 7(א) לחוק המשכון.

174 United Savings Bank Ass'n of Texas v. Timbers of Inwood Forest Assocs, 484 U.S. 365 (1988) פסיקה זו ספגה ביקורת נוקבת בספרות מצדם של אנשי הגישה הכלכלית למשפט עוד קודם לכן, כבר בשעה שנפסקה בערכאות הנמוכות שם. ראו, למשל, Douglas G. Baird & Thomas H. Jackson, *Corporate Reorganization and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy*, 51 U. CHI. L. REV. 97 (1984) – 268 (התשס"ד). ברם, לעניות דעתי, שאלה זו אינה כה חשובה מבחינה מעשית בשיטות משפט כשיטה בישראל, שבהן הליך ההבראה אינו ארוך במיוחד, ודי לנושים בשליטה שלהם בהליך. ראו Edward R. Morrison, *Timbers of Inwood Forest, the Economics of Rent, and the Evolving Dynamics of Chapter 11*, in BANKRUPTCY LAW STORIES 21 (Robert K. Rasmussen, ed., 2007).

175 לעיל ה"ש 167.

176 שם בעמ' 13.

זכאים להצביע ולאשר שיעור ריבית על החובות המובטחים אשר הוא גבוה ממגבלת הריבית הקבועה בסעיף 134. על פי קביעת בית המשפט, תכנית ההבראה אושרה, אולם שיעור הריבית שיישאו החובות המובטחים יוגבל על פיה לשיעור הריבית המרבי בחוק פסיקת ריבית והצמדה, כמצוות סעיף 134 לפקודת פשיטת הרגל.

16.58 החלטתו של בית המשפט בעניין **מרדכי בנימין** החילה את המגבלה החלוקתית הגלומה בסעיף 134(א) על חובות מובטחים ועל חובות לא-מובטחים כאחד. יתר מכן: בית המשפט החיל מגבלה זו דווקא בתקופה שמיום פתיחתו של הליך חדלות הפירעון ואילך, אך לא לפני כן. פרשנות זו יורדת לעומקו של סעיף 134 ובוחרת את תכליתו. לשיטת בית המשפט, אין זה מעניינו של הדין להגביל את שיעור הריבית ההסכמית שקבעו הצדדים בינם לבין עצמם באשר לתקופה הקודמת להליך חדלות הפירעון. בתקופה זו חל החופש החוזי שבין חייב לבין כל אחד מנושיו לכל דבר ועניין, כל עוד אין פגם בהתקשרות החוזית דוגמת עושק¹⁷⁷ או בעיה של תניה מקפחת בחוזה אחיד.¹⁷⁸ מגבלה על שיעור הריבית הנזקפת על חוב נובעת מהשפעות חלוקתיות בין הנושים לבין עצמם. ברם, השפעות אלה מתקיימות רק כאשר החייב כבר חדל פירעון ומתעוררת בעיה חלוקתית. בשעה זו אין זה ראוי כי זקיפת שיעורי ריבית הסכמיים גבוהים תשנה את היחס החלקי שבין החובות השונים העומדים לפירעון מתוך הקופה המשותפת. בהתאם לתפישה זו, פירש בית המשפט את סעיף 134(א) לפקודת פשיטת הרגל כמגבלת ריבית באשר לתקופת התנהלותו של הליך חדלות הפירעון אך לא לפני כן. יתר על כן, בית המשפט החיל את הסעיף כאמור על חוב מובטח ועל חוב לא-מובטח כאחד.

16.59 לעניות דעתי, הגישה האמורה של בית המשפט בעניין **מרדכי בנימין** עשויה לבטא דין רצוי בעניין הריבית על חובות בהליכים של חדלות פירעון. ואולם, פרשנות זו של סעיף 134(א), או למצער חלקה, אינה נקייה מביקורת לפי הדין הקיים. **ראשית**, יש לעיין שוב בסעיף 81 לפקודת פשיטת הרגל וביחס בינו לבין סעיף 134 לפקודה. סעיף 81 מורה במפורש, בלשונו, כי הוא מתייחס לשאלת חישוב הריבית מיום פתיחת ההליך ועד לפירעון החוב בפועל. לאור זאת, קשה לפרש כי גם סעיף 134 לפקודה מדבר על תקופה זו, בחפיפה עם סעיף 81. **שנית**, סעיף 134 מבקש להגביל ריבית על חוב שהוכר לצורך ההליך. קרי: חוב שנצבר עובר לפתיחת ההליך. ביחס אליו קיימת מגבלת זקיפת ריבית. הפרשנות הפשוטה של הוראה זו היא להגביל את זקיפת הריבית בתקופה האמורה, קרי: טרם פתיחת ההליך. **שלישית**, מבחינה מהותית התיקון החלוקתי, שמבקשת הגבלת הריבית להשיג, יושג אם המגבלה תחול על פרק הזמן הארוך יחסית שמיום יצירת החוב ועד לפתיחת ההליך. הגבלתה של זקיפת הריבית רק בתוך ההליך, אשר הוא פרק זמן קצר יותר באופן יחסי, תעמעם את תכליתה של מגבלת סעיף 134 לפקודה. אשר להחלת מגבלת הריבית על חובות מובטחים, הערת לעיל כי אף עניין זה יוצר קושי פרשני.¹⁷⁹

177 סעיף 18 לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973.

178 סעיף 3 לחוק החוזים האחידים, התשמ"ג-1982.

179 לעיל פסקה 16.56.

ואמנם, בערעור בעניין **מרדכי בנימין**, לא קיבל בית המשפט העליון את פרשנותו של בית המשפט המחוזי לפקודת פשיטת הרגל בעניין זה.¹⁸⁰ בית המשפט העליון קבע כי הריבית ההסכמית על חוב מובטח אינה מוגבלת בין בתקופה שלפני פתיחת הליך של חדלות הפירעון ובין לאחריו. עוד קבע בית המשפט, כי סעיף 134 לפקודת פשיטת הרגל הגביל את הריבית הנצברת על חוב לא-מובטח עד למועד הצו לפתיחתו של הליך חדלות הפירעון. צבירת ריבית על חוב לא-מובטח בגין התקופה שלאחר מתן הצו כאמור כפופה להוראות סעיף 81 לפקודת פשיטת הרגל.

1. חוק חדלות פירעון

16.60 חוק חדלות פירעון מתייחס באופן מפורט למעמד הפירעון של שעבודים בהליכים של חדלות פירעון ובעיקר ביחס ביניהם לבין החובות הלא-מובטחים. החוק כולל הסדרה של מעמד הפירעון הן של קרן החוב והן של הריבית על החוב. החוק מבחין בעניין מעמד הפירעון בין שעבוד קבוע לשעבוד צף. כפי שנראה להלן, לראשון מקנה החוק עדיפות מוחלטת ואילו לשני עדיפות חלקית. עם זה, החוק אינו משנה את העדיפות הפנימית שבין שעבודים שונים. בעניין זה, השעבוד המוקדם בזמן עדיף מן השעבוד המאוחר בזמן, בין שהשעבוד המוקדם בזמן הוא שעבוד קבוע ובין שהוא שעבוד צף הכולל תניית הגבלה על יצירת שעבודים מאוחרים. כמו כן, החוק אינו משנה את הדין הקיים המכפיף את הנכסים המשועבדים בשעבוד צף לפירעון חובות בדין קדימה תחילה.¹⁸¹ לבסוף, החוק קובע קביעה ברורה ומפורשת באשר לזקיפת הריבית על חוב מובטח בהליך של חדלות פירעון.

1.1. שעבוד קבוע – עדיפות מוחלטת

16.61 תזכיר חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ה-2015, אשר פורסם בקיץ התשע"ה, כלל סעיף מהפכני וקיצוני שאינו מוכר משיטות משפט עמיתות בעולם או מן הספרות המשפטית. סעיף 224 לתזכיר ביקש לקצץ בעדיפות המוחלטת של שעבוד קבוע על נכס לטובת נושים לא-מובטחים. הוראתו הייתה כהאי לישנא:

"(א) בסעיף זה, 'שיעור הנשייה המזערי' – 25% מסך כל החובות הכלליים או 1,000,000 שקלים חדשים, לפי הנמוך.

(ב) אין די בנכסי קופת הנשייה שאינם משועבדים, ובנכסי השיעבוד הצף המשמשים לפירעון החובות הכלליים כאמור בסעיף 223, כדי לפרוע את החובות הכלליים עד גובה שיעור הנשייה המזערי, יפרע הפרש הדרוש להשלמת שיעור הנשייה כאמור מנכסי קופת הנשייה המשועבדים בשיעבוד שאינו צף, בהתאם להוראות אלה:

¹⁸⁰ ע"א 4303/15 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' נאמני מרדכי בנימין וכניו עבודות עפר (1993) בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ז חשון התשע"ח, 16.11.2017).

¹⁸¹ סעיף 234(ב) לחוק חדלות פירעון.

- (1) שיעור של 75% בלבד מהחוב המובטח של כל נושה מובטח ייפרע מהנכס ששועבד לטובתו, ויתרת החוב המובטח תיפרע כחוב כללי;
- (2) יתרת שווי הנכסים המשועבדים שנותרה לאחר הפירעון כאמור בפסקה (1) (בסעיף זה – יתרת שווי הנכסים המשועבדים) תשמש לפירעון החובות הכלליים עד להשלמת שיעור הנשייה המזערי;
- (3) עלתה יתרת שווי הנכסים המשועבדים על ההפרש הדרוש להשלמת שיעור הנשייה המזערי, יעלה בהתאם שיעור החוב המובטח שרשאי כל נושה מובטח להיפרע מהנכס המשועבד.

16.62 סעיף זה זכה לקיתונות של רותחין. איגוד הבנקים התריע מפני פגיעתו הרעה בהספקת האשראי למשק.¹⁸² בשל הביקורת האמורה ובהיעדר בסיס עיוני להצדקתו נמחק סעיף זה חיש מהר והוסר מן הנוסח שגובש כהצעת החוק הממשלתית. חוק חדלות פירעון שומר אפוא על העדיפות המוחלטת של שעבוד קבוע כמו בדין שקדם לו.

2. שעבוד צף – עדיפות חלקית

16.63 חוק חדלות פירעון אימץ את גישת העדיפות החלקית של שעבוד צף.¹⁸³ סעיף 244(א)(2) לחוק קובע לאמור:

“נושה המובטח בשעבוד צף רשאי להיפרע את החוב המובטח מנכסי השעבוד הצף בסכום שלא יעלה על 75% מהתמורה שהתקבלה ממימוש נכסי השעבוד הצף (בסעיף זה – תקרת השעבוד), ויחולו הוראות אלה:

(א) לא נפרע לנושה המובטח בשעבוד צף מלוא החוב המובטח, בשל הוראות סעיף זה, יהיה דינה של יתרת החוב כדין חובות החייב שאינם חובות מובטחים;

(ב) יתרת השווי של נכסי השעבוד הצף שמעבר לתקרת השעבוד, תשמש לפירעון החובות הכלליים.”

16.64 החוק מגביל את שיעור העדיפות של הנושה המובטח בשעבוד צף ל-75% מן התמורה המתקבלת בעד מימוש הנכסים המשועבדים בשעבוד זה. 25% הנותרים ישמשו לפירעון החובות הלא-מובטחים. יוער כי חרף הדמיון הכללי להצעות האקדמיות לנגוס בעדיפות המוחלטת של השעבוד רחב ההיקף, המנגנון שקובע החוק בהוראה זו והתכלית שעומדת ביסודה שונים ממקורותיהם האקדמיים. ההצעות האקדמיות ביקשו לנגוס מן העדיפות המלאה של החוב המובטח. רוצה לומר, לפי הצעות

182 טל נד"ב תזכיר חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ה-2015 – הערות עקרוניות מטעם איגוד הבנקים, פסקאות 30–38 (כ"ב חשון התשע"ו, 4.11.2015).

183 לדיון עיוני בגישה זו ראו לעיל פסקאות 16.47–16.53.

אלה, נושה בעל שעבוד רחב היקף לעולם ייהנה מעדיפות רק בהתייחס לחלק מחובו ואילו חלק אחר מחובו יהיה בהכרח חוב לא-מובטח. כך, למשל, כאשר החוב הוא 300 ושווי הבטוחה הוא 400, החוב המובטח לפי החוק הוא מלוא החוב, קרי: 300. ההצעות האקדמיות הציעו להכיר בעדיפות הנושה רק בשיעור של 225 (300*75%) ו-75 ייוותר חוב לא-מובטח, הנפרע באופן שוויוני עם שאר החובות הלא-מובטחים. בבטוחה ייוותר שווי של 175 לשם פירעון חובות לא-מובטחים (לרבות ה-75 שנותר כלפי הנושה המובטח).¹⁸⁴ ביסוד רעיון זה עמדה התכלית של הפיכת הנושה המובטח לנושה לא-מובטח בחלקו, ובכך להמריצו לפקח באופן פעיל ויעיל יותר על החלטותיו של החייב והשפעותיהן על כלל הנושים. לעומת זאת, החוק נוגס 25% משווי התמורה שמתקבלת ממימוש הבטוחה לטובת פירעון החובות הלא-מובטחים.¹⁸⁵ בשונה מן ההצעות האקדמיות, הדגש בחוק הוא על התכלית החלוקתית, קרי: הגדלת נתח הפירעון שממנו ייהנו הנושים הלא-מובטחים.¹⁸⁶ לפיכך, בדוגמה המספרית המובאת לעיל, יופרש שיעור של 100 משווי הבטוחה (25%*400) לטובת פירעון חובות לא-מובטחים. ברם, הנושה המובטח עדיין ייהנה מעדיפות פירעון של מלוא חובו (300).

16.65 החוק לא מאפשר אפוא מציאות שבה נושה המובטח בשעבוד רחב היקף ייפרע לבדו, בעדיפות, בעוד שהנושים הלא-מובטחים לא יזכו לכל פירעון שהוא. יעדה המוצהר הוא שיפור חלוקתי של מעמד הנושים הלא-מובטחים. עם זה, יוער כי במקביל לשיפור זה החוק עדיין מותיר עדיפויות בפירעון לטובת רשויות המס, הנוגסות בחלקם של השעבוד רחב היקף ושל החובות הלא-מובטחים כאחד. עדיפויות אלה לטובת רשויות המס רחבות מכפי שהוצע במקור בהצעת חוק חדלות פירעון, ועל כך יש להצטרף.¹⁸⁷ ההותרה הנרחבת של חובות לרשויות המס כחובות בדין קדימה בחוק חדלות פירעון תצמצם את יתרת הפירעון שתצמח לחובות הלא-מובטחים עקב הגבלת העדיפות של השעבוד הצף.

16.66 המערכת הבנקאית נאלצת להתמודד מעתה עם מציאות חדשה בתחום השעבודים. יש לצפות לתגובות עסקיות אחדות של המערכת הבנקאית על רקע המציאות החדשה, ובתוכן: הגדלתן של דרישות הערבות של יזמים, מנהלים או בעלי-מניות עיקריים בחברות נוטלות האשראי; נטילת שעבודים קבועים על נכסים מסוימים רבים ככל האפשר; מעבר להמחאת זכויות ולעסקאות פקטורינג כתחליף להבטחת האשראי בשעבוד רחב היקף.¹⁸⁸

184 הכתב העיקרי מתייחס להפרשה בשיעור של 25% כקבוע בחוק. עם זה, הדיון לעיל הראה כי קיימות דעות שונות והנהגות חקיקתיות שונות בעולם באשר לשיעור הפרשה במשטר של עדיפות חלקית. דעתי האישית היא כי ראוי לקבוע הפרשה בשיעור של עד 15% מן החוב המובטח, לאור חדשנותו של משטר העדיפות החלקית והשפעתו הצפויה על שוק האשראי.

185 שאלה מעניינת היא כיצד תחושב התמורה שאמורה להתקבל ממימוש הבטוחה בנסיבות שאין מימוש בפועל של נכסי החייב, אלא מתגבשת תכנית הבראה המקצה מחדש את מקורות ההון והחובות בחברה.

186 כאמור בדברי ההסבר לסעיף 244 בהצעת החוק, "ההוראה שבסעיף זה היא אחד החידושים העיקריים בהצעת החוק ותכליתה להגדיל את השוויון בחלוקת נכסי החייב, בעיקר ביחס לנושים החלשים".

187 ראו עוד בהרחבה להלן פסקאות 19.37–19.43.

188 להגדרתה של עסקת פקטורינג ראו שלום לרנר **המחאת חובים** 69–74 (התשס"ב-2002).

3. צבירת ריבית הסכמית על חוב מובטח

16.67 חוק חדלות פירעון מחולל שינוי מהותי בסוגיה של זקיפת הריבית על חובות מובטחים.¹⁸⁹ החוק מזכה את הנושה בחוב מובטח הצובר ריבית בשיעור הקבוע בהסכם שבינו לחייב עד לפירעון בפועל של החוב.¹⁹⁰ עם זה, החוק שולל מן הנושה זכאות לשיעור ריבית פיגורים מוגדל לגבי התקופה שמיום פתיחתו של הליך חדלות הפירעון ואילך, אף אם הדבר נקבע בהסכם בין החייב לבין הנושה.¹⁹¹ כל ריבית שתזקף על החוב המובטח ניתן יהיה לפורעה בעדיפות מחובות לא-מובטחים מן הבטוחה, כל עוד נותר שווי בבטוחה העולה על קרן החוב. אם לא נותר שווי בבטוחה לפירעון קרן החוב, יהיו יתרת הקרן והריבית הנצברת עליה בגדר חוב לא-מובטח ותשלומי ריבית על חוב לא-מובטח, בהתאמה.¹⁹²

16.68 החוק אינו מגביל כלל ועיקר את שיעור הריבית ההסכמית הנוקפת על חובות עובר לפתיחתו של הליך חדלות הפירעון, בין שחובות אלה הם חובות מובטחים ובין שהם חובות לא-מובטחים. בכך מבטל החוק כליל את הגבלת הריבית ההסכמית שהייתה קבועה בסעיף 134(א) לפקודת פשיטת הרגל. ממילא גם מתייתרת השאלה אם מגבלת הריבית האמורה מתייחסת לזקיפת הריבית בתקופה הקודמת לפתיחתו של הליך חדלות הפירעון או בתקופת ההליך עצמו. לשיטת החוק, ניתן לקבוע בהסכם בין הצדדים כי החוב יצבור ריבית בשיעור מוסכם לאורך זמן כחלק מהסדרת סיכוני האשראי שבעסקה. כל עוד אין בקביעה כאמור ממד של עושק החייב, אין מקום להתערבות משפטית בשיעור הריבית החוזית. תפישה זו דומה להשקפה המהותית שהובעה על ידי השופט עילבוני בעניין **מרדכי בנימין**.¹⁹³

16.69 לעומת זאת, החוק מגביל, בצדק, את זקיפת השיעור המוגדל של ריבית פיגורים הקבועה בהסכם האשראי משעת פתיחתו של הליך חדלות הפירעון ואילך. הצעת החוק נימקה זאת ברצון החלוקתי להיטיב עם יתר הנושים הלא-מובטחים.¹⁹⁴ לעניות דעתי, ההצדקה לכך שונה. ריבית פיגורים נועדה לקנוס חייב ובכך להרתיעו מפני אי פירעון החוב במועדו. ואולם, אין טעם להרתיע ולקנוס חייב חדל פירעון אשר אינו מסוגל לפרוע את חובותיו.¹⁹⁵ קנס כאמור קונס מבחינה מהותית את יתר נושיו, ולא את החייב גופו. בכך מוחטאת תכליתה של ריבית הפיגורים, ועל כן אין מקום לקיימה בשלב זה.¹⁹⁶

- 189 חוב מובטח הוא שיעור החוב לנושה שיש כנגדו ערך בבטוחה המשועבדת לאותו נושה. ראו סעיף 4 לחוק חדלות פירעון (הגדרת "חוב מובטח").
- 190 סעיף 243(ג) לחוק חדלות פירעון.
- 191 שם.
- 192 שם, סעיפים 243(ה) ו-236, בהתאמה.
- 193 לעיל פסקאות 16.57–16.59.
- 194 דברי ההסבר לסעיף 243 להצעת החוק.
- 195 לדעה דומה ראו David G. Carlson, *Post-Default Interest Rates in Bankruptcy*, [2015] U. ILL. L. REV. 617.
- 196 לחישוב הריבית הראויה להשתלם על ערך החוב המובטח במקרה של כפיית התכנית על אסיפת חובות מובטחים מתנגדת ראו Bruce A. Markell, *Fair Equivalents and Market Prices: Bankruptcy Cramdown Interest Rates*, 33 EMORY BANKR. DEV. J. 91 (2016). לדיון בעניין כפייתה של תכנית הבראה על אסיפה מתנגדת ראו להלן פרק עשרים וארבעה.

עדיפות התלויה בנכס מוחשי

א. כללי

17.1 הפרק הקודם עסק באמצעי הבולט והשכיח להשגת עדיפות על פני נושים אחרים של חייב חדל פירעון – זכות השעבוד. זכות השעבוד עשויה להקנות לנושה עדיפות פירעון באמצעות ייחוד נכסים מסוימים מכלל נכסיו של החייב, ואפילו באמצעות ייחוד כל נכסיו של החייב, להבטחת פירעון החוב כלפי אותו נושה. זכות השעבוד יכול אפוא שתחול על כל נכס של החייב בין מוחשי ובין בלתי מוחשי. זכות שעבוד בנכס מוחשי ניתנת לשכלול בין בדרך של מסירת הנכס לחזקתו של הנושה ובין ברישום הזכות במרשם ציבורי המתקיים על פי דין. זכות שעבוד בנכס בלתי מוחשי, לעומת זאת, ניתנת לשכלול רק באמצעות רישומה במרשם ציבורי כאמור.¹

17.2 בעבר, כשלא התקיימו מרשמים ציבוריים של זכויות שעבוד, ולפני ששועבדו נכסים בלתי מוחשיים ונכסים עתידיים, שוכללו שעבודים רק באמצעות מסירת נכס מוחשי לידי הנושה. זהו העבוט התנ"כי אשר בעניינו הזהירה התורה את הנושה: "אם-תחבל תחבל, שלמת רעך--עד-בא השמש, תשיכנו לו. כי הוא כסותה לבדה, הוא שמלתו לערו; במה ישכב--והיה פי-צעק אלי, ושמעתי פי-חנון אני".² אלפי שנים לאחר מכן הוסיפו אנשים למשכן את חפציהם האישיים בבתי עבוט (pawn shops). משכון כאמור מכונה באנגלית pledge.³ לחלופין, שעבדו אנשים את קרקעותיהם במלווה בשטר, שכן דבר עריכת השטר היה נודע ברבים.⁴ עברו שנים רבות ונוסף שכלול לשעבודים באמצעות רישומם במרשם קרקעות ציבורי.

מתברר כי אף כיום נושים שונים של חייב ממשיכים להסתמך באופן בלעדי על נכסים מוחשיים לשם רכישת ביטחון כי החייב אמנם יפרע להם את חובו. ספקים ונותני שירותים מסוימים מבקשים להיבנות מנכסי מיטלטלין מוחשיים שיש להם, להבנתם, זיקה כלשהי אליהם. כמו הנושים, גם הספקים ונותני השירותים מעוניינים להשתמש בזיקותיהם לנכסים כדרך לפירעון מן החייב כאשר הלה לא פרע את חובו כמוסכם. אפילו הפך החייב לחדל פירעון, נושים אלה מקווים כי תצמח להם ישועה מן הנכס המוחשי האמור, וחובם ייפרע. לשון אחר, נושים אלה טוענים לעדיפות פירעון על פני נושים אחרים של החייב.

1 לעיל פסקה 16.1.

2 שמות כב 25–26.

3 ראו את הגדרת הערך "pledge" במילון, BLACK'S LAW DICTIONARY 1341 (10th ed., Bryan A. Garner ed., 2014).

4 בבלי, בבא בתרא, קעה, ע"א – קעו, ע"א.

17.3 שניים הם הנושים הצופים כי זכותם לפירעון מן החייב תבוסס על זיקותיהם לנכס מיטלטלין מוחשי. הנושה האחד הוא ספק, המוכר לחייב מוצרים או סחורה בתנאי אשראי. נושה כאמור כולל בהסכם המכר תניה הקובעת כי הבעלות בממכר תישאר שלו עד גמר התשלומים. הספק צופה כי, לאור תניה זו, הוא יוכל לשוב וליטול את הסחורה מידי החייב אם וכאשר לא ישלם הלה את תשלום תמורתה. הנושה האחר הוא **נותן של שירות** כלשהו לחייב, המחזיק ברשותו נכס שבבעלות החייב. נותן שירות כאמור מבקש לעכב אצלו את הנכס האמור כל עוד החייב אינו משלם לו את התמורה המגיעה לו לפי ההסכם ביניהם.

17.4 לעומת זכות השעבוד, הזיקות האמורות אינן מתורגמות לזכות משפטית מכוח רישומן במרשם ציבורי. הן אינן נרשמות כלל.⁵ נותן השירותים מבקש לבטא את זיקתו ואת זכותו לפירעון באמצעות החזקתו בנכס של החייב. במובן זה הוא פועל כמו בעל זכות שעבוד בנכס מיטלטלין אשר שכלל את זכות שעבודו באמצעות קבלת החזקה בנכס. להבדיל מנותן השירותים, הספק אינו מחזיק כלל בנכס שממנו הוא מבקש להיפרע. אדרבה, הנכס מוחזק בידי החייב, אך הספק מבקש לשמור על זיקתו הראשונית לנכס, כבעליו לפני מסירתו לחייב, לשם סילוק חובו של החייב כלפיו. עם זה, שניהם התקשרו עם החייב בהסכמים שלפיהם החייב ישלם להם את התמורה רק לאחר ביצוע התחייבויותיהם כלפיו. שניהם אפוא נושים רצוניים של החייב. כדין כל נושה, לשניהם השתכללו זכויות להיפרע מן החייב, אבל רק כעבור זמן משעת קיום חיוביהם. פער זמנים זה הוא שעלול להעמידם, בסופו של דבר, בפני שוקת שבורה.

17.5 לו הברירה הייתה בידיו, היה כל נושה של חייב מתעקש כי הוא יהיה הראשון שייפרע ובעדיפות על פני כל היתר. דא עקא, בחדלות פירעון אין אפשרות כי הכול ייפרעו. ממילא, אחדים מן הנושים לא ייפרעו כלל או, לכל היותר, ייפרעו אך בחלק מזכויותיהם. השאלה היא אפוא אם זיקה כאמור של כל אחד משני נושים אלה מייחדת אותו מיתר נושי החייב והופכת אותו ל"ראוי יותר" לפירעון. כזכור, עדיפותו של נושה אחד היא נחיתותם של הנושים האחרים. על כן, נדרש טעם לשכנע מדוע מתן עדיפות לנושה מסוים הוא הפתרון העדיף בדין. לשם כך עלינו לשוב ולהידרש להצדקות לתת עדיפות לנושה מסוים, ולנושה רצוני בפרט, לעומת יתר הנושים, כפי שנדונו לעיל בפרק חמישה-עשר. רק אם יימצאו הצדקות ענייניות כאמור, בנוגע לכל אחד משני הנושים האמורים, יהיה ראוי לכבד את פירעונם בעדיפות. פשר זיקותיהם של הספק ושל נותן השירותים לנכסים המוחשיים שעליהם הם מסתמכים, והשאלה אם יש בזיקות אלה כדי לבסס לכל אחד משני הנושים האמורים עדיפות פירעון על פני יתר נושי החייב, יידונו להלן. תחילה יידון מעמדו של הספק. אחריו יידון מעמדם של נותני השירותים למיניהם.

5 אמנם את שיוור הבעלות ניתן לרשום כשעבוד. ראו תקנה 5(ד) לתקנות המשכון (סדרי רישום ועיון). התשנ"ד-1994; תקנה 12(ב) לתקנות החברות (דיווח, פרטי רישום וטפסים), התש"ס-1999. אך המציאות מלמדת כי הספקים, רובם ככולם, אינם נוהגים כך. ראו שלום לרנר "עשור להלכת קולומבו – הלכה, מציאות והרהורי חזרה בתשובה" ספר ויסמן – מחקרי משפט לכבודו של יהושע ויסמן 407 (שלום לרנר ודפנה לוינסון-זמיר עורכים, התשס"ב).

ב. אשראי ספקים

17.6 בחיי המסחר, עסקים נוהגים לרכוש מוצרים בכלל, ומלאי עסקי בפרט, בתנאי אשראי. המוכר והקונה מסכימים כי הקונה יקבל את הסחורה לחזקתו ולשימושו, אך ישלם למוכר את תמורת הממכר רק כעבור זמן. הזמן המקובל הוא שבועות ולעתים אף חודשים אחדים. המוכר מממן אפוא לקונה את רכישת הסחורה באשראי קצר מועד. נוהג שכיח ביותר של מוכרים בעסקאות מכר כאמור הוא לכלול בהסכם עם הקונים תניה הקובעת כי המוכר יוותר הבעלים החוקי של הממכר עד לגמר תשלום התמורה מצד הקונה. אף שהחזקה בממכר עוברת לידי הקונה, והלה אף יוכל להשתמש בממכר ולסחור בו, תועבר אליו הבעלות בממכר רק במועד מאוחר יותר. על שום פועלה, מכונה תניה כאמור "תניית שיור בעלות" (ובלע"ז: Retention of Title Clause, או בקיצור: ROT).

17.7 טיבה של תניית שיור הבעלות עומד למבחן, בראש ובראשונה, במצב שבו הקונה-החייב הופך לחדל פירעון.⁶ משנפתח הליך של חדלות פירעון, מבקש הספק שטרם נפרע במלוא התמורה להשיב לידי את הסחורה שבידי החייב,⁷ בהתבססו על תניית שיור הבעלות. לעומתו, בעל התפקיד מעורר טענות נגד שיור הבעלות ומבקש להעמיד את הספק במעמד של נושה גרידא הזכאי לתבוע תביעת חוב כספית מאת חדל הפירעון. אם יצליח בעל התפקיד, יהפוך הספק לנושה לא-מובטח.⁸ העימות אינו נערך אפוא בין החייב (מזמין הסחורה) לבין המוכר (הספק).⁹ העימות הוא בין הספק, מצד אחד, לבין

6 כראיה לכך ישמשו התיקים הרבים שנדונו בבתי המשפט המחוזיים ובבית המשפט העליון ואשר עסקו בתניית שיור הבעלות. בכל התיקים הללו נעשה הקונה (מזמין הסחורה) חדל פירעון. ראו ע"א 455/89 קולומבו מאכל ומשקה בע"מ נ' בנק למסחר בע"מ, פ"ד מה(5) 490 (התשנ"א-1991) (להלן: עניין קולומבו או הלכת קולומבו); ע"א 4648/92 טריומף אינטרנשיונל בע"מ נ' הכונס הרשמי (פורסם בנבו, מיום כ"ג אלול התשנ"ה, 18.9.1995); ע"א 323/78 מקסל בע"מ (בפירוק) נ' בלק אנד דקר, פ"ד לג(2) 57 (התשל"ט-1979); ע"א 1367/93 דסקו מוצרי עץ (1987) בע"מ נ' המפרק הזמני של חברת D.P. Koning Varazdin S.P.O., פ"ד מט(4) 215 (התשנ"ו-1996); ת"א (מחוזי ת"א) 52/92, המ' 460/92 רונן וולף בע"מ נ' מפרק קנטון אלקטרוניקה (ישראל) בע"מ, פ"מ תשנ"ג (1) 369 (1992); ת"א (מחוזי ב"ש) 333/91, המ' 1642/91 מכלי טרי-וול (ישראל) בע"מ נ' כונס נכסים זמני לנכסי יפו מור בע"מ, פ"מ תשנ"ב (1) 453 (1992); ת"א (מחוזי ת"א) 1330/91 מ' ברסליוער ושות' בע"מ נ' כונסת הנכסים של אביב מדיקל סנטר בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ז תמוז התשנ"ב, 28.7.1992).

7 אפילו מוכרת תניית שיור הבעלות ככתבה וכלשוונה, לית מאן דפליג כי בסחורה שמזמין הסחורה כבר הספיק למכור ללקוחותיו פקעה בעלותו של הספק מתוקף תקנת השוק, כאמור בסעיף 34 לחוק המכר. ראו גם שלום לרנר שעבוד נכסי חברה 43-44 (התשנ"ז) (סבור כי יש להרחיב את ההגנה על הלקוחות-הקונים מעבר לגבולותיו של סעיף 34 לחוק המכר ולהכיר בזכות בעלות נקייה שרכשו, אפילו בנסיבות שבהן ידעו על קיום החוב או השעבוד לטובת הספק).

8 אכן, כך בדיוק פעל כונס הנכסים של חברת מאמא יוקרו, אשר ביקש להשיג עדיפות לבנק למסחר, בעל השעבוד הצף על נכסי החברה, על פני ספק הצעצועים, קולומבו. ראו ת"א (מחוזי ת"א) 606/89 קולומבו מאכל ומשקה בע"מ נ' בנק למסחר בע"מ (פורסם בנבו, מיום ט"ו סיון התשמ"ט, 18.6.1989) (להלן: עניין קולומבו במחוזי).

9 אמנם נכון, לתניית שיור הבעלות יש תכלית מסחרית מסוימת גם כמגוננת על הספק מפני הפרה מכוונת של מזמין הסחורה. ברם, בנסיבות השכיחות של המסחר, החשש מפני הפרה כאמור הוא חלש יותר מאשר

שאר נושי החייב – מצד אחר. תניית שיור הבעלות היא תניה שנועדה להתמודד עם מאבק הכוחות בין הספק, כנושה אחד של החייב חדל הפירעון, לבין יתר הנושים של האחרון.¹⁰ אלה הם אפוא הצדדים שאת שיקוליהם יש לשקול בעת הדיון בתניית שיור הבעלות.

1. פסיקת בתי המשפט לאורך השנים

(א) הלכת קולומבו

17.8 חוק המכר, התשכ"ח-1968, תומך לכאורה בהכרה מלאה בתניית שיור הבעלות כפשוטה. וזו לשונו של סעיף 33 לחוק המכר:

“הבעלות בממכר עוברת לקונה במסירתו, אם לא הסכימו הצדדים על מועד אחר או על דרך אחרת להעברת הבעלות”.

לאור לשון ברורה זו של החוק, הצדדים להסכם מכר מיטלטלין הם בני חורין לקבוע בינם לבין עצמם את המועד להעברת הבעלות בממכר.¹¹ לפיכך, אם תניית שיור הבעלות היא חלק בלתי נפרד מהסכם המכר בין הצדדים,¹² היא אכן קובעת כי הבעלות לא תעבור לקונה בטרם ישלים את תשלום מלוא תמורת הממכר.

17.9 חרף הוראתו של סעיף 33 לחוק המכר, בחן בית המשפט העליון לאורך השנים את תוקפה המשפטי של תניית שיור הבעלות בישראל בחינה מדוקדקת. בעניין קולומבו קבע בית המשפט כי תניית שיור הבעלות שנועדה להבטיח את תשלום דמי המכר לספק אינה אלא התחייבות חוזית (התשלום) המובטחת באמצעות שעבוד נכס למוכר (שיור הבעלות בסחורה). בית המשפט בחן את תניית שיור הבעלות לפי תכליתה הכלכלית והסיק כי כל רצונו של הספק הוא להבטיח שיקבל את דמי

החשש מפני חדלות פירעון. ביחסים מסחריים שוטפים, המבוססים על קשרים מתמשכים וחוזרים בין הצדדים, תמנע הפרה מכוונת מן המפר את המשך קיום היחסים המסחריים בין הצדדים בעתיד. גורם מרתיע חוץ-משפטי זה מצמצם את חשש הספק מפני תרחיש ההפרה המכוונת. הקשר המסחרי העתידי נתפש כ"משחק חוזר". על משחקים חוזרים כמקדמי שיתוף פעולה בין צדדים אינטרסנטיים ראו, למשל, Robert D. Cooter, *Book Review: Against Legal Centrism. Order Without Law: How Neighbors Settle Disputes*, by Robert C. Ellickson, 81 CAL. L. REV. 417, 424-425 (1993); DOUGLAS G. BAIRD, ROBERT H. GERTNER & RANDEL C. PICKER, *GAME THEORY AND THE LAW* Ch. 5 (1994).

10 לרנר, לעיל ה"ש 7, בעמ' 46.

11 בעסקה של מכר מקרקעין עוברת הבעלות רק ברישום העסקה אצל רשם המקרקעין. סעיף 7(א) לחוק המקרקעין, התשכ"ט-1969.

12 אכן, בעניין **מקסל**, לעיל ה"ש 6, קבע בית המשפט העליון כי תניית שיור הבעלות היא חלק מתנאי הסכם המכר חרף הופעתה לאחר כריתת החוזה, שכן הקונה מקבל אותה בהתנהגותו. עוד על תניות חוזיות לאחר כריתת החוזה ראו ע"א 285/73 **לגיל טרמפולין וצידור ספורט ישראל בע"מ נ' נחמיאס**, פ"ד כט(1) 63 (התשל"ד-1974); חיים כהן "כיצד נכרת חוזה הגרלה, גונשירוביץ נ' מפעל הפיס" **חיים כהן – מבחר כתבים** 492, 494-497 (אהרן ברק ורות גביוון עורכים, התשנ"ב).

המכר אף אם מזמין הסחורה יהפוך לחדל פירעון (בעדיפות על פני נושים אחרים של האחרון). לדעת בית המשפט, מטרת הספק לא הייתה לשייר את זכות הבעלות כשלעצמה, כי אם להשתמש במכשיר הבעלות כאמצעי ביטחון לקיום התחייבותו של החייב-הקונה. לדעת בית המשפט בעניין **קולומבו**, זכות משפטית בנוגע לנכס, אשר מהווה – מבחינה מהותית – ערובה לקיום התחייבות חוזית (לתשלום), היא משכון הכפוף להוראותיו של חוק המשכון. את הבסיס בחוק לגישתו זו מצא בית המשפט בסעיף 2(ב) לחוק המשכון, הקובע לאמור:

“הוראות חוק זה יחולו על כל עסקה שכוונתה שעבוד נכס כערובה לחיוב, יהא כינויה
אשר יהא”¹³.

כאמור, תנאי לתוקפו של שעבוד נכס של חברה (שלא הופקד) כלפי צדדים שלישיים הוא רישום השעבוד אצל רשם החברות.¹⁴ לפיכך, משלא רשם הספק בעניין **קולומבו** את זכותו כשעבוד אצל רשם החברות, בטלה זכותו (העדיפה) כלפי המפרק וכלפי כל נושה אחר בחברה המזמינה.

13 ראו גם סעיף 3(א) להצעת חוק המשכון. סעיף 2(ב) לחוק המשכון מחיל באופן נוקשה את הוראות חוק המשכון על עסקאות שונות, אשר כוונתן שעבוד נכס כערובה לחיוב, גם אם כונו העסקאות בשם אחר. שתי תכליות עיקריות עומדות ביסוד סעיף זה. ראשית, לעסקאות כאמור, אשר הן בעלות מאפיין בטוחתי, יש השפעות על זכויותיהם של צדדים שלישיים, כלומר על יתר נושיו של החייב. החוק מבקש להגן על צדדים שלישיים אלה. פרופ' מיגל דויטש רואה בתכלית זו את עיקר פועלו של סעיף 2(ב) לחוק המשכון. בלשונו של פרופ' דויטש מכונה תכלית זו “מומנט הפומביות”. ראו מיגל דויטש **קניין** כרך א 149 (התשנ”ז). התכלית האחרת היא למנוע מן הנושה החזק לעשוך את החייב החלש באמצעות הסוואת השעבוד ועקיפת דרכי המימוש הנוקשות הקבועות בחוק המשכון. ראו יהושע ויסמן **חוק המשכון, תשכ”ז-1967**, עמ’ 61 (פירוש לחוקי החוזים, גד טרסקי עורך, התשל”ה). לפי סעיף 17 לחוק המשכון, מימוש המשכון ייעשה בדרך של מכירתו הפומבית לפי צו של בית משפט, ואם המשכון נרשם או הופקד – אף לפי צו של ראש ההוצאה לפועל. אכן, ישנן עסקאות מסוימות שבהן החלת סעיף 2(ב) לחוק המשכון נועדה למנוע את עקיפת דרכי המימוש הקבועות בחוק. כך, למשל, נושה עלול לעקוף את דרכי המימוש באמצעות עסקת שכירות (ליסינג). ראו ת”א (מחוזי ת”א) 280/81 **דיסקונט ליסינג (1979) בע”מ נ’ שמואל בן ברק בע”מ** (פורסם בנבו, מיום י”ז אייר התשנ”ב, 20.5.1992). ראו על כך גם יהושע ויסמן “הסכמי ליסינג” **דיני בנקאות** 13, 14–23 (עמותת מסיימי הפקולטה למשפטים בירושלים, השתלמות מארס 1990). לחלופין, הנושה עלול לעקוף את דרכי המימוש הקבועות בחוק באמצעות התקשרות בעסקת מכר המותנה בתנאי מתלה של אי פירעון חוב של המוכר לקונה או בתנאי מפסיק של פירעון חוב כאמור. ראו ע”א 2328/97 **כוכבי נ’ ארנפלד**, פ”ד נג(2) 353 (התשנ”ט-1999) (מכר המותנה בתנאי מתלה של אי פירעון החוב); ע”א 196/87 **שוויגר נ’ לוי**, פ”ד מו(3) 2 (התשנ”ב-1992) (מכר המותנה בתנאי מפסיק של פירעון החוב).

14 סעיף 178 לפקודת החברות. ראו גם לעיל פסקה 16.2.

(ב) הלכת קידוחי הצפון

17.10 הלכת קולומבו הייתה לאחת ההלכות הקלאסיות והחשובות ביותר בתחום המשפט המסחרי.¹⁵ בספרות המשפטית היא משכה אש ידידותית ועוינת כאחת.¹⁶ מבקריה רבו מן המצדדים בה. אף שטעמי המבקרים נבדלו זה מזה, מסקנתם הייתה אחת: ראוי להפוך את הלכת קולומבו ולשוב ולהכיר בתוקפה של תניית שיוך הבעלות ככתבה וכלשונה. והנה, בעניין קידוחי הצפון, שעה בית המשפט העליון לקולות העולים מן הספרות האקדמית, ובהרכב של שבעה שופטים ביטל פה אחד את הלכת קולומבו. עניין קידוחי הצפון הכיר בתניות שיוך הבעלות שספקים כוללים בהסכמי המכר הנכרתים בינם לבין החברות המזמינות את הסחורות. פסק דין זה ביטל אפוא את הדרישה שנבעה מהלכת קולומבו לרשום את זכותו של הספק אצל רשם המשכונות או אצל רשם החברות כתנאי לעדיפותו על פני יתר נושי החברה. לפי הלכת קידוחי הצפון, כל עוד לא קיבל הספק את מלוא דמי המכר בעד הסחורה, זכאי הספק ליטול את רכושו שלו (כלומר, הסחורה) מידי החברה.

17.11 פסיקת ההרכב המורחב פה אחד, כמו גם הישענותו של פסק הדין בעניין קידוחי הצפון על אסופה נכבדה של דעות מלומדים בישראל, ביצרה לכאורה את מעמדה של תניית שיוך הבעלות בדין הנוהג. ברם, באופן מעט מפתיע, הלכה זו כמעט שלא יושמה בפועל בבתי המשפט המחוזיים הכפופים לה.¹⁷ מאז שנפסקה ההלכה בעניין קידוחי הצפון, נמנעו שופטי בתי המשפט המחוזיים העוסקים בתיקי חדלות פירעון בעקבות מלכודת תניות שיוך בעלות המובאות לפנייהם כפשוטן. בשורת החלטות של בתי המשפט המחוזיים קבעו השופטים, חרף קיומן של תניות שיוך בעלות, כי הבעלות בסחורה עברה לידי החייב במסירתה.¹⁸ לא למותר יהיה לציין, כבר בשלב זה, כי רבות מהחלטות אלה ניתנו בהליך של הבראת חברה.¹⁹

15 כלשון השופט חשין ברע"א 1690/00 מ.ש. קידוחי הצפון בע"מ נ' מפרקת זמנית ומנהלת מיוחדת לחברת א. אבגל טכנולוגיה בע"מ (בפירוק זמני), פ"ד נז(4) 385 (התשס"ג-2003) (להלן: עניין קידוחי הצפון או הלכת קידוחי הצפון): "סוגיית קולומבו" או 'פרשת קולומבו'... מקומה כבוד בכותל המזרח של דיני ממונות".

16 לדעות המצדדות בגישה של הלכת קולומבו (ואשר הובעו עוד בטרם נפסקה), ראו ויסמן, לעיל ה"ש 13, בעמ' 70-72; שלום לרנר "מהותו של מכר מותנה" משפטים יג 305 (התשמ"ג) (להלן: לרנר, "מכר מותנה"); איל זמיר חוק המכר, תשכ"ח-1968, עמ' 671-672 (פירוש לחוקי החוזים, ג' טדסקי עורך, התשמ"ז). לתמיכה בעמדה העקרונית של החלת דיני המשכון על אשראי הספקים, תוך הבעת עמדה כי יש צורך לתקן את דיני המשכון כדי להתאימם למציאות המעשית של אשראי ספקים, ראו חיים זנדברג "המחאת זכות – מכר מותנה או משכון?" משפטים לא 985, 1022-1023 (התשס"א). לדעות החולקות על הלכת קולומבו ראו דויטש, לעיל ה"ש 13, בעמ' 134-142; נינה זלצמן ועופר גרוסקופף "הסוואת משכון – הצעה לעיון חוזר בהלכת קולומבו" עיוני משפט כו 79 (התשס"ב); אירית חביב-סגל "דיני חברות" ספר השנה של המשפט בישראל תשנ"ב-תשנ"ג 77, 92-95.

17 ראו דוד האן "קידוחי הצפון – הלכה ואין מורין כן" תאגידיים ב/5, עמ' 3 (התשס"ה).

18 ראו, למשל, פש"ר (מחוזי ת"א) 1331/03, בש"א 13878/03 מעגלים לפיקוח ובקרה מיטב בע"מ נ' און (1973) הנדסת מיזוג אויר בע"מ (פורסם בנבו, מיום ה' שבט התשס"ד, 28.1.2004); פש"ר (מחוזי ת"א) 2338/04, בש"א 22489/05 כונס הנכסים של כלנית המרכז לתוכנות פי. סי. בע"מ נ' טיב טעם רשתות בע"מ (פורסם בנבו, מיום ל' חשון התשס"ז, 21.11.2006); פש"ר (מחוזי חי') 410/03, בש"א 2877/04 תעשיות אלקטרוכימיות בע"מ נ' קבוצת ICC (פורסם בנבו, כ"ג שבט התשס"ד, 15.2.2004); פש"ר

(ג) ביקורת על הלכת קידוחי הצפון

17.12 לעניות דעתי, כיבודה של תניית שיור הבעלות ככתבה וכלשונה אינו מתיישב עם דיני חדלות פירעון. תניית שיור הבעלות חותרת תחת היסודות הקיבוציים של ההליך ומקדשת את חירות הנושה היחיד. חירות זו מתנגשת בערכים המוגשמים באמצעות ההליך הקיבוצי. לפיכך, יישומה של תניית שיור הבעלות בהליכים של חדלות פירעון בכלל, ובהליך של הבראת חברה בפרט, מתגלה כבעייתית. לחידוד הבנת פועלה של תניית שיור הבעלות והשפעותיה בחדלות פירעון, ראוי להתמקד תחילה בנימוקיו של בית המשפט העליון בעניין קידוחי הצפון להכרה בתניית שיור הבעלות ככתבה וכלשונה. ארבעה הם נימוקיו של בית המשפט:

- (1) חרף רישומה, זכות שעבוד ממילא אינה פומבית.
- (2) הדרישה בדבר רישום הזכות היא גזרה שאין הציבור יכול לעמוד בה.
- (3) יש לכבד את חופש ההתקשרות החוזית של הצדדים להסכם המכר.
- (4) כיבוד התניה מאפשר את אשראי הספקים ומוזילו.

נימוקים (1) ו-(2) מתמקדים בשלילתה של דרישת הרישום של התניה כמצוות הלכת קולומבו. נימוקים אלה מתמקדים בהיבט המעשי של הפיכת תניית שיור הבעלות לזכות שעבוד. לעומתם, נימוקים (3) ו-(4) הם נימוקים עיוניים ועקרוניים. להלן יידון כל צמד של נימוקים כאמור כשלעצמו. לאחר מכן, תבוקר פסיקה זו מנקודת ראות נוספת שבית המשפט לא נדרש לה כלל: התאמתה של תניית שיור הבעלות לסביבה משפטית המבקשת לקדם הבראה של חברות הנתונות בקשיים כספיים. תיבחן גם הסתמכותו של בית המשפט על המשפט המשווה בעניין תניות שיור הבעלות. בחינה זו תחשוף כי הלקח המצטבר מן המשפט המשווה מנוגד ללקח שהפיק בית המשפט העליון בפסיקתו.

(מחוזי חי') 453/03, בש"א 14053/03 תרמועזו אחזקות בע"מ נ' שף היס (1994) בע"מ (פורסם בנבו, מיום ט"ז אלול התשס"ד, 2.9.2004); פש"ר (מחוזי חי') 550/02, בש"א 16298/02 Muehlbauer AG נ' המפרק הזמני (לשעבר) של אורדעקוד תעשיות היי-טק (1995) בע"מ (פורסם בנבו, מיום ו' שבט התשס"ה, 16.1.2005); פש"ר (מחוזי ת"א) 1250/06, בש"א 10026/06 Future Electronics Distribution Israel Ltd. נ' כונס הנכסים של כללייט יוניקטורניק בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ג תמוז התשס"ו, 9.7.2006); פש"ר (מחוזי חי') 184/05, בש"א 4423/05 עזו פירזול בע"מ נ' הנאמן בפשיטת רגל של ראלף איבן בייקר (פורסם בנבו, מיום ז' תמוז התשס"ו, 3.7.2006); פש"ר (מחוזי ת"א) 1423/03, בש"א 10394/03 די.אי.טי בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ח כסלו התשס"ד, 23.12.2003).

19 שתי החלטות חריגות יחסית, שבהן בית המשפט המחוזי אכן הכיר בתניות שיור הבעלות, ככתבן וכלשונו, הן פש"ר (מחוזי ת"א) 1692/05, בש"א 21448/05 אתי תעשיות דנטליות בע"מ נ' המפרק הזמני של חברת אריאל תאגיד לרפואה ואסתטיקה בע"מ (פורסם בנבו, מיום א' אדר התשס"ו, 1.3.2006) (החלטה זו ניתנה בהליך פירוק. כפי שיובהר להלן, הכרה בשיור הבעלות בפירוק היא בעייתית הרבה פחות מההכרה בה בהליך הבראה); פש"ר (מחוזי ת"א) 1597/05, בש"א 18846/05 Buckeye Steinfurt GmbH נ' הנאמן להקפאת ההליכים של חברת ת. ת. בשמת תעשיות בע"מ (פורסם בנבו, מיום ט"ז טבת התשס"ו, 16.1.2006). בשני מקרים אלה, לא השכיל בעל התפקיד לחקור את מנהלי החברה לשעבר ולגבות מהם עדויות אשר יקעקעו את טענת שיור הבעלות שהעלה הספק אשר מצאה ביטוי בתניה מפורשת בחוזה.

(1) רישום תניית שיור הבעלות

17.13 בית המשפט נרתע מלהטיל נטל של רישום פומבי של שיור הבעלות במרשם השעבודים. לטעמו, דרישה זו של הלכת קולומבו אינה מועילה ואף אינה מציאותית. דרישת הרישום אינה מועילה, שכן, כפי שהוער כבר לא פעם בספרות המשפטית, רישום שעבוד אצל רשם השעבודים ממילא אינו מהווה בסיס אמיתי להסתמכותם של נושים אחרים בכלל, ושל נושים לא-מובטחים בפרט.²⁰ דרישת הרישום אף אינה מציאותית, שכן ספקים אינם נזקקים לשירותי ייעוץ משפטי עובר להתקשרויותיהם החוזיות עם לקוחותיהם. ממילא אין הם מודעים כלל לדרישת הרישום ואינם פועלים על פיה.²¹ זאת ועוד, בהיות יחסי המסחר יחסים שוטפים המתנהלים בקצב מהיר, אין זה מעשי לדרוש מספק סיטונאי לרוץ לרישום משכון כל אימת שהוא שולח סחורה ללקוחו הקמעונאי. על כן, הדרישה לרישום את תניית שיור הבעלות הופכת לדרישה מכבידה ומיותרת, וכידוע אין גוזרין גזרה על הציבור אם אינו יכול לעמוד בה.²²

17.14 הביקורת האמורה של בית המשפט בעניין קידוחי הצפון על דרישת הרישום של שיור הבעלות מקובלת אף עליו.²³ עמדתו האישית, כפי שהובעה כבר בפרק הקודם, היא כי אמנם רישום השעבוד אינו מספק מידע של ממש לנושים אחרים של החייב. המידע האגור אצל רשם השעבודים הוא מוגבל מלכתחילה. יתר הנושים הלא-מובטחים גם אינם מתמחרים את התקשרויותיהם עם החייב בהתחשב בקיומו של שעבוד רשום או בהיעדרו. לפיכך, חשיבות הרישום של כל זכות כתנאי לעדיפותה בפירעון החובות הכללי של החייב היא מלכתחילה משנית בעיניי. על כן, ככל שעניין קידוחי הצפון ביטל את דרישת הרישום של תניות שיור הבעלות, אני תומך בפסיקה זו. ברם, על המסקנה הנוספת שהסיק שם בית המשפט אני חולק בכל הכבוד. כל שניתן, ודומני כי ראוי, להסיק מן הבעייתיות שברישום זכות הספק הוא שמבחינה דיונית אין לדרוש את רישום זכותו של הספק כתנאי למעמד כלשהו של הספק כלפי שאר נושיו של מזמין הסחורה. ברם, טיבה של זכות הספק מבחינה מהותית אינו נגזר כלל ועיקר מפעולה כלשהי שנקט הספק או שנמנע מלנקוט. זכותו המהותית של הספק, בין שבעלות היא ובין שאינה בעלות, בין שעדיפה היא מזכותם של נושים אחרים של החייב-הקונה ובין שנחותה היא, תיגזר ממערכת שיקולים ערכית ומהותית אשר תיבחן במנותק מן הדרך המגשימה זכות זו. לפיכך, כל מסקנה שהסיק בית המשפט בעניין קידוחי הצפון, מלבד ביטול עצם דרישת הרישום הפומבי של זכות הספק, נובעת מן הסתם משיקולי מדיניות אחרים. לשון אחר, המסקנה כי הסחורה אכן נותרת בבעלות של הספק עד גמר התשלומים אינה נובעת מביטולה של דרישת הרישום שהציבה הלכת קולומבו.

20 ראו עניין קידוחי הצפון, לעיל ה"ש 15, פסקה 15 (א) לפסק דינו של השופט ש' לוי ("הילכת קולומבו [...] נתנה משקל רב מדי לאפשרות של פגיעה בצדדים שלישיים על-ידי אי-מתן הודעה על קיום ה'משכון', או על סעיף שימור הבעלות"). לביקורת על ייחוס משקל מוגזם בדין הנוהג לפומביות מרשם השעבודים, ראו עוד לעיל פסקאות 16.12–16.18.

21 לרנר, לעיל ה"ש 5, בעמ' 415.

22 עניין קידוחי הצפון, לעיל ה"ש 15, בפסקה 15 (א) לפסק דינו של השופט ש' לוי ופסק דינו של השופט טירקל.

23 עם זה, ה-UCC האמריקני דורש באופן נחרץ כי תניית שיור בעלות תירשם כשעבוד במרשם השעבודים. ראו UCC §1-201(35) (definition of "Security Interest"), 9-109(a)(1).

(2) חופש ההתניה החוזית

17.15 בעיני בית המשפט, כיבוד תניית שיור הבעלות כפשוטה הוא דבר טבעי מאין כמותו. מוכר המבקש למנוע את העברת הבעלות בממכר עד שתשולם לו התמורה, פועל כראוי. סעיף 33 לחוק המכר מגשים זאת, בכבדו את רצונם הפרטי של הצדדים לעסקת המכר. זו הגשמה של עקרון חופש החוזים.²⁴ לטעמו של בית המשפט, סעיף 2(ב) לחוק המשכון אינו אמור לחתור תחת ההסכמה החוזית שבין צדדים לעסקת מכר. כלשון השופט שלמה לויין:²⁵

“כלל הוא שצדדים לחוזה רשאים לעצב את העיסקה שביניהם בכל אחת מהמשבצות המשפטיות המקובלות, אפילו שכל אחת מהדרכים עשויה להביא לתוצאות שונות; והוא – כשאין מדובר בהתקשרות שהיא למראית עין או שהיא מלאכותית או שהיא בדוייה. והנה – בהעדר טעמים מיוחדים – תניית שימור הבעלות מייצגת עיסקה אמיתית, המשקפת את המציאות. מה טעם לפסול אותה?”

לדעת בית המשפט, עסקת מכר הכוללת תניית שיור בעלות היא עסקת מכר אמיתית. אין בה כל רכיב מאולץ או מלאכותי. לפיכך, בהיעדר סימנים החותרים תחת ההגיון הכלכלי שבעיצוב עסקת המכר, בדרך שבה עיצבוה הצדדים לעסקה, אין מקום להתערבות כופה של הדין אשר יעביר את העסקה “טרנספורמציה מלאכותית” בניגוד לתנאיה.²⁶ באשר לזכויות במיטלטלין – עקרון חופש החוזים גובר. לטעמו של בית המשפט, רק נסיבות אשר ילמדו כי הצדדים ניצלו לרעה את חופש ההתקשרות החוזית יצדיקו שימת רסן לחירותם לעצב לעצמם הסדרים רכושיים העונים על צורכיהם ורגישויותיהם. לא זאת אף זאת, בית המשפט אף ביקש לעגן את פסיקתו באדני היעילות הכלכלית. לטעמו, אם לא תוכר תניית שיור הבעלות, יימנעו ספקים לחלוטין מלמכור סחורות באשראי, או, למצער, ייקרו את תנאי האשראי לרכישת סחורות. כלשון בית המשפט: “קבלת הילכת קולומבו [...] עשויה לצמצם את התנועה החופשית של טובין בחיי המסחר ולהזיק את ציבור הקמעונאים למלווים בשוק האפור במקום לעסקות מקובלות וסבירות.”²⁷

17.16 לעניות דעתי, נהייתו של בית המשפט אחר עקרון חופש החוזים, כבסיס לכיבוד תניות שיור הבעלות, היא בעייתית. לא ניתן לכבד את תניית שיור הבעלות כפשוטה בשל שני טעמים עיקריים. טעם אחד נטוע בדיני החוזים עצמם. הטעם האחר נובע מדיני חדלות הפירעון. טעמים אלה הם:

- (א) פרשנות הסכמי המכר של ספקים מלמדת כי, חרף התניה הכתובה, הצדדים רואים בממכר נכסים בבעלות הקונה-החייב.
- (ב) חופש ההתניה החוזי שבצלו חוסה תניית שיור הבעלות מתנגש בגישה הקיבוצית של דיני חדלות פירעון.

נבחן כל אחד משני טעמים אלה לגופו.

24 שם, פסק דינו של השופט טירקל.
 25 שם, בפסקה 15(ג) לפסק הדין של השופט ש' לויין.
 26 שם, בפסקה 14 לפסק הדין של השופט ש' לויין ובפסקה 7 לפסק הדין של השופט שטרסברג-כהן.
 27 שם, בפסקה 15(ב) לפסק הדין של השופט ש' לויין.

(אא) פרשנותה של תניית שיור הבעלות

17.17 דיני החוזים מצווים על הפרשן להתחקות אחר אומד דעתם של הצדדים לחוזה.²⁸ נחלקו הדעות במשפט הישראלי בשאלה, מה הם הכלים אשר ישמשו את הפרשן בתורו אחרי אומד הדעת של הצדדים. גישה פרשנית מקובלת קוראת את סעיף 25 לחוק החוזים כמכוון לומר שיש לאמוד את דעתם של הצדדים כפי שהיא משתמעת מלשון החוזה בלבד. רק כאשר אומד דעתם אינו משתמע בבירור מלשון החוזה, רשאי הפרשן לפנות אל הנסיבות האופפות את כריתת ההסכם לשם הסקת אומד דעתם של הצדדים.²⁹ לפי גישה פרשנית זו, אכן דומה כי הלשון הברורה של תניית שיור הבעלות אינה מותירה מקום לספק: הבעלות בממכר נותרת אצל המוכר כל עוד לא שולם לו מלוא התמורה.³⁰ אך לשון התניה מנוגדת לעתים במידה כה רבה להתנהגות הצדדים, עד כי יקשה על הפרשן להתעלם כליל מהתנהגות הצדדים ומהשפעותיה על שאלת הבעלות בממכר. התנהגות הצדדים במהלך קיום החוזה מעידה בבירור על אומד דעת שונה לחלוטין מן האמור בלשון החוזה. בנסיבות כאמור, התנהגות הצדדים בפועל עשויה להעיד על שינוי של ההסכם הכתוב. ספק, המוכר מלאי עסקי לציבור של לקוחות מסחריים מגוון, אינו קושר את עצמו באופן מהותי אל הסחורה לאחר שסופקה. זיקתו לסחורה זו מסתכמת באותה תניית שיור בעלות אחידה, המודפסת על פי רוב על גבי תעודת המשלוח המתלווה לסחורה, הא ותו לא. על פי רוב, משסופקה הסחורה לקונה-החייב, המוכר גורע ברישומיו החשבונאיים את הסחורה שסופקה מן המלאי העסקי אצלו ובמקומה הוא רושם התחייבות כספית בשיעור התמורה המוסכמת. זהו ביטוי התנהגותי מובהק להיפרדות המוכר מסחורה זו ולהתמקדותו אך בתמורה הכספית המגיעה לו בעדה.³¹ זאת ועוד, ספקים רבים הכוללים תניית שיור בעלות נמנעים מלדרוש מן הקמעונאים-הקונים כי ידווחו להם דיווחים תקופתיים על מצבת המלאי שנותרה אצלם בהשוואה לשיעור המכירות מן המלאי. אף מחדל זה אינו מתיישב עם שיור הבעלות בידי הספק.³² יתרה מזו, לא פעם, תניית שיור הבעלות מנוסחת באופן המבהיר כי הבעלות תועבר לקונה רק לאחר שהלה ישלם למוכר לא רק את תמורת הממכר הנוכחי, כי אם גם את כל חובות העבר שהקונה חב לאותו מוכר.³³ תניה חוזית כאמור דומה באופייה הכלכלי לתניית שעבוד בהסכמי הלוואה בנקאיים.³⁴ אם כן, על פי לשונה, תניה כאמור אינה מתיישבת עם התפישה כלפי שיור הבעלות כאל עניין המתמקד בקיום חיובים הדדיים בין צדדים לעסקת מכר אחת, כי אם כמנגנון בטוחתי רחב לפירעון חובות.

- 28 סעיף 25(א) לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973.
- 29 ראו, למשל, ע"א 65/78 מעליות טל נ' מנהל אגף המכס והבלו, פ"ד לד(4) 397 (התש"ם-1980); ע"א 736/82 כפר חסידים, מושב עובדים דתי בע"מ נ' אברהם, פ"ד לט(2) 490 (התשמ"ה-1985); ע"א 765/82 אלחר נ' אלעני, פ"ד לח(2) 701 (התשמ"ד-1984); ע"א 406/82 נחמני נ' גלאור, פ"ד מא(1) 494 (התשמ"ז-1987).
- 30 עם זה, אף גישה פרשנית זו לחוזים תיאלץ להתמודד עם הטענות המהותיות כלפי עצם ההיזקקות לעקרונות חופש החוזים כפשוטו בנסיבות של חדלות פירעון. ראו להלן פסקאות 17.19-17.22.
- 31 עניין קולומבו במחוזי, לעיל ה"ש 8, בעמ' 317.
- 32 שם, בעמ' 318; עניין טריומף, לעיל ה"ש 6, בפסקה 10 לפסק דינו של השופט גולדברג.
- 33 ראו, למשל, [1976] 1 W.L.R. 676. Aluminium Industries Vaasen BV v. Romalpa Aluminium Ltd.
- 34 Cork Report ¶ 1645.

17.18 הבעייתיות בכיבודה של תניית שיוור הבעלות כפשוטה רבה עוד יותר אליבא דגישת הפרשנות התכליתית של חוזה. לפי גישה זו, אומד דעתם של הצדדים לחוזה אינו נבחן על פי לשון תניה בודדת בחוזה הכתוב לבדה. חוזה מתפרש על פי תכליתו.³⁵ פרשנותו תינק מלשונו ומן הנסיבות האופפות אותו כאחד.³⁶ מכלול הוראות החוזה, התנהגות הצדדים לחוזה, התכלית העסקית העומדת ביסוד ההוראות החוזיות והאינטרסים הכלכליים המוגנים באמצעותו, כולם משפיעים במישרין על הפרשנות.³⁷ דומני, כי פרשנות תכליתית של תניית שיוור בעלות מביאה לידי מסקנה כי תכלית התניה אינה אלא הקניית עדיפות לספק כנושה. הרקע להכללת תניה כאמור בהסכם המכר ברור: מדובר בשני צדדים מסחריים, ואחד מהם קונה מן האחר, על פי רוב ספק, מלאי עסקי. התניה נועדה להגן על המוכר במקרה של אי תשלום, אולם אף יתר תנאי חוזה המכר שייכים לעניין. תנאי התשלום בהסכם כאמור קובעים כי הקונה ישלם לספק בעד הסחורה שבועות או חודשים אחדים לאחר הספקתה. הספקת הסחורה מצד הספק נעשית בהסכמה שהקונה, הקמעונאי, יוכל למכור אותה הלאה ללקוחותיו. סוף סוף, הסחורה (או המלאי העסקי) היא בסיס המכירות וייצור המזומנים של הקונה-החייב. ייצור מזומנים הוא הבסיס לפירעון התחייבויות הקונה-החייב כלפי נושיו – ובהם הספק. כעת צא ולמד, בשעת מכירתה של הסחורה על ידי הקונה ללקוחותיו לית מאן דפליג שהבעלות עוברת ללקוחות נקיייה מתביעות. הטעם לכך הוא כפול: הטעם האחד הוא שהספק מסר את הסחורה לקונה לשם כך. אומד דעתו של הספק הוא כי הסחורה תימכר על ידי הקונה. הטעם השני הוא שכאשר הלקוחות רוכשים את הסחורה במהלך העסקים הרגיל מן הקונה-הקמעונאי העוסק בממכר נכסים מאותו סוג, הם הננים ממך בתנאי תקנת השוק.³⁸ עתה, תבוא הסחורה שנמכרה על ידי הקונה-קמעונאי ותעיד אף על הסחורה שטרם נמכרה על ידיו! בשעה שהספק מספק לקונה את הסחורה ומתנה עימו על שיוור הבעלות עד לגמר התשלומים, אין הספק מסוגל לדעת איזו כמות של סחורה תימכר בימים, בשבועות או בחודשים הקרובים. על הספק להניח כי לאחר קבלת הסחורה יצליח הקונה למכרה בהקדם ללקוחותיו במלואה. כלומר, על הספק להניח כי הוא יפרד בהקדם מן הבעלות על כל הסחורה לאחר

- 35 ע"א 4628/93 מדינת ישראל נ' אפרופים שיכון ויזום (1991) בע"מ, פ"ד מט(2) 265 (התשנ"ה-1995) (להלן: עניין אפרופים). על עיקרי הפרשנות התכליתית של חוזים, ובייחוד על שילוב הפרשנות הסובייקטיבית והפרשנות האובייקטיבית הגלום בפרשנות זו, ראו אהרן ברק "עקרונות כלליים של המשפט בפרשנות המשפט" ספר ויסמן – מחקרי משפט לכבודו של יהושע ויסמן 1, 6-7 (שלום לרנר ודפנה לוינסון-זמיר עורכים, התשס"ב); אהרן ברק פרשנות במשפט כרך ד – פרשנות החוזה 290-291 (התשס"א). לפירוט עמדתו של פרופ' ברק בדבר יתרוונתיה של הפרשנות התכליתית של חוזים ראו שם, בעמ' 296-304.
- 36 עניין אפרופים, לעיל ה"ש 35, בעמ' 310-312. ראו גם ברק, פרשנות במשפט, לעיל ה"ש 35, בעמ' 490 ("הפרשן רשאי לפנות אל הנסיבות" בכל הנסיבות").
- 37 ראו, למשל, ע"א 554/83 "אתא" חברה לטכסטיל בע"מ נ' עיזבון המנוח זולוטוב יצחק ז"ל, פ"ד מא(1) 305, 282 (התשמ"ז-1987); ע"א 655/82 גרובר נ' פרבשטיין, פ"ד מו(1) 738, 743 (התשמ"ו-1986); ד"נ 32/84 עיזבון וויליאמס נ' Israel British Bank, פ"ד מד(2) 265, 274 (התש"ן-1990); ע"א 324/63 סגל נ' חברת גורגני מג"י בע"מ, פ"ד יח(4) 371, 373 (התשכ"ה-1964); ע"א 703/88 מורגן תעשיות בע"מ נ' בתי גן להשכרה בע"מ, פ"ד מד(1) 288, 294 (התש"ן-1990); ברק, פרשנות במשפט, לעיל ה"ש 35, בעמ' 383-386, 395-398; דניאל פרידמן ונילי כהן חוזים כרך א 270 (התשנ"א); גבריאלה שלו דיני חוזים 302-303 (מהדורה שנייה, התשנ"ה).
- 38 סעיף 34 לחוק המכר.

הספקתה לקונה. כזכור, לשון תניית שיור הבעלות מתנה את העברת הבעלות לקונה-החייב בגמר התשלומים, כלומר כעבור שבועות או חודשים מן ההספקה. ברם, עינינו הרואות כי אומד דעתם האמיתי של הצדדים הוא שהספק ייפרד מבעלותו על כל הסחורה בסמוך לאחר הספקתה לקונה-החייב, אף שבאותה שעה טרם הבשילה זכותו של הספק לקבל את מלוא תמורתה!³⁹ נמצאנו למדים אפוא כי התכלית של תניית שיור הבעלות אינה מתיישבת עם חזקת התכלית העולה מלשון התניה.⁴⁰

(בב) התנגשות חופש החוזים בדיני חדלות פירעון

17.19 אפילו הייתה הפרשנות החוזית של תניית שיור הבעלות מעידה כי תוכה כברה, כלשונה וכפשוטה, כיבוד התניה בחדלות פירעון הוא בעיית. כאמור, המצדדים במתן תוקף מלא להתניה החוזית על מועד העברת הבעלות סומכים את השקפתם בעיקר על עקרון חופש ההתניה החוזית. ברם, עיקרון זה אינו ניתן ליישום כפשוטו ובמלוא תוקפו בנסיבות של חדלות פירעון. כיבוד הרצון הפרטי של הצדדים, אשר הוא לבו של עקרון חופש ההתניה החוזית, הוא ערך נכון וראוי להסדרת יחסים בין-אישיים בין שני צדדים לבין עצמם. המשפט מכבד את רצונם של הצדדים ועל כן הופך את העדפותיהם הפרטיות לחוזה בעל תוקף משפטי מחייב ביניהם. זהו הדין הפרטי אשר הצדדים בני חורין לעצבו לעצמם כראות עיניהם. המשפט אינו נוקט כל עמדה ערכית באשר לטיב החוזה המעוצב, להגיונו, לצדקו או למעשיותו. לא כן בהסדרה פרטית, בין צדדים להסכם, של זכויות במצבים של חדלות פירעון. מעצם טבעה, חדלות פירעון נוגעת למערכת יחסים בין-אישיים רב-צדדית. זהו המוקד.⁴¹ את זכויותיו של נושה יש לבחון ולקבוע בהתחשב במתח המתמיד השורר בין כלל בעלי התביעות כלפי קופת חדל הפירעון. זהו המתחם שבתוכו יש למקם כל אחד מן הנושים. תהא צורתה של ההתניה החוזית אשר תהא, לבה ותוכנה חד הם: הנושה מבקש לחסן עצמו מכל נזק ופגיעה כלכליים אפשריים בעקבות התדרדרות במצבו הכלכלי של החייב. הנושה מתנה עם החייב כי הוא ייפרע בכל תנאי, אפילו כאשר אין לחייב די לפירעון כלל חובותיו. הנושה מתנה אפוא בחוזה עם החייב כי הוא יהיה עדיף בפירעון חובו על פני כל הנושים האחרים של החייב. סוף סוף, כל נושה מן הנושים מבקש לעמוד בראש התור, ולו נשאל היה משיב כך במפורש. כל נושה מבקש לדאוג לזכויותיו הפרטיות תחילה. ההתניה החוזית על שיור הבעלות אינה אפוא אלא ביטוי מפורש לרצון המובן מאליו של כל נושה. דא עקא, הגשמה מלאה של העדפתו הפרטית של כל נושה להיפרע תחילה אינה אפשרית בעטייה של

39 נגד עמדתו זו ניתן לטעון כי היפרדות מן הבעלות בגמר התשלומים והיפרדות מן הבעלות בשעת מכירת הסחורה על ידי המזמין ללקוחותיו אינן תרתי דסתרי. כוונת הצדדים היא כי הספק ישמור את הבעלות על הסחורה עד לאירוע המוקדם מבין השניים, כלומר עד שהמזמין ימכור את הסחורה הלאה ללקוחותיו או עד לגמר התשלומים. השוו עניין **מקסל**, לעיל ה"ש 6, בעמ' 61. אכן, תניות שיור הבעלות באנגליה מנוסחות באופן המשקף הסכמה כאמור. ראו 12 All E.R. [1985] 3 Four Point Garage Ltd. v. Carter. עם זה, אין בידי לקבל פרשנות חוזית מעין זו. לטעמי, נכונות הספק להיפרד מן הבעלות על כל הסחורה, במנותק מקבלת התשלומים על ידיו, היא מבחינתי הראיה המובהקת ביותר לאומד דעתם של הצדדים. אומד דעתם הוא כי הבעלות תעבור עוד לפני התשלום על ידי מזמין הסחורה.

40 לרנר, לעיל ה"ש 7, בעמ' 47.

41 לעיל פסקאות 1.13–1.20.

חדלות הפירעון של החייב. בהכרח, יהיו חובות אשר לא ייפרעו במלואם. השאלה היא אפוא מה הטעם לדבוק בתניה החוזית המפורשת על אודות שיור הבעלות ולאוכפה כלשונה. האם התניה מפורשת של נושה אחד היא שתקבע כי הוא עדיף? הרי ניתן לייחס התניה מכללא כאמור לכל נושה, שהלא מן הסתם גם הוא התכוון לכך. אם כך הם פני הדברים, מה לי התניה במפורש ומה לי היעדרה של התניה כאמור? ואולי העדיפות צריך בכלל שתקבע לפי שיקולים כגון לוחות זמנים – כלומר, הקודם ביצירת תביעתו הוא העדיף – או לשוב ולקבוע שוויון בין כל הנושים הללו? הבחינה איזה נושה הביע במפורש את רצונו להיות נושה עדיף, ואיזה נושה לא השכיל לבטא בגלוי את העדפתו זו, אינה משכנעת בעיניי.

17.20 לא זאת אף זאת, מתן עדיפות אך בשל התניה חוזית מפורשת משמעו העדפה מניה וביה של נושה רצוני על פני נושה לא-רצוני. זה האחרון אינו יכול להביע במפורש את העדפתו להיפרע ראשון, שכן הוא אינו בוחר כלל להתקשר עם החייב כנושה אלא נקלע למערכת משפטית זו מאונס. כיבוד תניית שיור הבעלות ככתבה וכלשונה גם מקנה עדיפות לנושה רצוני המתקשר עם החייב בנוגע לנכס מוחשי בלתי מתכלה על פני נושה המתקשר עם החייב בנוגע לנכס מוחשי מתכלה או לנכס בלתי מוחשי.⁴² כך, למשל, סוכן נסיעות הנותן שירות לחייב אינו מסוגל לשמור אצלו כל בעלות, ועל כן אין בידו שום אמצעי להשגתה של עדיפות פירעון. גם ספק של מזון, כגון מוצרי חלב או פירות וירקות, אינו יכול באופן מעשי לשמור אצלו בעלות על המזון. לפיכך, אף הוא יודר מן האפשרות לזכות בעדיפות פירעון על פני יתר הנושים. עובד של החייב גם הוא אינו שומר כל בעלות על שירותי עבודתו. לפיכך, אמצעי זה אינו עומד לרשותו לשם עיגונה של עדיפות בפירעון החוב כלפיו. מבחינה מהותית, במה טובה זכותו של מוכר נכס מוחשי בלתי מתכלה מזכותם של נושים אלה? האם חוזה הנוגע לנכס מוחשי בכלל, ולנכס מוחשי בלתי מתכלה בפרט, חשוב ומיוחד במהותו מחוזה אחר שבו קשור החייב? האם ראוי למשפט עכשווי לבכר עסקאות בנכסים מוחשיים על פני עסקאות בנכסים בלתי מוחשיים? קביעה כאמור של המשפט, באמצעות כיבודה של תניית שיור הבעלות כפשוטה, מקדשת את כלכלת העבר ומתעלמת מהמגמות החדשות בכלכלה העולמית. העולם עבר מזמן לכלכלה המבוססת על זכויות ברכוש בלתי מוחשי. רכוש כאמור הולך ותופס את מקומו המסורתי של הרכוש המוחשי כמקור עושרם של בני אדם. על כן, היצמדות לרכוש מוחשי בלתי מתכלה כאמצעי התניה חוזי להשגת עדיפות הוא שימוש בכלכלת האתמול במשפט של היום.

17.21 כיבוד תניה חוזית שעניינה חדלות פירעון כפשוטה לוקה בבעיה נוספת. המצדדים בכיבוד התניה מניחים כי היא באה לעולם בעקבות מפגש רצונות בין שני הצדדים להתקשרות. דא עקא, מפגש הרצונות בנוגע לתניה חוזית כאמור הוא בין שני הצדדים הרשמיים המתקשרים בהסכם, אך לא בין הצדדים המושפעים מן התניה. אכן, מפגש הרצונות הוא בין הנושה (הספק) לבין החייב, אך המושפעים מן התניה הם הנושה האמור, מצד אחד, ויתר נושי החייב מצד אחר. אלה הם היריבים

המשפטיים המהותיים בנוגע להסדר שנקבע בתניה האמורה.⁴³ לשון אחר, התקשרות חוזית בין החייב לבין הנושה מחצינה את השפעות ההתקשרות אל עבר יתר נושי החייב אשר אינם צד להתקשרות. התקשרויות חוזיות המחצינות את השפעותיהן אל עבר צדדים שלישיים טעונות סיוג והגבלה. ואמנם טענת ההחצנה נטענה לא פעם נגד תוקפם של הסדרים חוזיים דו-צדדיים שונים הדנים בעיקרם בנסיבות של חדלות פירעון.⁴⁴ כך, למשל, טענה מעין זו היא עיקר ביקורתם של Fried ו-Bebchuk נגד העדיפות המוחלטת של שעבודים רצוניים.⁴⁵ לכאורה, ניתן להשיב על טענת ההחצנה כי בקביעת התניה החוזית הנדונה משמש החייב כנציג של יתר הנושים, ועל כן אין כאן כל החצנה. כלומר, בשעת ההתקשרות החוזית ביטא החייב (בעצמו או באמצעות הנהלת החברה) את העדפותיהם של יתר הנושים. לפיכך, מפגש הרצונות בתניה החוזית הוא, לאמיתו של דבר, מפגש בין רצונם הקיבוצי של הנושים לבין רצונו של הנושה מן העבר השני של התניה. כך, למשל, התניה בדבר שיור הבעלות מיטיבה אמנם עם הנושה-הספק, אולם בזכותה הוא מעניק לחייב הקלות כלכליות בתנאי התשלום. הקלות אלה הן טובת הנאה שמקבל החייב, ובעקיפין – מקבלים אף יתר נושיו. משום כך, יתר הנושים כפופים לתניה החוזית, שכן הם קיבלו עליהם מרצון באמצעות החייב כנציגם. ברם, יש לדחות טענה זו. לטעמי, אין לסמוך על החייב כמי שבשעת ההתקשרות החוזית עם הנושה-הספק ייצג את ענייניהם של יתר נושיו ויבטא את העדפותיהם. אדרבה, כפי שכבר הוער בהקשרים שונים, קיים חשש כי דווקא הקונה-החייב יתקשר עם הנושה-הספק בתנאים הנוחים לו (לחייב) בעת ההתקשרות, גם אם תועלתם הכללית אינה מוכחת. החייב מועד לגלות אדישות להשפעות ההפסד הצפוי מן התניה החוזית שבה הוא מתקשר, שכן בהשפעות אלה יישאו יתר הנושים, ולא הוא. מכיוון שהחייב יודע מראש כי לא הוא יישא בעלויות ההפסד, אין הוא מפנים עלויות אלה ואינו מתמחר אותן כראוי לעומת טובת ההנאה המיידית שהוא מפיך מן ההקלה שמקל עימו הנושה-הספק. למען השאת רווחיו, מוכן החייב להתקשר בחוזה תוך גלגול עלויותיו הצפויות על יתר הנושים.⁴⁶ זהו ביטוי נקודתי לבעיית הנציג המובהקת הקיימת בין בעלי המניות והנהלת החברה, כמייצגת עניינם, לבין נושי החברה.⁴⁷ אף בעיה זו חותרת אפוא תחת ההצדקה שבהסתמכות על עקרון חופש ההתניה החוזית.

43 במקום אחר הצגתי טענה זו נגד כיבוד ההתניה החוזית מנקודת הראות של דיני החוזים עצמם, ולא דווקא כטענה מתחום דיני חדלות הפירעון. לפי תפישת הפרשנות התכליתית של הלכת **אפרופים**, ההבדל בין הצדדים הרשמיים להתקשרות החוזית לבין הצדדים המהותיים להתקשרות האמורה יבוטא בהתחקות אחר התכלית האובייקטיבית של החוזה. ראו דוד האן "ממקדחות בלק אנד דקר ועד קידוחי הצפון – שובה של תנית שימור הבעלות" **עיוני משפט** כח 97, 121–125 (התשס"ד).

44 ראו, למשל, Thomas, *Elizabeth Warren, Bankruptcy Policy*, 54 U. CHI. L. REV. 775, 782–783 (1987); H. Jackson, *Translating Assets and Liabilities to the Bankruptcy Forum*, 14 J. LEG. STUD. 73, 90 (1985).

45 לעיל פסקה 15.41.

46 THOMAS H. JACKSON, *THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW* 42–43 (1986).

47 לביטוי נוסף של בעיית נציג זו ראו לעיל פסקה 14.36.

17.22 עניינו הרואות, אין כוחו של עקרון חופש ההתניה החוזית עימו כדי לבסס באופן משכנע עדיפות של נושה בעת חדלות פירעון של חייבו. השיקולים הכרוכים בחדלות פירעון הם מורכבים יותר, רבי-צדדים ופנים, ואין ברצון הפרטי, הדו-צדדי, של נושה וחייב כדי לשמש מקור מספק ליישוב כל הבעיות הסבוכות שבחדלות פירעון. כיבוד תניה חוזית בדבר שיוור הבעלות אינו אלא קידוש הצורה במקום המהות. מבחינה משפטית מהותית, ראויים כל הנושים של החייב להיפרע באופן מלא. אין האחד מהם טוב מחברו. הליכה אחר התניה מפורשת, הפתוחה מעיקרא רק לחלק מן הנושים, מהווה נהיית שווא אחר צורת החוזה. לחלופין, וחמור מכך, כיבוד ההתניה החוזית משמש, ולו במשתמע ובאופן מוסווה, העדפה ביודעין של נושה אחד על פני חברו בלא מתן טעם ערכי עקרוני להעדפה זו.

(3) סיכול הבראת חברות

17.23 טעמיו של בית המשפט העליון בעניין קידוחי הצפון אינם משכנעים אפוא שראוי לכבד את שיוור הבעלות כפשוטו, כמותנה בין הצדדים. לצד הביקורת על נימוקיו של בית המשפט העליון, פסיקתו האמורה של בית המשפט מעוררת בעיה חמורה נוספת בידי חדלות פירעון. בעניין קידוחי הצפון לא נדרש בית המשפט כלל להשפעת פסיקתו על האפשרות של הבראת חברה. אכן, תוצאה משפטית מהותית של כיבוד בעלות הספק על הסחורה הנמכרת הייתה שצו הקפאת ההליכים בהבראת חברה לא יעכב בעד ספק מלהשיב לרשותו את הסחורה.⁴⁸ כיבוד תניית שיוור הבעלות איפשר אפוא לספק לקבל לידיו, הלכה למעשה, כוח מכריע בדבר המשך פעולתה של החברה. הספק נמצא בעמדת השפעה נעלה מכל נושה, מובטח ולא-מובטח כאחד. שלא כיתר הנושים, הספק לא היה כפוף למנגנון קיבוצי ולא נדרש להצביע באסיפה קיבוצית של נושים. באמצעות שיוור הבעלות נשאר הספק אדון בלעדי לגורל תביעתו הכספית, בלא כל צורך להתחשב בהשפעת פעולותיו על מרקם התביעות הכללי בחברה. בכך מקועקע רעיון הקיבוציות שדיני חדלות פירעון מבקשים לקדם.

יתרה מזו, כיבוד תניית שיוור הבעלות מנוגד לרעיון שביסוד הקפאת הליכי המימוש של נושים מובטחים. בפירוק, עסקי החברה מתחסלים וכל שנותר הוא לממש את נכסיה ולפרוע לנושים, לפי סדרי העדיפות, מן התמורה שהתקבלה במימוש. מכיוון שנושה מובטח עדיף ממילא מכל נושה אחר, התרתו של מימוש הבטוחה על ידי הנושה אינה פוגעת בשאר הנושים. על כן, נושה מובטח אינו כפוף לעיכוב הליכים בפירוק. אך, לעומת זאת, רעיון הליך ההבראה של חברה הוא להפעילה בתקופת הביניים עד לגיבוש הסדר הנושים בלי לפרוע לפי שעה את החובות. החובות ייפרעו רק בסופו של הליך, לפי הוראותיה של תכנית ההבראה. כאמור, ההנחה היא כי הפעלת עסקי החברה בתקופת הביניים עשויה להגדיל את שווי נכסיה שיעמוד לחלוקה לכלל הנושים. כדי להגשים שאיפה זו, מונעים בעד כל נושה, לרבות נושים מובטחים, מלממש נכסים של החברה.⁴⁹ המדיניות היא שלא לגעת בנכסי החברה לפי שעה, כדי שלא יתערער המערך העסקי הכולל. ברם, כיבוד תניית שיוור הבעלות מאפשר לספק לבוא וליטול את אשר לכאורה הוא בבעלותו כבר בפתיחת הליך ההבראה. אם אמנם נכיר בכך שהסחורה היא

48 לעיל פסקאות 12.47–12.48.

49 לעיל פסקה 12.8.

בבעלותו, לא יחול עליו צו הקפאת ההליכים. צו זה מונע נקיטת הליך נגד החברה, כלומר נקיטת פעולות אשר יש בהן גביית חוב. ברם, נכסים שאינם שייכים לחברה כלל זכאי בעליהם החוקי לנוטלם. אדרבה, ההנחה היא כי משעה שהחברה לא שילמה לספק את תמורתם במועד התשלום החוזי, היא מחזיקה בנכסים אלה שלא כדין. אם כן, בשעה שדיני חדלות פירעון שואפים למנוע בעד כל נושה מלגבות חובות מן החברה ולגעת בנכסיה מראשית הליך הבראתה ועד לאישור תכנית ההבראה, מביאה הכרה מלאה בתניית שיור הבעלות לידי יצירת חריג של ממש לשלמות הדין. חריג זה פוגע באפשרות להגשים את העקרונות שביסוד דיני חדלות הפירעון. לפיכך, אף מטעם זה אין להכיר בתניה החוזית האמורה כפשוטה.⁵⁰

(ד) הלכת ויטה פרי גליל

17.24 בעניין ויטה פרי גליל קבע בית המשפט העליון, מפי השופט דנציגר, פעם נוספת הלכה בסוגיה בדבר תניות שיור הבעלות בחוזי הספקה לחייב.⁵¹ בית המשפט התייחס בפסק דינו לשורת פסקי הדין שנפסקו בבתי המשפט המחוזיים לאחר הלכת קידוחי הצפון, תוך הבחנה בינה לבין הנסיבות שלפניהם. בעניין ויטה פרי גליל הכיר בית המשפט העליון בצדקת הפסיקות האמורות של בתי המשפט המחוזיים.⁵² ניכר כי בעניין ויטה פרי גליל גם בית המשפט העליון הבין שההלכה אינה יכולה להיות הכרה נוקשה ודוקנית בשיור הבעלות, כפי שעלה הרושם מפסיקתו הקודמת בעניין קידוחי הצפון. הפעם ביקש בית המשפט העליון לבסס את ההלכה על אדני המציאות העסקית, תוך איזון ראוי בין דיני החוזים, מחד גיסא, לבין דיני חדלות הפירעון – מאידך גיסא.

17.25 בית המשפט הותיר על כנה את הקביעה העקרונית של הלכת קידוחי הצפון המכירה בתוקפה של תניית שיור הבעלות. ואולם, בד בבד, בית המשפט העליון מיתן את הרושם שעלה מפסיקתו הקודמת בעניין קידוחי הצפון שלפיה הפסיקה האמורה ביטלה לחלוטין את הלכת קולומבו. בעניין ויטה פרי גליל פסק בית המשפט העליון כי שתי ההלכות האמורות עשויות לדור זו לצד זו, כאשר היישום, הלכה למעשה, הוא תלוי נסיבות וראיות. כלומר, לפי בית המשפט העליון, תניית שיור הבעלות אכן עשויה להתפרש כפשוטה ולהותיר את הבעלות בממכר בידי המוכר עד לגמר התשלומים. ואולם, על מנת שהתניה תתפרש כך יש לבחון היטב את מסכת הראיות שעל המוכר, הטוען לתוקפה, לפרוש לפני בית המשפט. לשם כך קיימים מבחני משנה אחדים שבית המשפט קבע בעניין ויטה פרי גליל כהלכה. מבחנים אלה הם:

(א) ביסוסה של תניית שיור הבעלות בהסכם כתוב ומפורש.

(ב) קיומם של מנגנוני פיקוח ושליטה של המוכר.

50 אכן, את הקושי שהציבה תניית שיור הבעלות ליכולת המעשית להבריא חברות בישראל פתרו תיקון מס' 19 לחוק החברות וחוק חדלות פירעון. ראו להלן פסקאות 17.40–17.42.

51 ע"א 46/11 ויטה פרי גליל (החדשה) בע"מ נ' עו"ד נוב, כונסת נכסים (פורסם בנבו, מיום ' כסלו התשע"ד, 13.11.2013).

52 נימוקו הרשמי של בית המשפט העליון הוא שפסיקות בתי המשפט המחוזיים בסוגיה אינן סותרות את הלכת קידוחי הצפון כי אם מאבחנות כראוי את נסיבות העניין שלפניהן. שם, בפסקה 19 לפסק דינו של השופט דנציגר.

בית המשפט הדגיש בפסיקתו כי המבחן הראשון הוא מהותי בנסיבות שבהן מתקיימים יחסים נמשכים בין המוכר-הספק לבין הקונה. בנסיבות כאמור אין להסתפק בהדפסה אגבית של תניה לשיור הבעלות על גבי החשבונות בלבד לשם ביסוס כוונת הצדדים. המבחן השני, מבחן הפיקוח והשליטה, דוגמת דיווחים שוטפים של הקונה למוכר-הספק, נועד ללמד על הותרת העניין הכלכלי והמשפטי של הבעלות בידי המוכר. אם מבחני המשנה אינם מתקיימים במקרה מסוים, ייטה בית המשפט לפרש את התניה, לכל היותר, כבטוחה, ולא כשיור הבעלות בממכר בידי המוכר.

17.26 פסיקת בית המשפט העליון בעניין **ויטה פרי גליל** חזרה ואיפשרה לחברות בקשיים להתמודד באופן מעשי עם תניות שיור הבעלות. תניות אלה אינן אמורות לשמש צל המעיב על יכולתה המעשית של החברה להמשיך לנהל את עסקיה כרגיל עת היא עוברת הליך הבראה, ובכך להציל את פעילותה ולאפשר את עתידה העסקי. דברים אלה מתיישבים גם עם פועלו ועם הגיונו של תיקון מס' 19 לחוק החברות⁵³ וכיום – גם עם חוק חדלות פירעון.⁵⁴ החשיבות המעשית הגדולה מכול היא לא לאפשר לאף טוען לזכות, בין שהיא זכות של נושה (לא-מובטח או מובטח) ובין שהיא זכות נטענת – שאינה מוכחת ומובהקת מאליה – לבעלות, לפעול וליטול מקופת החייב מיד בפתיחתו של הליך חדלות הפירעון. נטילה כאמור מן הקופה מיד בפתיחת ההליך אינה הפיכה, הלכה למעשה. תוצאתה המעשית היא הרסנית. נטילה מן הקופה של מלאי המסופק בידי ספק משמעה שיתוק הפעילות העסקית של החברה החייבת וסיכול כל אפשרות להבראתה הכלכלית. מפני כך יש להיזהר. גישתו המאוזנת והמאופקת של בית המשפט העליון בהלכת **ויטה פרי גליל** מאפשרת לבחון בזהירות את טענת הבעלות של הספק בטרם שתתקבל. פסיקה זו, כפסיקת בתי המשפט המחוזיים שקדמו לה, תוביל מן הסתם פעמים רבות לאי הכרה בטענת הבעלות ולהותרת הספק במעמד של נושה בלבד. כפי שנראה להלן,⁵⁵ תיקוני החקיקה האמורים משלימים את הלכת **ויטה פרי גליל** בדחותם את בירור טענתו של המוכר-הספק לשיור הבעלות למועד מאוחר יותר מפתחת ההליך. דחייה זו היא שתאפשר לפעול תחילה להצלת העסק ולהבראת החברה.

2. תניות שיור הבעלות במשפט המשווה

17.27 בעניין **קידוחי הצפון** נדרש בית המשפט העליון גם למשפט משווה בעניין תניות שיור בעלות. וכך קבע בית המשפט בעניין זה:

“רוב מדינות העולם המערבי מכירות באופן עקרוני בתוקפה של תניית שימור בעלות. באנגליה נפסקה בעניין זה ההלכה המנחה על-ידי בית-המשפט לערעורים בעניין ... (1976) *Aluminium Industrie Vaassen B.V. v. Romalpa Aluminium Ltd.* הלכה שאושרה מאז פעמים רבות... ההכרה בתניית שימור הבעלות מקובלת גם **במשפט הקונטיננטלי** (וראה: *The Reclamation Rights of Unpaid and Unsecured*, Cooper,

53 עניין **ויטה פרי גליל**, לעיל ה"ש 51, בפסקה 5 לפסק דינו של השופט עמית.

54 על החקיקה בעניין זה ראו להלן פסקה 17.42.

55 להלן פסקאות 17.40–17.43.

'Sellers in International Trade' ... אמנם, ארצות-הברית וקנדה הן יוצאות-דופן בגישתן. בארצות-הברית מוסדרים דיני הבטוחות בפרק 9 של ה-UCC. סעיף (1) 401-2 לקוד קובע:

... 'Any retention or reservation by the seller of the title (property) in goods shipped or delivered to the buyer is limited in effect to a reservation of a security interest...'

כלומר, עסקות הכוללות תניית שימור בעלות מוכפפות במפורש לפרק 9 הנ"ל, החל על כל סוגי הבטוחות וקובע, למשל, חובת רישום פומבי כתנאי לתקפותה של הבטוחה. החוק הקנדי הלך אף הוא בעקבות הגישה האמריקנית, כאשר רוב הפרובינציות הקנדיות אימצו החל מ-1990 את ה-Personal Property Security Act, שהושפע מאוד מפרק 9 האמריקני הנ"ל... " (ההדגשות הוספו – ד' ה').

לאור ניתוח זה שעשה, אימץ בית המשפט העליון את השיטה הנוהגת, לפי הבנתו, במרבית מדינות העולם המערבי והמכירה בתניית שיור הבעלות. לעומת זאת, השיטה האמריקנית-קנדית, הרואה בתניות שיור בעלות משום שעבוד בלבד, היא בעיני בית המשפט חריג שאין להחשיבו כל כך.

17.28 הצגת המשפט המשווה בנוגע לתניות שיור בעלות, כפי שהציגה בית המשפט בעניין קידוחי הצפון, היא בעייתית משלושה טעמים עיקריים. ראשית, בית המשפט בחר להתעלם דווקא משיטות המשפט שהיוו השראה לדיני שמירת הבעלות הישראלים ופנה דווקא לאלה שעמדתן המסורתית הייתה מנוגדת. שנית, בהצגת גישתו של המשפט הקונטיננטלי לוקים הדברים בברירות (סלקטיביות, בלע"ז) המביאה לידי חוסר דיוק. שלישית, וחשוב מכול, ניתוח המשפט המשווה בפסק הדין אינו עדכני. הניתוח דן במשפט שנהג בארצות השונות בשנות השבעים, ולכל המאוחר בשנות השמונים, אף כי בארצות אחדות היו בשנים האחרונות שינויי חקיקה בדיוק בנושא שיור הבעלות. להלן נעמוד על טעמים אלה כסדרם.

17.29 בית המשפט ציין בדרך אגב את עמדתם בסוגיה של המשפט בארצות-הברית ושל המשפט בקנדה, אולם בחר להתעלם מעמדתם בהיותם כביכול חריגים לעומת המקובל ברוב ארצות העולם. ברם, ההיסטוריה של חוק המשכון מלמדת כי סעיף 2(ב) שולב בחוק דווקא בהשראת המשפט האמריקני.⁵⁶ הדגם הבסיסי של סעיף זה הוא הוראותיו הרחבות והמקיפות של ה-UCC. ה-UCC ביקש להחיל הוראות אחידות, שעיקרן רישום פומבי של הזכויות, על מגוון עסקאות הנבדלות זו מזו בעיקר

56 סעיף 2(ב) נוסח במקור כסעיף 34 להצעת החוק הממשלתית. ראו הצעת חוק דיני מישכון, התשכ"ה-1965. בדיון בסעיף זה בוועדת החוקה, חוק ומשפט העיר מר ארנובסקי ממשרד המשפטים כי "נוסח סעיף זה הוא כניסוח המובא בחוק מאוד מקובל בארצות-הברית והוא – Uniform Commercial Code". בהמשך דבריו ציטט מר ארנובסקי את הסעיף המקביל בארצות-הברית. ראו הכנסת השישית, מושב ראשון, פרטוקול מס' 12 מישיבת ועדת משנה א, בעמ' 8 (של ועדת החוקה, חוק ומשפט) מיום י"ח סיון התשכ"ו (6.6.1966); לרנר, לעיל ה"ש 7, בעמ' 52, ה"ש 30.

בצורתן, אף כי בכלולן מצויה כוונת שעבוד.⁵⁷ מונח המפתח של ה-UCC בהקשר זה הוא "security interest". בהגדרת מונח זה מפרש ה-UCC כי הוא כולל, בין היתר, עסקאות מכר הכוללות שיוך בעלות (title retention) ועסקאות נוספות.⁵⁸ בהיות ה-UCC מקור ההשראה לחקיקת סעיף 2(ב) לחוק המשכון, היה ראוי לפנות דווקא למשפט הנוהג בארצות-הברית כמקור-השוואה פרשני, במקום לפנות למשפט האנגלי ולאחדות מארצות הקונטיננט.⁵⁹ יתר על כן, בית המשפט הציג את המשפט הקונטיננטלי כמקשה אחת. לפי דברי בית המשפט העליון, בארצות אירופה השונות תניית שיוך הבעלות מקובלת ותוקפה המשפטי אינו מוטל בספק. דא עקא, אותו מאמר שבית המשפט משתמש בו כאסמכתא לדברים אלה (משנת 1987) מציין במפורש כי ארצות אירופה השונות נחלקות מבחינה משפטית לארצות המכירות בתניות אלה ולארצות שאינן מכירות בהן והקובעות כי הבעלות עוברת במסירת הממכר.⁶⁰

17.30 דומה כי הקושי הגדול מכולם בהצגת המשפט המשווה כפי שהובאה בעניין קידוחי הצפון הוא חוסר עדכניותו. בית המשפט העליון מנתח את המשפט האנגלי על פי הלכת *Romalpa* אשר נפסקה בשנת 1976 ומציג עמדה של אחדות ממדינות אירופה לפי מאמר משנת 1987. ברם, בשיטות המשפט

- 57 Uniform Commercial Code §9-109(a)(1) (“[T]his article applies to a transaction, regardless of its form, that creates a security interest in personal property or fixtures by contract”) בעבר (בגרסה הקודמת של ה-UCC) בסעיף 9-102(1)(a) (להלן: הסעיף הישן). בדברי ההסבר לסעיף הישן (Uniform Commercial Code §9-102, Official Comment 1) הובהר כי המבחן העיקרי לתחולת הסעיף (ומכוחו – לתחולת דיני השעבודים בכלל) הוא: “is the transaction intended to have effect as security?” (ההדגשה הוספה – ד’ ה’). כלומר, הסעיף מסיט את הדגש מבחינה בלעדית של הכוונה הסובייקטיבית של הצדדים לבחינת האפקט הכלכלי האובייקטיבי של התקשרותם. כאשר אפקט זה הוא ליצור ביטחון כערוכה לחיוב, יחיל הסעיף את דיני השעבודים.
- 58 §1-201(35) (“‘Security interest’ means an interest in personal property or fixtures which secures payment or performance of an obligation... The retention or reservation of title by a seller of goods notwithstanding shipment or delivery to the buyer under Section 2-401 is limited in effect to a reservation of a ‘security interest’”) (ההדגשה הוספה – ד’ ה’).
- 59 יצוין כי מלבד בעניין תניית שיוך הבעלות, המשפט האמריקני נדרש ברגישות לזכויותיו של מוכר נכסי מיטלטלין באשראי, אשר בתום לבו לא ידע כי בעת המכר כבר היה החייב חדל פירעון. בנסיבות כאמור, מקנה ה-UCC זכות ביטול והשבה לטובת המוכר. זכות זו מכונה reclamation right והיא מעוגנת ב-UCC §2-702(2). זכות זו נהנית בהליך חדלות הפירעון מעדיפות פירעון ברמה שווה לעדיפות הניתנת להוצאות ההליך. ראו גם Bankruptcy Code §546(c), the *Carlos J. Cuevas, Bankruptcy Code Section 546(c), the Reclamation Seller and the Secured Creditor: A Textual and Policy Analysis Approach*, 105 COM. L.J. 1 (2000). לטענה כי הרחבת ההגנה על reclamation rights תשפר את אשראי הספקים ואת זמינות האשראי בכלל לעסקים, ראו *Larry T. Garvin, Credit, Information, and Trust in the Law of Sales: The Credit Seller's Right of Reclamation*, 44 UCLA L. REV. 247 (1996).
- 60 Graeme S. Cooper, *The Reclamation Rights of Unpaid and Unsecured Sellers in International Trade*, 1987 COLUM. BUS. L. REV. 17, 36 (המחבר מציין את צרפת, בלגיה, גרמניה ואיטליה כארצות המכירות בתוקפה של תניית שיוך בעלות, לעומת הולנד ושווייץ הקובעות כי הבעלות עוברת במסירת החזקה בממכר). ואולם, יודגש כי אף שהמחבר מונה את צרפת עם שיטות המשפט המכירות בתוקפה של תניית שיוך בעלות, הריהו מבהיר בהמשך הדברים כי תוקפה של התניה יפה ביחסים שבין הקונה לבין המוכר, אך לא כלפי נאמן המתמנה בשל חדלות פירעון של הקונה – ראו שם, בעמ’ 107–108.

בארצות המשפט המקובל, כמו גם במשפט הקונטיננטלי, חלו תמורות בחקיקה ברבות השנים. המגמה הברורה המסתמנת בעולם היא לצעוד לקראת אימוץ התפישה האמריקנית-קנדית, הרואה בתניות שיוך הבעלות משום זכות שעבוד. המגמה היא לנטוש את זכות הבעלות לטובת ההכרה בעדיפות הספק במצב של חדלות פירעון. כך, למשל, ניו-זילנד, בעלת מסורת המשפט המקובל האנגלי, קבעה בחוק השעבודים החדש שלה משנת 1999 כי כל תניית שיוך בעלות תיחשב לשעבוד הטעון רישום, בדומה להוראות ה-UCC האמריקני.⁶¹ הבנק האירופי לפיתוח ניסח בשנת 1994 חוק שעבודים לדוגמה הרואה בתניית שיוך הבעלות שעבוד בלבד,⁶² וכמותו ממליץ גם החוק לדוגמה של ארצות יבשת אמריקה משנת 2002.⁶³ כך ממליצה גם קבוצת העבודה לדיני שעבודים של מועצת האו"ם לענייני דין מסחרי בין-לאומי (UNCITRAL)⁶⁴ במסמך שהגישה למועצה בחודש דצמבר 2002.⁶⁵ זוהי אפוא המגמה החד-משמעית המסתמנת בעולם.

17.31 לטעמי, דווקא הפרלמנט האנגלי הוא, באופן סמלי, מבשר השינוי העולמי הגדול בעניין תניות שיוך בעלות. אכן, המשפט המקובל האנגלי היה נושא הדגל של ההכרה המלאה בתניות שיוך בעלות. אחת הגרסאות של תניות אלה אף זכתה לכינוי "Romalpa Clause" על שם פסק הדין המפורסם,⁶⁶ ואולם בשנת 2002, כחלק מתיקון רחב ל-Insolvency Act, 1986, קבע המחוקק האנגלי כי משחל עיכוב ההליכים הכללי (moratorium) על הליכים להבראת חברה (administration), לא ניתן עוד לנקוט כל צעד להחזרת החזקה בסחורה לספק מכוח תניית שיוך הבעלות בלא הסכמת בעל התפקיד או בית המשפט המנהל את ההליך האמור.⁶⁷ חקיקה זו כרסמה כרסום ניכר בזכות הבעלות של הספק. היא הכפיפה את

- 61 Personal Property Security Act §17(3); Duncan Webb, *Review: Commercial Law*, 2002 NZ L. REV. 199. למגמה מסתמנת של רפורמת חקיקה דומה באוסטרליה, ראו David E. Allen, *Transnational Secured Financing Law: Personal Property Security in Australia – A Long, Long Trail A-Winding*, 106 DICK. L. REV. 145 (2001).
- 62 European Bank for Reconstruction and Development's Model Law on Secured Transactions, Article 9.1, available at: <http://www.ebrd.com/country/sector/law/st/modellaw/main.htm>. עם זה, הספק אינו נדרש לרשום את זכות השעבוד לטובתו לצורך שכלולה, אלא אם כן הוא מעוניין בהמשך קיומה לתקופה של יותר משישה חודשים מאז שנוצרה. ראו שם, §§9.3–9.4.
- 63 Model Inter-American Law on Secured Transactions, Article 2 (2002), available at: http://www.brownwelsh.com/Archive/cidip_secured.htm. לעומת מקבילו האירופי, חוק לדוגמה זה דורש את רישום זכות השעבוד של הספק מיד. משכך עשה הספק, ייחנה מעדיפות לעומת כל נושה מובטח אחר של מזמין הסחורה. ראו שם, §§12, 51.
- 64 "the modernization and harmonization of rules on international business" UNCITRAL היא: <http://www.uncitral.org/english/commiss/geninfo.htm>. ראו
- 65 United Nations Commission on International Trade Law, Working Group VI (Security Interests), Second Session ¶¶ 45–46, 53–54 (Vienna, Dec. 2002), available at: http://www.uncitral.org/english/workinggroups/wg_6/wp-6-add2-e.pdf.
- 66 לעיל ה"ש 33.
- 67 – Insolvency Act, 1986 §8, Schedule B1 ¶¶ 43(3), 111(1) (definition of "hire-purchase agreement") כפי שהוסף על ידי ה-Enterprise Act, 2002 §248(1), (2).

השימוש בזכויותיו למכלול הקיבוצי של הליכי הבראת חברות. מבחינה מעשית, הוראת חוק זו שינתה את זכותו של הספק מזכות בעלים לזכות נושה בעל עדיפות בהליכים של חדלות פירעון.⁶⁸

3. מעמד הפירעון של ספק – הצעה של שתי חלופות

17.32 הביקורות הרבות שהובאו לעיל על ההכרה בתניית שיור הבעלות ככתבה וכלשונה מלמדות כי הדיון בנושא בפסיקה הישראלית החטיא עד לאחרונה את מוקד העניין. לא הצורה (לשון החוזה) היא העיקר כאן, כי אם המהות.⁶⁹ מהות העניין נדרשת לקושיה שיש לענות עליה בנוגע לכל נושה המבקש לדאוג לכך שתביעתו תיפצע תחילה: כלום יש טעם של יעילות או של הגינות המצדיק את העדפתו של ספק המוכר באשראי על פני נושים אחרים של החייב חדל הפירעון? טעמי היעילות שבמתן עדיפות לנושה אחד על פני משנהו נסקרו לעיל בפרק חמישה-עשר. הטעמים נסבו, רובם ככולם, על שיקול עיקרי. השיקול הוא כי מתן עדיפות לנושים מסוימים ישפר את הפיקוח ואת הבקרה על התנהגות החייב, באופן שהסתברות חדלות הפירעון תפחת מעיקרא. הפחתת הסתברותה של חדלות הפירעון תודיל את העלויות למימון העסקאות במשק. ואולם, בחינה מפוכחת של ניהול העסקים בחברות המספקות מוצרים לחברות אחרות שהן לקוחותיהן, תורה כי אין הן עוסקות בבקרת ההתנהלות הכספית של לקוחותיהן. ציינתי לעיל כי ספקים אינם נזקקים לייעוץ משפטי בהתקשרויותיהם עם לקוחותיהם, מזמיני הסחורות. הוא הדין בצד הכספי: התמחותם העסקית של הספקים ויתרונם היחסי הם במכירת מוצרים, ולא בבקרה כספית של לקוחותיהם. הספק המצוי אינו מעסיק צוות של מומחים פיננסיים שתפקידם לעקוב אחר לקוחותיו, לאסוף מהם מידע על מצבם הכספי ולנתחו. היתרון היחסי של ניתוח והערכה כספיים של לקוחות הוא יתרון של הבנקים, לא של ספקים. אכן, הספקים מגיבים, בדרך כלל, על משבר כספי של לקוח משזה כבר פרץ, אולם הם אינם מועמדים טובים לעקוב אחר החייב ולמנוע משבר כאמור בעודו באבו. לפיכך, השיקול של הבקרה היעילה של עסקי החייב אינו יכול להצדיק מתן עדיפות לספק המוכר סחורות לחייב בתנאי אשראי.⁷⁰

68 זאת ועוד, בשנים האחרונות שקלו באנגליה את האפשרות לתקן את החוק ולדרוש את רישום שיור הבעלות כדין כל שעבוד. ראו, למשל, THE LAW COMMISSION (LAW COM No 294), ANNUAL REPORT 2004/05, THE THIRTY-NINTH ANNUAL REPORT OF THE LAW COMMISSION §§4.7-4.9, available at: [http://www.lawcom.gov.uk/docs/AnnualReport_04-05_1\(2\).pdf](http://www.lawcom.gov.uk/docs/AnnualReport_04-05_1(2).pdf).

69 ראו גם שלום לרנר "הפיהות במעמדה של הבעלות באספקלריה של מועד העברת הבעלות במכר מיטלטלין" מחקרי משפט ה' 77 (התשמ"ו).

70 חברות גדולות, אשר לצד עיסוקן העיקרי כספקיות של מוצרים גם מחזיקות מחלקות מימון ייעודיות, הן שונות. חברות אלה משמשות בשוק המימון העסקי כחלופה לאשראי הבנקאי. אף הן, כבנקים, מתמחות בנייתו כספי של לקוחותיהן. בהתפתחותן העסקית של מחלקות מימון כאמור, הן לא פעם מרחיבות את פרישת עסקיהן למתן אשראי כללי, אשר אינו מממן דווקא את רכישת מוצריהן. שיקולי יעילות עשויים להצדיק אפוא מתן עדיפות פירעון לחברות כאמור. אולם, לשם רכישת יתרון זה מצד חברות כאמור, הן יוכלו לפעול בדיוק כמו הבנקים ולשכלל שעבודים על נכסי החייב. על המלצתי לאפשר שכלול שעבודים לטובת מוסדות כספיים בלבד ראו לעיל פסקאות 16.19-16.21.

17.33 עם זה, שני שיקולים אחרים תומכים בהעדפת הספקים. שיקולים אלה הם למעשה תגובה על פגיעתם הגדולה של השעבודים הצפים בספקים. שיקול אחד עניינו הצורך להתמודד עם הבלעדיות (המונופולין) שרוכש לעצמו בנק המממן חברה והמבטיח את זכות פירעונו באמצעות שעבוד צף. כפי שכבר הובהר בפרק הקודם, השעבוד הצף גורם לריכוז המימון של עסקי החייב בידי הבנק מקבל השעבוד. אף כי תוצאה זו עשויה להתגלות כיעילה, אין להתעלם מן הסיכון הכרוך בה. כדין כל מונופולין, הבנק עלול לעוות את הקצאת המימון לחברות הלוות ולמנוע מהן אשראי באופן שמרני מדי, או לייקר יתר על המידה את מחיר האשראי המוצע להן. מתן עדיפות לספקים המוכרים סחורה באשראי ללקוחותיהם עשוי לעודד אפיק מימון חלופי למימון הבנקאי. אשראי הספקים עשוי אפוא לשבור במידת-מה את בלעדיות המימון של הבנק הנוטל שעבוד צף. שבירת הבלעדיות תמנע את עיוותי ההקצאה האמורים. אשראי הספקים משמש כאפיק מימון שובר בלעדיות, הדומה למימון בנקאי ייעודי המובטח בשעבוד הנכס הנרכש (PMSI). כזכור, אף שעבוד כאמור מזכה את הנושה בעדיפות פירעון על פני השעבוד הצף הקודם לו בזמן.⁷¹ אשראי הספקים אכן פותח את מימון ההתחדשות של החברות לתחרות רחבה יותר.

השיקול השני הוא שיקול של הגינות וצדק בפירעון חובות. הפרק הקודם הבהיר כי כיום השעבוד הצף מתפרש על כל נכסי החברה ומעניק למממן הבנקאי עדיפות מוחלטת על פני הנושים האחרים. הנושים היחידים הזוכים לעדיפות על פני הנושה המובטח בשעבוד צף הם נושים שחובותיהם נהנים מדין קדימה על פי חוק. ברם, נושים אלה הם בעיקרם נושים לא-רצוניים. נושים רצוניים נאלצים אפוא להסתפק במעמד של נושים לא-מובטחים ולהיפרע בשיעור חלקי, אם בכלל, מכלל תביעותיהם. היחס שבין הבנקים, נוטלי השעבודים הצפים, לבין נושה רצוני כגון הספק הממוצע, הוא כיחס שבין גלית לבין דוד. כפי שהובהר עוד בשני הפרקים הקודמים, הבנקים על פי רוב גדולים יותר ומקיימים קשרים עסקיים עם חוג לקוחות רחב יותר. הבנקים מסוגלים אפוא לגוון את סיכוני חדלות הפירעון של חייבם טוב יותר מהספק הממוצע. ספק ממוצע סופג לא פעם הפסד כלכלי אישי כבד מנשוא עקב חדלות הפירעון של חייבו. אמנם אין זה המקרה אצל כל ספק ובגין כל חייב, אולם בהשוואה להשפעתה של חדלות הפירעון של אותו חייב על הבנק, המתמודד עימו על נכסי החייב, ההשפעה השלילית על הספק היא על פי רוב חריפה יותר. על כן, פירעון הגון יבקש לייחד לספק כאמור את כבשת הרש שלו.⁷² הספק המצוי חסר אמצעים מתוחכמים ומשוכללים להתמודדות עם העדיפות המכרעת של הבנקים נוטלי השעבודים הצפים. לפיכך, ראוי לו לדין לתמוך בספק ולו במעט, לשם איזון היחסים המקוטבים בינו לבין הנושים הבנקאיים.

71 על שעבוד כאמור ראו לעיל פסקה 16.40.

72 אכן, Hudson מאפיין את תניית שיור הבעלות כ-"poor man's secured loan". ראו John Hudson, *The Case Against Secured Lending*, 15 INT'L REV. L. & ECON. 47, 51 (1995).

- 17.34 השאלה הנשאלת היא אפוא מהי הדרך המשפטית הראויה לבוא לקראת ספק המוכר באשראי סחורה לחייב. לעניות דעתי, ניתן להציע שתי חלופות בעניין זה:
- (א) מתן עדיפות לספק בנוגע לתמורת הסחורה הנמכרת באשראי.
- (ב) מניעת עדיפות מן הספק והפנייתו לגבייה מן הקרן הנוצרת עקב הפרשת 15% מתמורת הנכסים המשועבדים לטובת נושים לא-מובטחים.

החלופה הראשונה מוצעת לאור עקרון העדיפות המוחלטת של שעבודים. החלופה השנייה מוצעת כהמשך וכהשלמה להצעת מן הפרק הקודם להמיר את העדיפות המוחלטת של שעבודים בעדיפות חלקית. כפי שיובהר להלן, החלופה השנייה היא הראויה יותר בעיניי.

(א) מתן עדיפות לספק בנוגע לתמורת הסחורה הנמכרת באשראי

17.35 לפי חלופה זו, ספק ייהנה מעדיפות בנוגע לתמורה המגיעה לו בעד הסחורה שאותה הוא מכר על פני כל נושה אחר, לרבות נושים בעלי שעבודים רחבי היקף (או כלשון הדין הנוהג כיום: שעבודים צפים). לפי חלופה זו, הדין לא ידרוש עוד מן הספקים כי ידאגו לעדיפותם באמצעות הדרך הרשמית של שעבוד הסחורה הנמכרת.⁷³ כפי שהוער לעיל, דפוסי השכלול של זכות שעבוד אינם מתאימים לשטף המסחרי המתקיים בין ספקים לבין לקוחותיהם. לפיכך, לפי חלופה זו, הדין יכיר בעדיפותם של ספקים אלה באשר לחוב הנובע מן הסחורה שתמורתה טרם נפרעה, בלא צורך בהטחתם לטובתם בדברך השעבוד לשם השגת מבוקשם.⁷⁴ אף הכללתה של תניית עדיפות בהסכם המכירה היא מיותרת בעיניי. היא ביטוי חיצוני להעדפה פרטית המצויה אצל כל ספק. לפיכך, לפי חלופה זו, ראוי שהדין יקבע באופן פסקי כי בנסיבות שבהן ספק מוכר סחורה באשראי לחייב, והסחורה עודנה בבעלותו של החייב, ייהנה הספק מעדיפות פירעון כדי שיעור החוב שלא נפרע בעד אותה סחורה.⁷⁵ מתן עדיפות באופן זה יגשים את שני השיקולים שנמנו לעיל בעד ביכור אשראי הספקים. ראשית, העדיפות תעודד את אפיק אשראי הספקים כחלופה מימונית מעשית לבלעדיות האשראי הבנקאי המובטח. חלופה זו תבטיח תחרות ראויה בשוק האשראי לחייבים. שנית, עדיפות הספק לעומת הבנק תזכהו בנתח פירעון שיאפשר לו לצמצם את הפסדיו האישיים ותאזן באופן הגון יותר בינו לבין הבנק.⁷⁶ מצד אחר, מתן

73 גם בספרות ההלכתית הובעה דעה כי מוכר סחורה בהקפה עדיף בפירעון מיתר נושי הקונה, בנוגע לסחורה המצויה בעין אצל הקונה. עדיפות זו אינה תלויה בכל התניה חוזית. ראו בית חדש (לר' יואל סירקיס) על הטור, חושן משפט, סי' צו, ד"ה "וכן יש תשובה לגאון".

74 אף שלום לרנר הציע להכיר בעדיפות ספקים בלא להטריחם לרשום את זכותם במרשם השעבודים, לעומת מממנים פיננסיים אשר ידרשו לרשום את זכותם כתנאי לעדיפותה. ראו לרנר, לעיל ה"ש 5, בעמ' 426–427.

75 צמצום העדיפות אך לחוב בגין תמורת הסחורה ולא לחובות נוספים, מוקדמים או מאוחרים יותר, שבין החייב לספק, תואם את ההגבלות החלות על עדיפותו של מקבל שעבוד להבטחת מימון לרכישת הנכס המשועבד (PMSI). לעיל פסקאות 16.40–16.41. עדיפות כאמור בנוגע לסחורה, בלא רישומה במרשם השעבודים, קיימת בארצות-הברית רק בנוגע לסחורה שנמכרה לחייב בעת שהלה היה חדל פירעון. זוהי עדיפות ה-reclamation right – ראו לעיל ה"ש 59.

76 ודוקו, עדיפות הספק בגין תמורת הממכר עדיין לא תבטיח לו את פירעון מלוא חובות החייב כלפיו. על כן, הספק עדיין יהיה חשוף להפסד מסוים עקב חדלות הפירעון של החייב.

עדיפות לספק משמעו דחייה משפטית של רעיון שיור הבעלות. לא בעלות על הסחורה תהיה בידיו של הספק, כי אם עדיפות בפירעון תמורתה. כפי שהובהר לעיל, נטישת רעיון הבעלות תאפשר לדין להחיל את עקרונותיו של ההליך הקיבוצי אף על ספק המוכר באשראי, כפי שהם מוחלים על כל נושה אחר של החייב בלא יוצא מן הכלל. מהלך זה, שאומץ ברוב ארצות המערב, יוחל אפוא אף אצלנו. הוא יגשים באופן ראוי יותר את עניינם הכלכלי של הספק מזה, ושל יתר נושי החייב מזה, ויידרש למהות חששותיהם ולא למחלצות הרשמיות שבהן הלביש צד זה או אחר את זכותו.

עם זה, חלופה זו לוקה בחיסרון אחד עיקרי. כפי שכבר הוער מוקדם יותר, שיקול ההגינות בחלוקה אינו ייחודי לספקים של החייב. זהו שיקול המתאים לעניינם של כל הנושים זולת הבנקים ורשויות השלטון. לפיכך, על סמך שיקול זה לבדו קשה לשכנע מדוע דווקא ספק המוכר סחורה, שניתן לשמור את הבעלות בה, ראוי למעמד טוב מזה הניתן לנושים אחרים של החייב.⁷⁷ אף כי, מבחינה עיונית, אין הוא נקי, ההסבר האפשרי לטעמי הוא שכיבוד תניית שיור הבעלות הוא ביטוי נוסף לנטייתו של הדין הנוהג לעצב זכויות בזיקה לנכסים מוחשיים. בדומה לעדיפותו של מקבל שעבוד המממן את רכישת הבטוחה,⁷⁸ נראה כי הדין רואה בקשר שבין נושה לבין נכס מוחשי המעורב בעסקה, שבין אותו נושה לבין החייב, קשר הראוי להגנה מיוחדת בעת מצוקתו הכספית של החייב. ברם, העדפה זו אינה מבוססת והיא מפלה בין נושים דומים. לפיכך, בעיניי, היא עקב אכילס של חלופה זו.

(ב) מניעת עדיפות מן הספק והגדלת הפירעון לנושים לא-מובטחים

17.36 חלופה זו קוראת לזנוח את עדיפותם של מוכרי סחורות באשראי על פני נושים אחרים. תחת זאת יתבעו מוכרים כאמור את חובותיהם מקופת חדלות הפירעון, כמו כל נושה אחר של החייב. ספק המוכר באשראי סחורה משתמרת, כזולתו המוכר לחייב סחורה מתכלה או הנותן לו שירותים, ייחשב לנושה לא-מובטח. חובו ייפרע כמו החובות ליתר הנושים. ואף על פי כן, יימצא מענה הולם לצמד השיקולים שהובא לעיל בזכות ביצור מעמדו של אשראי הספקים. מענה הולם זה הוא אימוץ הצעתי להמיר את העדיפות המוחלטת של שעבודים רחבי היקף בעדיפות חלקית.⁷⁹ לפי ההצעה האמורה, שיעור העדיפות שיקנה שעבוד כאמור יוגבל לכדי 85% משווי החוב המובטח. 15% הנותרים יופרשו לכינון קרן לפירעון החובות הלא-מובטחים. לעניות דעתי, במשטר של עדיפות חלקית של שעבודים, ספקים יהססו פחות למכור באשראי ללקוחותיהם. בשל הגבלת ההתפשטות של שעבוד רחב היקף, גדלה תוחלת פירעונו של הספק, כמו גם תוחלת הפירעון של כל יתר הנושים הלא-מובטחים, בעת חדלות הפירעון של החייב. הגדלת הפירעון היחסי של הספק במצבי חדלות פירעון של החייב תרגיעו ותעודדו למכור ללקוחותיו סחורות בתנאי אשראי. אשראי הספקים ייוותר זמין וסייע בשבירת

77 לעיל פסקה 17.20.

78 לעיל פסקאות 16.40–16.41.

79 לעיל פסקאות 16.47–16.53 ואילך.

הבלעדיות של המימון הבנקאי. בהתאמה, הגדלת הפירעון היחסי של הנושים הלא-מובטחים תיתן מענה הולם אף לשיקול "כבשת הרש" של הספק.⁸⁰

17.37 לטעמי, יתרונה המובהק של החלופה השנייה על פני החלופה הראשונה הוא בכך שהיא נותנת פתרון עקיב, שוויוני והגון לכל הנושים הלא-מובטחים. אכן, עוצמתו של השעבוד רחב ההיקף משפיעה במידה ניכרת על סיכויי הגבייה של כל הנושים מחוץ למגזר הבנקאי. בהתאמה, אף נכונותם של נושים כאמור להתקשר עם החייב נגזרת ממידת עדיפותו של השעבוד. הפרשת קרן העומדת לפירעון שוויוני של החובות הלא-מובטחים, לצד תועלותיה שנדונו בפרק הקודם, מגלה גישה אחידה לכל הנושים הקשורים לחייב, בלא הבדל צורני-טכני ביניהם. ספק סחורה, בין מתכלה ובין שאינה מתכלה, נותן שירותים, משכיר נכס, נושה נזיקי ונושה שלטוני – כולם כאחד ייפרעו בשוויון. לא דרכי ההתקשרות או דפוסיים חיצוניים רשמיים ונטולי כל תוכן וטעם של ממש יפלו בין נושה אחד הזכאי לפירעון כספו לבין רעהו, הזכאי לא פחות הימנו. לפי המדיניות הכללית שהתוית, כל עוד לא נמצא טעם של יעילות בשיפור הפיקוח הכללי על התנהגות החייב, או טעם של הגנה חלוקתית מיוחדת על נושה פגיע במיוחד, אין הצדקה לתת עדיפות לנושה אחד על פני רעהו. דומני כי כאשר יאומץ משטר של עדיפות חלקית לשעבודים רחבי היקף, יקשה להצביע על טעם ממשי כאמור להצדקת העדפה של ספק המוכר סחורה באשראי לחייב על פני נותני אשראי אחרים. על כן, המלצתי היא להשלים את אימוץ העדיפות החלקית של שעבודים רחבי היקף באמצעות ביטול העדיפות הנובעת מתניות שיוך הבעלות.

4. החקיקה

(א) הסיווג הקנייני – חוק המכר לעומת חוק המשכון

17.38 בראשית החקיקה בעניין מעמד אשראי הספקים ניצבו להן שתי הוראות חוק כלליות, זו מול זו. מחד גיסא, הורה סעיף 33 לחוק המכר כי הבעלות בממכר עוברת לקונה בעת מסירת הממכר, אלא אם כן הוסכם אחרת בין הצדדים. מכאן נובע כי אם הסכימו הספק-המוכר והקונה שהבעלות תעבור בשעת התשלום האחרון שמשלם הקונה, שהוא מועד מאוחר ממסירת הממכר, הבעלות אכן נותרת בידי המוכר עד שעה זו ואינה עוברת לידי הקונה קודם לכן. מאידך גיסא, סעיף 2(ב) לחוק המשכון מורה כי דיני המשכון יחולו על כל עסקה שכוונתה שעבוד הנכס כערובה לחיוב, יהא כינויה הרשמי של העסקה אשר יהא. כאמור, הפסיקה בחנה אם שיוך הבעלות בידי הספק-המוכר עד לסיום התשלום על ידי

80 Clas Bergström, Theodore Eisenberg & Stefan Sundgren, *On the Design of Efficient Priority Rules for Secured Creditors: Empirical Evidence from a Change in Law*, 18 EURO. J. L. & ECON. 273, 282–284 (2004) (המעבר לעדיפות חלקית צמצם את שיעור הפירעון החציוני לנושים בעלי שעבוד צף והגדיל בהתאמה את שיעור הפירעון החציוני לנושים הלא-מובטחים. הפרש הפירעון בין שתי קבוצות נושים אלה צומצם במידה ניכרת).

הקונה אינו אלא העברת הבעלות כבר בעת מסירת הממכר, כמקובל, כאשר שיוור הבעלות הוא כוונה לשעבוד את הממכר חזרה לידי המוכר להבטחת חיוב התשלום.⁸¹

17.39 שורת פסקי הדין של בית המשפט העליון ושל בתי המשפט המחוזיים שנסקרה לעיל התמודדה פעם אחר פעם עם שאלת הסיווג הקנייני של הממכר לאור תניית שיוור הבעלות, תוך שהתמודדות נסובה לא אחת על התוקף הראייתי של כוונת הצדדים הנקשרת לתניית שיוור הבעלות.⁸² פרשנות התניה האמורה וסיווגה הקנייני הם שהכתיבו בכל מקרה נדון את זכויות הצדדים, קרי: הספק מזה והחייב ושאר נושיו מזה, לכל דבר ועניין.

(ב) כפיפות לעיכוב ההליכים – תיקון מס' 19 לחוק החברות

17.40 תיקון מס' 19 לחוק החברות התמודד עם האתגר שמציבה תניית שיוור הבעלות ועם השפעתה השלילית על האפשרות להבראתן של חברות.⁸³ אולם הדרך שבה בחר המחוקק להתמודד עם האתגר שונה מן הדרך שאותה נקטו בתי המשפט לאורך השנים. כאמור, בתי המשפט מיקדו את הדיון בסוגיה זו בניסיון להכריע בכל מקרה הכרעה קניינית – אם הבעלות בממכר כבר עברה לידי הקונה בעת מסירת הממכר או שלא עברה. תיקון מס' 19 לחוק החברות אינו נדרש להכרעה כאמור והוא מותיר את השאלה הקניינית פתוחה. במקום זאת, המחוקק מתמקד בשאלת יכולת האכיפה של תניית שיוור הבעלות, יהא סיווגה הקנייני אשר יהא, משעה שבית המשפט ציווה על הקפאת הליכים. לראשונה, תיקון מס' 19 הכפיף במפורש את תניית שיוור הבעלות לצו הקפאת ההליכים.⁸⁴ בין שהזכות המוחזקת בידי היא בעלות ובין שהוא נושה גרידא (מובטח או שאינו מובטח), אין המוכר-הספק יכול לנקוט כל פעולה על מנת להשיב לידיו את הסחורה שמכר לחייב חדל הפירעון. הנכסים המוחזקים אצל זה האחרון מוגנים – מכוח צו הקפאת ההליכים – מפני נטילה, תפיסה או מימוש מצד המוכר-הספק. בכך אימץ תיקון מס' 19 לחוק החברות את דרכו של המחוקק האנגלי בסוגיה בדבר תניית שיוור הבעלות.⁸⁵

17.41 עם השנים התברר כי אחד המכשולים המעשיים בדרך להבראתן של חברות תפעוליות, הנשענות על מכירות של מלאי עסקי הנצבר אצלן מספקים, הוא אפשרותו של הספק ליטול חזרה לידי את המלאי בשל אי תשלום התמורה על ידי החברה החייבת. חברות המצויות בקשיים כספיים מפגרות פעמים רבות בתשלום תמורה בעד מלאי שסופק להן. נטילת המלאי חזרה על ידי המוכר-הספק מקטינה

81 עניין קולומבו, לעיל פסקאות 17.8–17.9.

82 בלי להכריע איזו הוראה תואמת יותר לעסקה האמורה, יוער כי סעיף 33 לחוק המכר מורה הוראה כללית בדיני מכר ואינו מייחד הוראה להקשר העסקי המסוים של אשראי ספקים. לעומתו, סעיף 2(ב) לחוק המשכון מחיל את עצמו על קשת רחבה של עסקאות, מלבד עסקת המשכון או עסקת המשכנתא המפורשות.

83 לעיל פסקה 17.23.

84 סעיף 350ב(א) לחוק החברות. עם זה, המוכר-הספק זכאי היה להגנה הולמת על זכותו לתשלום. שם, סעיף 350ג(ב). לדיון בטיבה של הגנה הולמת ראו לעיל פסקאות 12.20–12.39.

85 לעיל פסקה 17.31.

את מצאי הסחורה שיועמד לרשות הלקוחות, ובהתאמה – מקטין עוד יותר את מכירות החברה ואת תזרים המזומנים שהיא מניבה בניסיון להבריאה. מציאות קשה זו מפחיתה עוד יותר את מעט האמון שנותר ללקוחות החברה בפעילותה. מכאן קצרה הדרך לכישלון מעשי של כל ניסיון הבראה של החברה. תיקון מס' 19 ביקש להוסיף לחוק כלים מעשיים לקידום הבראת חברות. לאור זאת, הוסיף תיקון מס' 19 את המוכרים-הספקים, המגיינים על זכויות תשלום התמורה באמצעות תניות שיוור בעלות, לכלל נושי החברה והכפיף גם אותם לעיכוב ההליכים. מאז שנכנס תיקון מס' 19 לתוקפו מנועים המוכרים-הספקים מליטול חזרה לידיהם את המלאי שסופק בראשית הליך ההבראה. החברה תהא אפוא רשאית להוסיף ולהשתמש בסחורה ולמוכרה ללקוחותיה במהלך הרגיל של עסקיה. כל דיון בין המוכר-הספק לבין החברה ויתר הנושים בדבר טיבה הקנייני המדויק של זכותו, בשאלה אם שיוור בעלות הוא, או חוב גרידא המובטח בסחורה, נדחה אפוא לשלב גיבוש תכנית ההבראה ופירעון החובות על פיה. אכן, מאז תוקן תיקון מס' 19 לחוק החברות ירדה קרנה של סוגיית שיוור הבעלות והיא חדלה מלהעסיק עוד את בתי המשפט כבעבר.⁸⁶ אף כי היא עשויה להישאר סוגיה קניינית מעניינת מבחינה עיונית, חשיבותה המעשית פחתה בשל הפתרון הראוי שקבע המחוקק בעניין זה.

(ג) חוק חדלות פירעון וביקורת

17.42 חוק חדלות פירעון הותיר על כנו את הוראותיו של תיקון מס' 19 לחוק החברות בעניין תניות שיוור בעלות. סעיף 252 לחוק מחיל את עיכוב ההליכים בפתחת הליך להבראת החברה כלפי מוכר-ספק הטוען לזכות בעין בממכר מחמת תניית שיוור הבעלות. כמו תיקון מס' 19 שקדם לו, גם החוק נמנע מלקבוע באופן פסקני אם תניה כאמור תקפה כלשונה או שמא זוהי הסכמה לשעבוד הממכר למוכר-הספק לפי חוק המשכון.⁸⁷

17.43 לעניות דעתי, חוק חדלות פירעון החמיץ הזדמנות חשובה בעניין תניות שיוור הבעלות. החוק קובע סדרי פירעון מקיפים לכל נושי החייב. בכך הוא רחב מהוראותיו של תיקון מס' 19 לחוק החברות, אשר לא שינה דבר בעניין סדרי הפירעון בין הנושים. אחת ההוראות החשובות בחוק בעניין סדרי הפירעון בין נושים היא הקביעה כי 25% משווי הנכסים הכפופים לשעבוד צף יופרשו לטובת פירעון חובות לא-מובטחים.⁸⁸ כפי שהערתי לעיל,⁸⁹ עם אימוץ הוראת חוק המפרישה נתח גדול כאמור מן הנושים המובטחים לטובת כל הנושים הלא-מובטחים אין עוד כל הצדקה למתן עדיפות לנושים מסוימים הנשענים על החזקה מוחשית בנכסים. עדיפות כאמור היא אקראית ובלתי שוויונית. העדיפות

86 פסק הדין של בית המשפט העליון בהלכת ויטה פרי גליל, לעיל ה"ש 51, אמנם ניתן לאחר שתיקון מס' 19 לחוק החברות נכנס לתוקף, אך הוא מתייחס למקרה שאירע לפני התיקון.

87 אמנם, סעיף 251 לחוק חדלות פירעון מבהיר כי סעיף 252 יחול על זכות בעלות מכוח תניית שיוור בעלות בלבד, ולא על זכות שעבוד. ברם, הסעיף אינו קובע אימתי תניית שיוור בעלות תפורש כבעלות ואימתי כשעבוד.

88 סעיף 244(א)(2) לחוק חדלות פירעון. ראו לעיל פסקאות 16.63–16.66.

89 לעיל פסקאות 17.36–17.37.

מפלה לטובה נושה אחד על פני יתר הנושים ללא כל הצדקה עיונית של ממש. כפי שהצעתי לעיל, ראוי היה כי – במקביל להפרשת שווי מן הנושים המובטחים לטובת הנושים הלא-מובטחים – היה המחוקק מוסיף ומבטל כל עדיפות בחדלות פירעון לטובת מוכר-ספק, יהא אשר יהא האמצעי הרשמי אשר בו השתמש לשם קבלת עדיפות כאמור.⁹⁰

ג. עיכבון

1. עדיפות העיכבון במשפט הישראלי

17.44 נושה רצוני של חייב המחזיק בידיו נכס שבבעלות החייב נהנה לא אחת אף הוא מעדיפות פירעון על פני יתר הנושים. הבסיס לעדיפות זו הוא זכות העיכבון. זכות העיכבון קבועה בחוקים אחדים. כך, למשל, הזכות מעוגנת בסעיף 5 לחוק חוזה קבלנות, התשל"ד-1974, בסעיף 19 לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה), התשל"א-1970, בסעיף 31 לחוק המכר, התשכ"ח-1968, בסעיף 9 לחוק השומרים, התשכ"ז-1967, בסעיף 12 לחוק השליחות, התשכ"ה-1965, בסעיף 8(ג) לחוק הנאמנות, התשל"ט-1979, ובסעיף 88 לחוק לשכת עורכי הדין, התשכ"א-1961. לצד סעיפים פרטניים אלה, ניצב סעיף 11 לחוק המיטלטלין, התשל"א-1971. סעיף זה עוסק בפרטי זכות העיכבון – טיבה, משכה והיקפה. ברם, שלא כסעיפים שבחוקים הנזכרים לעיל, אין סעיף 11 לחוק המיטלטלין קובע אימתי חלה זכות העיכבון. לפיכך, רק שילוב של סעיף העיכבון מאחד החוקים שנמנו לעיל עם סעיף 11 לחוק המיטלטלין מעצב את זכות העיכבון במלואה.⁹¹

17.45 עיקר הוראותיהם של הסעיפים האמורים בחקיקה האזרחית הוא זה: הם מזכים נושה בזכות לעכב בידיו נכס מיטלטלין כערוכה לחיוב שחב כלפיו חייבו עד לסילוק החיוב.⁹² ודוקו, העיכבון הוא זכות על פי דין. בכך הוא נבדל מן השעבוד, אשר הוא זכות הנוצרת בהסכם בין הצדדים.⁹³ העיכבון

90 המוכר-הספק עדיין יוכל לטעון לזכות בעלות או לשעבוד כלפי הקונה-החייב בנסיבות שאי התשלום משקף מחלוקת ביניהם כאשר הקונה לא נקלע לחדלות פירעון.

91 ע"א 790/85 רשות שדות התעופה נ' עו"ד גרוס, כונס נכסים, פ"ד מד(3) 185 (התש"ן-1990).

92 סעיף 11(א) לחוק המיטלטלין. סעיף 11(ה) לחוק זה מחיל את הוראותיו של סעיף 11 גם על מקרקעין כאשר עיכבון כאמור מוכר. על עיכבון נכס מקרקעין ראו ע"א 6365/03 טיזאבי נ' טיזאבי, פ"ד נט(2) 391, 398 (התשס"ד-2004). ראו גם בר"מ 7856/06 איגוד ערים איילון נ' מועצה אזורית חבל מודיעין, בפסקה 29 ואילך (פורסם בנבו, מיום ט' אדר ב' התשס"ח, 16.3.2008); פר"ק (מחוזי ת"א) 47218-07-16 בבאג'נוב נ' עו"ד שפיר, כונס נכסים (פורסם בנבו, מיום כ"ג אב התשע"ז, 15.8.2017).

93 סעיף 3(א) לחוק המשכון. אכן, סעיף 11(ה) לחוק המיטלטלין דן באפשרות שעיכבון ייווצר מכוח הסכם ומבקש להחיל אף עליו את הוראות הסעיף האמור. עם זה, לדידי כל "עיכבון" פרי הסכם אינו אלא כינוי שונה לזכות השעבוד. ראו פש"ר (מחוזי חי') 410/03, בש"א 11197/03 תעשיות אלקטרוכימיות (1952) בע"מ (בהקפאת הליכים) נ' Borchard Lines Ltd. (פורסם בנבו, מיום ט' שבט התשס"ד, 1.2.2004). אכן, לדידי, יש להחיל על עיכבון הסכמי את חוק המשכון, כמצוות סעיף 2(ב) לחוק זה. ראו גם פש"ר (מחוזי ת"א) 11448/02 המנהל המיוחד של רונדופלס בע"מ (בהקפאת הליכים) נ' קרגו אמרפורד אינטרנשיונל (1980) בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ג תמוז התשס"ב, 3.7.2002) (עיכבון הסכמי פורש כניסיון להסוות משכון). אפילו מונע העיכבון ההסכמי בעד הנושה מלממש את הנכס "המעוכב", אין בכך

נולד מכוח הדין, בלי תלות ברצון הבעלים של הנכס (כלומר, החייב) בעת היוולד הזכות. עם זה, העיכבון הוא זכות בנכס אשר במקור הגיע לידי הנושה עקב חוזה בינו לבין החייב. העיכבון הוא אפוא תולדה של הסכם שהופר. משלא קיים החיוב החוזי כלפי הנושה, הדין מעורר את זכות העיכבון על אפו ועל חמתו של החייב.⁹⁴ העיכבון הוא סעד המאפשר לנושה לעשות דין לעצמו.⁹⁵ יש ביכולתו ללחוץ על החייב לקיים את החיוב כלפיו בלי להיזקק למערכת השיפוטית. אמנם שלא כבעניין משכון, הנושה אינו רשאי לממש את הנכס המוחזק בידיו.⁹⁶ ברם, ההנחה היא כי עצם עיכוב הנכס המוחשי שבבעלות החייב תחת ידי הנושה ימריץ את החייב, המעוניין בהשבת ההחזקה בנכס לידיו, לקיים את חיובו.⁹⁷

17.46 יתרונו המהותי של העיכבון אינו בכוחו של הנושה לעכב את הנכס אצלו כאמצעי לחץ לגביית החוב. יתרונו המהותי של העיכבון טמון בכך שהחוק מכיר בו כזכות המקנה לנושה עדיפות פירעון על פני יתר הנושים אפילו משהפך החייב לחדל פירעון. עדיפות זו נלמדת, בראש ובראשונה, מהוראת סעיף 253 לחוק חדלות פירעון, הקובע לאמור: "נושה שיש לו זכות עיכבון לגבי נכס מנכסי קופת

94 ולא כלום. זו בסך הכול זכות שעבוד אשר בעל הזכות הסכים מרצונו החופשי לוותר על חלק מזכויותיו. דבר זה אפשרי לחלוטין כחלק מחופש ההתקשרות החוזית. אין בו כדי לפגום בטיבה של הזכות כשעבוד. שונה מכך הוא עיכבון שנועד לסייע לרשות שלטונית לגבות מן האזרח חוב יציר הדין. ראו, למשל, סעיף 12 לפקודת המסים (גבייה); סעיף 33 לחוק רשות שדות התעופה, התשל"ז-1977; סעיף 145 לפקודת המכס [נוסח חדש]; סעיף 324(א) לפקודת העיריות [נוסח חדש]. על מעמדו של עיכבון לטובת רשויות השלטון ראו עניין מעוף, לעיל ה"ש 91; בג"ץ 243/60 הנאמנים בפשיטת הרגל של בולימובסקי נ' ראש העיר, חברי המועצה ובני העיר רמת-גן, פ"ד יד 265 (התש"ך-1960); בג"ץ 199/88 קהילת ציון אמריקאית (בפירוק) נ' יו"ר הוועדה המקומית לתכנון ולבנייה קרית אתא, פ"ד מג(1) 89 (התשמ"ט-1989); בג"ץ 7009/04 עיריית הרצליה נ' היועץ המשפטי לממשלה, בפסקה 55 לפסק דינו של השופט גרוניס (פורסם בנבו, ה' אדר א' התשע"ד, 5.2.2014). מעמדם של חובות לרשויות השלטון יידון להלן בפרק תשעה-עשר.

95 על עשיית דין עצמי במשפט הפרטי בישראל ראו ע"א 756/80 רוזנשטיין נ' סולומון, פ"ד לח(2) 113 (התשמ"ד-1984); בג"ץ 109/70 המוטראן הקופטי האורתודוכסי של הכסא הקדוש נ' שר המשטרה, פ"ד כה(1) 225 (התשל"א-1971); בג"ץ 477/81 בן ישראל נ' המפקח הכללי של המשטרה, פ"ד לו(4) 349, 354 (התשמ"ג-1982); רע"א 4311/00 מדינת ישראל נ' בן שמחון, פ"ד נח(1) 827 (התשס"ג-2003); דן ביינ "עמדתו של המשפט הישראלי כלפי העושה דין לעצמו לשם השבת החזקה ברכוש הפרקליט כד 322 (התשכ"ז); יהושע ויסמן "החזקה" מחקרי משפט טו 5, 42-43 (התשנ"ט).

96 יש שדעתם שונה והם מייחסים חשיבות משפטית מכרעת לזכות לממש נכס המשמש ערובה לחיוב. לדירם, הזכות לממש נכס היא חלק מהגדרתו המהותית של "משכון". ראו נינה זלצמן ועופר גרוסקופף מישכון זכויות 407-408 (התשס"ה). ראו גם מיגל דויטש קניין כרך ב 19 (התשנ"ט). לשיטתם, יכולת המימוש של הנכס או היעדרה הם עיקר ההבחנה בין עיכבון לבין משכון, בדומה להבחנתם בין הערת אזהרה (נטולת יכולת המימוש) לבין משכון. ראו עוד אוריאל רייכמן "הערת האזהרה – מהות, יצירה והגנה כנגד עסקאות נוגדות" עיוני משפט י 297 (התשמ"ד). כאמור, לשיטתי, יכולת המימוש (בהליך של חדלות פירעון) היא אך תוצאה נגזרת מהעדיפות המהותית של הנושה על פני נושים אחרים. ראו לעיל פסקה 12.8. הצעת חוק דיני ממונות, התשע"א-2011, מציעה לאפשר לנושה-המעכב לממש את הנכס בהתאם להוראות חוק המשכון. שם, סעיף 555.

97 אכן, כאשר החייב אינו מעוניין עוד בנכס המעוכב, מאבדת זכות העיכבון את כוחה. הנושה לא יוכל לטעון לזכויות יתר מכוח העיכבון. ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 1748/02, בש"א 22492/02 עמילין שירותי מכס בע"מ נ' הנאמן והמנהל המיוחד של משב הנדסת קירור ומיזוג אויר (1965) בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ט ניסן התשס"ג, 1.5.2003).

הנשייה, בשל חוב עבר של החייב, יראו אותו ממועד מתן הצו לפתיחת הליכים כמי שהנכס משועבד לטובתו כערובה לחוב האמור; על נושה כאמור יחולו הוראות חוק זה החלות לגבי נושה מובטח, והכול בשינויים המפורטים בסימן זה". הנה כי כן, נושים בעלי שעבודים ונושים בעלי עכבונות הושוו אלה לאלה. כנושה מובטח, נהנה הנושה-המעכב מעדיפות פירעון על פני נושים שחובם מוכר כחוב בדין קדימה ונושים לא-מובטחים.⁹⁸ עם זה, הפסיקה הבהירה כי יש לבחון היטב את כלל החובות התלויות ועומדים בין החייב לבין הנושה-המעכב. אפילו יש בשווי הנכס המעוכב כדי לפרוע את מלוא החובות האמורים, הנכס המעוכב לא בהכרח מקנה לנושה עדיפות פירעון בנוגע לכל שיעור החוב שהחייב חב כלפיו. עניין זה נדון בנוגע לחוזה קבלנות אשר הוא המקרה השכיח מכול לשימוש בזכות עיכבון. כאשר במהלך יחסיהם החוזיים צבר החייב חובות אחדים כלפי הקבלן-הנושה ולאחר מכן נעשה חדל פירעון, קבע בית המשפט העליון כי הנכס המעוכב מקנה לנושה עדיפות רק בנוגע לחובות הנובעים מאותה עסקה אשר על פיה הגיע הנכס לידי הנושה.⁹⁹ הווה אומר, חובות שנצברו בעבר בשל עסקאות אחרות בין הצדדים, ואשר טרם נפרעו, אינם מובטחים באמצעות העיכבון.¹⁰⁰ גם כאשר הנכס הנתון בעיכבון נמסר לידי הנושה-הקבלן לטיפול ויצא הימנו כמה פעמים, וכל טיפול יצר חוב נוסף שטרם נפרע על ידי החייב, העיכבון בעת חדלות הפירעון של החייב מבטיח אך את החוב בגין הטיפול האחרון בנכס.¹⁰¹

(א) טעמי העדיפות

17.47 העדיפות של זכות העיכבון בעת חדלות פירעון של החייב טעונה עיון והעמקה. השאלות שהוצבו לעיל בנוגע לכל זכות הנהנית מעדיפות פירעון על פני נושים אחרים של החייב כוחן יפה אף בעניין זה. מה ראה לנכון המחוקק לבכר את הנושה בעל העיכבון על פני נושים אחרים של החייב? האם ההחזקה בנכס מוחשי מצדיקה העדפה מהותית של הנושה המחזיק על פני רעהו שאינו מחזיק נכס כאמור? ראינו לעיל כי אקראיות כאמור אינה אמורה להקנות תוצאות משפטיות מהותיות. אף לא כוחו המעשי של הנושה, המחזיק את הנכס והמסרב לשחררו, אמור להכניע את בעל התפקיד בחדלות פירעון ולא לצו לפרוע לו תחילה. נפקותה של הנמקה כאמור תהיה חדלונו של המשפט וביטולו מפני כוחניות של מי שאמור להיות כפוף למשפט ולכללי המשחק שהוא קובע. מתן עדיפות לעיכבון בשל כוחו של הנושה, הלכה למעשה, מעניק פרס לכוח ודוחה מפניו שיקולים ערכיים. פשיטת רגל של החייב אינה מחייבת אף פשיטת רגל של המשפט. אין זאת אלא שיש לשוב ולהידרש לשאלות היסוד שהוצבו לעיל לבחינת מעמד הפירעון שכל נושה זכאי לו. עמדת העקרונת היא כי אין הצדקה להכיר בעדיפותו של

98 קדם לסעיף 253 לחוק חדלות פירעון סעיף 1 לפקודת פשיטת הרגל (הגדרת "נושה מובטח"). בעניין מסוים עלול היה נושה בעל זכות עיכבון ליהנות מיתרון הנמנע מנושה בעל שעבוד. בהיות העיכבון סעד עצמי, אשר אינו טעון החלטה שיפוטית, הוא עלול היה להתפרש בבתי המשפט בישראל כסעד שאינו כפוף לצו הקפאת הליכים בעת הבראת חברה. ראו לעיל פסקה 12.46. עניין זה בא על תיקונו בחוק חדלות פירעון, אשר הכפיף את בעל זכות העיכבון לעיכוב ההליכים. ראו שם, פסקה 12.52.

99 ע"א 1776/97 אאורליה ליבוביץ – בית מלאכה לתפירה נ' גרעון אוברזון – תעשיות אופנה (1976) בע"מ, פ"ד נד(3) 49 (התש"ס-2000).

100 ראו גם נינה זלצמן עיכבון 169–176 (התשנ"ט).

101 עניין מעוף, לעיל ה"ש 91.

נושה אחד על פני יתר הנושים כל עוד העדיפות אינה מקדמת יעילות כלכלית כוללת או הגינות חלוקתית.¹⁰² זהו אפוא המצפן אף בהקשר הנוכחי.

17.48 פסיקת בית המשפט העליון בעניין עדיפותה של זכות העיכבון בעת חדלות פירעון התמקדה, בראש ובראשונה, בזכות העיכבון הקבועה בסעיף 5 לחוק חוזה קבלנות. ואמנם זו זכות העיכבון השכיחה מכול. כל המבקש שירותי תיקון ותחזוקה של נכסים שבבעלותו מתקשר בחוזה קבלנות. כך, למשל, מוסך לתיקון כלי רכב, שירותי ניקוי יבש, מעבדת מחשבים או שען מתקשרים עם לקוחותיהם בחוזה קבלנות. כאשר הקבלן אינו נפרע, הוא זכאי לעכב אצלו את הנכס אשר נמסר לידי לצורך הטיפול. בעניין מעוף פסק בית המשפט העליון כי בעת חדלות פירעון של החייב, זכות העיכבון של הקבלן עדיפה אפילו מזכותו של נושה מוקדם בזמן אשר שכלל כדין שעבוד בנכס האמור.¹⁰³ בית המשפט נימק את עדיפותו של הקבלן-המעכב בשני נימוקים:

(א) הקבלן משיב את ערכו של הנכס המעוכב.

(ב) תקנת השוק.¹⁰⁴

את הנימוק הראשון ניתן לבאר כשיקול של יעילות פארטו, כמו גם כשיקול של צדק והגינות. הנימוק השני נדמה כשיקול של יעילות כלכלית קלדור-היקס. נבחן כל שיקול כשלעצמו.

(1) השבחת ערך הנכס

17.49 לדידו של בית המשפט, ערכו של הנכס המעוכב עולה בעקבות השירות של הקבלן. כאשר בנכס הטעון תיקון עסקינין, או בנכס גולמי הטעון עיבוד, ליטוש או גימור, טיפולו של הקבלן משפר את ערכו של הנכס בהשוואה לערכו עובר לטיפול. מכאן שתשלום מלא לקבלן בעד שירותו אינו בא "על חשבון" יתר הנושים. אפילו ישתווה התשלום למלוא שווי ההשבחה (ועל פי רוב, הוא נמוך מכך), הרי שעדיין יעמוד לרשות יתר הנושים ערך הנכס המופחת, בדיוק כפי שהיה אלמלא טיפולו של הקבלן. לפיכך, כך הטענה, התשלום לקבלן הוא בבחינת "זה נהנה ואלה אינם חסרים". זהו דין המשקף יעילות פארטו. זאת ועוד, התשלום לקבלן בעד שירותו מבטא תחושת הגינות בסיסית. מכיוון שהקבלן טיפל בנכס המעוכב ותיקנו, דין הוא כי כל המבקש ליהנות מן הנכס או מערכו ישלם לו בעד שירותו. על כן, ראוי שנושים המבקשים להיפרע מתוך ערכו של הנכס המטופל, ישלמו תחילה לקבלן את שכרו.¹⁰⁵

102 לעיל פסקאות 15.47–15.50.

103 עניין מעוף, לעיל ה"ש 91, בעמ' 204.

104 שיקול אפשרי נוסף הוא שיקול של צדק בסיסי ושל הגינות בין הצדדים. ראו, למשל, ע"א 79/89 סולל בונה בע"מ נ' אחים גולדשטיין חברה לשיכון ופיתוח בע"מ (בפירוק), פ"ד מו(3) 58, 66 (התשנ"ב-1992) ("כאשר פלוני נותן שירות או מוכר נכס, ומקבל השירות או הקונה אינו משלם את התמורה, רק טבעי הוא, שפלוני יסרב למסור את הנכס המצוי בשליטתו, והמשפט, במוסד העיכבון, מכיר באקט זה כחוקי"). ברם, כפי שיובהר ביתר הרחבה בפרק הבא בדיון בקיזוז חובות, שיקול זה אינו משכנע בנסיבות של חדלות פירעון שבהן ההתמודדות היא עם זכויותיהם של נושים אחרים. ראו להלן פסקאות 18.13–18.15.

105 השבחת הנכס כשיקול להעדפתו של בעל זכות העיכבון הועלתה, קודם לפסיקת בית המשפט, על ידי הרטמן ונוימן. ראו אלקס הרטמן ודורון נוימן "סדר העדיפויות בין זכות המשכון ובין זכות העיכבון" משפטים י' 540, 535 (התש"ם).

(2) תקנת השוק

17.50 בית המשפט סבר כי העדפת נושה בעל שעבוד על פני נושה בעל עיכבון תעמוד, בסופו של דבר, לרועץ לכל מקבלי השירות במשק. לו ידע קבלן כי אין הוא עדיף מנושה בעל שעבוד רשום, הוא היה נדרש לתור ולבדוק את מרשם השעבודים עובר להתקשרותו עם בעל הנכס בחוזה הקבלנות. ברם, בשל ההיקף הממוצע של עסקאות קבלנות, בדיקה כאמור אינה מעשית ואינה כדאית מבחינה כלכלית לקבלן. לחלופין, קבלן אשר היה רוצה להבטיח את התשלום כלפיו ולהימנע מלהיקלע למצב שבו נושה אחר של החייב יהיה עדיף ממנו, היה דורש תשלום מראש בעד השירות. כך או כך, השטף המסחרי של עסקאות קבלנות היה עלול להיפגע. העדפת הקבלן כנושה מסירה אפוא מעליו את הנטל הבלתי מעשי של בדיקת קיומן של זכויות מוקדמות בנכס. חיסכון זה מניע את גלגלי עסקאות הקבלנות במשק. לשון אחר, העדפת הקבלן המאוחר בזמן על פני בעל שעבוד שקדם לו היא במהותה תקנת שוק.¹⁰⁶

(ב) עיכבון באין השבחה של ערך הנכס

17.51 הנימוקים האמורים להעדפת זכות העיכבון אינם מתאימים לכל זכויות העיכבון הקבועות בספר החוקים. דוגמה בולטת לזכות עיכבון ששני הנימוקים האמורים אינם מתאימים לה היא זכות העיכבון הקבועה בסעיף 19 לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה), התשל"א-1970. סעיף זה קובע לאמור:

”קיבל הנפגע עקב החוזה נכס של המפר שעליו להחזירו, תהא לנפגע זכות עיכבון באותו נכס כדי הסכומים המגיעים לו מן המפר עקב ההפרה.”

הראיתי לעיל כי נושה המעכב אצלו נכס הוא לעולם נפגע מהפרת חוזה, ואילו החייב, בעל הנכס, הוא מפר החוזה. נניח אפוא כי הנושה מבקש כנפגע להשתמש בזכויותיו ולבטל את החוזה.¹⁰⁷ משבוטל חוזה, חלה חובת השבה הדרדית בין הצדדים.¹⁰⁸ ברם, חרף חובת השבה, היא הנושה-הנפגע זכאי לעכב אצלו את הנכס עד שישלם לו המפר את הסכומים שהוא חייב לו עקב ההפרה. סכומים אלה יכללו את הפיצויים שהנפגע זכאי להם עקב ההפרה. הנה כי כן, בכל נסיבה שבה יבקש נושה לנוסף בזכות העיכבון העומדת לרשותו, הוא יוכל לפנות אל סעיף 19 לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה) כאל הבסיס החוקי לזכות האמורה. ברם, על פי רוב, לצד סעיף 19 האמור, יוכל הנושה לבסס את

106 על תקנות השוק השונות במשפט הישראלי ראו אורי שטרומן “תקנת השוק” הפרקליט לד 353 (התשמ"א); איל זמיר “תקנת השוק, טעות משותפת, עשיית עושר ועוד” משפטים כו 359 (התשנ"ו); חנוך דגן “תקנת השוק כביטוח” ספר ויסמן – מחקרי משפט לכבודו של יהושע ויסמן 15 (שלום לרנר ודפנה לוינסון-זמיר עורכים, התשס"ב); ישראל צינגלאוב “תקנת השוק – התפתחותה של תקנה ופיתוחו של דין” משפטים לא 837 (התשס"א); נינה זלצמן ודניאל פרידמן “תקנת השוק והשפעתה על יחסי מוכר-קונה” עיוני משפט ה 122 (התשל"ו-התשל"ז).

107 לפי סעיף 7(א) לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה), הנפגע מהפרה יסודית זכאי לבטל את החוזה. לפי סעיף 7(ב) לחוק האמור, אף הנפגע מהפרה שאינה יסודית זכאי לבטל את החוזה לאחר שנתן למפר ארכה לקיום החוזה והחוזה לא קיים בתוך זמן סביר לאחר מתן הארכה, זולת אם ביטול החוזה בנסיבות העניין אינו צודק.

108 סעיף 9 לחוק האמור.

זכות העיכבון שלו על סעיף חוק נוסף, הכול לפי סוג החוזה שבו התקשרו הצדדים. אם מדובר בחוזה קבלנות, יתמוך הנושה יתדותיו בסעיף 5 לחוק חוזה קבלנות.¹⁰⁹ אם חוזה שליחות הוא שהופר, יסעדנו סעיף 12 לחוק השליחות, וכן הלאה.

עם זה, יש שזכות העיכבון תצמח מכוח סעיף 19 לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה) לבדו. לזכות עיכבון כאמור טוענים לא פעם עובדי חברה שנקלעה לחדלות פירעון. אכן, על פי המקובל בענפי תעשייה שונים במשק הישראלי, כחלק מיחסי העבודה עובדים מחזיקים לא פעם בנכסי מיטלטלין שבבעלות המעביד או, למצער, שהמעביד שוכר בעבורם. כך, למשל, עובדים בחברות עתירות ידע מחזיקים במחשבים ניידים שבבעלות מעבידיהם. חברות רבות גם מציידות את עובדיהן בטלפונים ניידים שבבעלותן. עובדים רבים אף משתמשים בכלי רכב שבבעלות החברה המעבידה או שהחברה שוכרת למענם מחברות השכרה. משנקלעה חברה כאמור לקשיים כספיים, אחת הקבוצות הנפגעות תדיר היא קבוצת עובדיה. בשלב מסוים חדלה החברה מלשלם להם את משכורותיהם. לפי חוזה העבודה שביניהם, בהתעכב התשלום – החוזה מופר. בין לבין, נפתח בעניין החברה הליך של חדלות פירעון. בעל התפקיד שהתמנה פונה אל העובדים ודורש מהם למסור לידי את נכסי החברה המוחזקים בידיהם. העובדים מתנגדים לדרישה זו וטוענים לזכות עיכבון בנכסים האמורים המקנה להם מעמד של נושים מובטחים. לפיכך, הם דורשים מבעל התפקיד כי יפרע להם את מלוא החוב של החברה כלפיהם לפני שישחררו לידי את הנכסים המעוכבים.

לעניות דעתי, הכרה בעדיפותו של עיכבון כאמור בעת חדלות פירעון של המעביד אינה מוצדקת לפי כל אחד משני הטעמים שהוטעמו על ידי בית המשפט העליון והובאו לעיל. ראשית, אין מתקיים בנסיבות אלה כל שיקול של השבחת נכס. הנכסים ניתנים לעובדים לשימוש האישי ולשימוש המקצועי במהלך עבודתם בחברה. ברם, שימוש זה אינו משביח את הנכס עצמו. עובד המחזיק במחשב נייד אינו מעלה את ערכו של אותו מחשב. הוא רק משתמש בו לצורכי התפוקה הכללית שהוא מפיק בעבור החברה בעבודתו. שנית, גם השיקול של תקנת השוק אינו שייך לכאן. אי ההכרה בעדיפות העובד המחזיק בנכס לא תשפיע כהוא זה על נכונותו להתקשר בחוזה עבודה עם החברה מעיקרא. הדבר לא ישנה את שטף ההתקשרויות בהסכמי עבודה. ההחזקה בנכס היא פעמים רבות נטל בעבור העובד, המשעבדו לעבודה אף לאחר שעות העבודה הרשמיות. על כן, אין זו החזקה בנכס שעליה הוא סומך בבחינת ערובה לקיום חיוב. אפילו בנסיבות שבהן נכס ככלי רכב נמסר להחזקת העובד לשימוש האישי, כחלק מתנאי השירות, אין העובד רואה בנכס אמצעי להבטחת פירעון משכורותיו. דבר זה הוא משני בחשיבותו, אם בכלל. לא העדיפות בפירעון משכורותיו מכוח ההחזקה בנכס או שלילתה תעצב את חוזה העבודה במשק. על כן, נימוקיו של בית המשפט העליון להכרה בעדיפותו של זכות העיכבון לטובת קבלן בעת חדלות פירעון של החייב אינם עומדים בנוגע לזכות עיכבון הנסמכת על סעיף 19 לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה) לבדו.

109 אכן, בעניין **מעוף**, לעיל ה"ש 91, ביסס בית המשפט העליון את זכות העיכבון הנתונה לתעשייה האווירית על סעיף 5 לחוק חוזה קבלנות ועל סעיף 19 לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה) כאחד.

לא זאת אף זאת, לטעמי, הכרה בעדיפות פירעון של עובד המעכב נכס כאמור תיצור אפליה בלתי עניינית בין שני עובדים באותה חברה. נניח כי שני עובדים בחברה חדלת פירעון נפגעו מאי תשלום משכורותיהם. אחד העובדים עובד בתפקיד הדורש ממנו, או מזכהו, להחזיק נכס מיטלטלין שבבעלות החברה. לעומתו, חברו עובד בתפקיד אחר בחברה שאינו כרוך בהחזקת נכס שלה. שני העובדים נפגעו מהפרת החוזה כלפיהם. לשניהם מגיעה המשכורת כחוב על פי דין. כלום יש טעם מוצדק להפוך את חוב המשכורת כלפי העובד הראשון לחוב מובטח, מכוח העיכבון על הנכס שבו הוא מחזיק, בעוד שחוב המשכורת לעובד השני לא יזכה לעמדת בכורה כאמור? מדוע יקבל אחד העובדים את משכורתו בעדיפות על פני יתר הנושים, והאחר יאלץ להמתין לפירעון (חלקי, מן הסתם) בשלב מאוחר יותר בסדר הפירעון? אין לכך כל הצדקה.

17.52 אכן, השופטת אלשיך מבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו ביטאה הבנה זו בהחלטותיה בעניין **סדיטק**¹¹⁰ ובעניין **רדגארד**¹¹¹. בשתי החלטות אלה פסקה השופטת אלשיך כי זכות עיכבון לטובת עובדי חברה מכוח סעיף 19 לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה) אינה מקנה להם עדיפות פירעון בעת חדלות פירעון.¹¹² לגישתה הפרשנית של השופטת אלשיך, נושה בעל זכות עיכבון כאמור אינו נושה מובטח. אמנם המונח "נושה מובטח" בסעיף 1 לפקודת פשיטת הרגל כלל נושה בעל "עיכבון", אולם, לשיטתה, המונח "עיכבון" הנזכר בהגדרה האמורה לא התכוון בהכרח לכל עיכבון הנזכר באחד החוקים המסוימים בחקיקה האזרחית. למונח "עיכבון" בחוקים השונים ייתכנו פירושים נבדלים. נאמנה לפרשנות התכליתית, קבעה השופטת כי יש לבחון כל עיכבון לגופו. אם מתקיימות בו התכליות שעליהן עמד בית המשפט העליון בעניין **מעוף**, כי אז יש להכיר בעדיפותו אף בחדלות פירעון. עיכבון כאמור הוא העיכבון שאליו מכוון המחוקק בהגדרת "נושה מובטח" בסעיף 1 לפקודת פשיטת הרגל. לעומת זאת, עיכבון אשר התכליות האמורות אינן מתקיימות בו, כבמקרה דנן, אינו בגדר ההגדרה האמורה.¹¹³ פרשנות תכליתית זו שנקט בית המשפט המחוזי מקובלת עליי, וגם על מיגל דויטש¹¹⁴ ונינה זלצמן.¹¹⁵

- 110 פש"ר (מחוזי ת"א) 1001/00, בש"א 10742/00 בעניין **סדיטק בע"מ** (מיום כ"א שבט התשס"ב, 3.2.2002).
- 111 פש"ר (מחוזי ת"א) 1268/01, בש"א 24584/01 בעניין **רדגארד בע"מ (בפירוק)** (מיום י"ג ניסן התשס"ב, 26.3.2002). ראו גם פש"ר (מחוזי ת"א) 11448/02 בעניין **רונדופלס בע"מ (בהקפאת הליכים)** (פורסם בנבו, מיום כ"ג תמוז התשס"ב, 3.7.2002).
- 112 ראו גם המ' (מחוזי ת"א) 9701/84 בעניין **אלסקה ספורטלייף**, פ"מ תשמ"ו (2) 287 (1984) (אי הכרה בזכות העיכבון של עובד בנכס של המעביד להבטחת חוב בגין משכורתו שלא שולמה, לאור קיומו של דין קדימה לחוב כאמור לטובת העובד).
- 113 לשיטת השופטת אלשיך, מטרתה המעשית של זכות העיכבון שבסעיף 19 לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה) היא להקנות לנפגע מהפרת חוזה אמצעי לחץ וגבייה (קלף מיקוח) כלפי החייב-המפר בנסיבות של הפרת חוזה מחוץ לחדלות פירעון. בנסיבות כאמור, שבהן ההתנגשות המהותית היא בין החייב-המפר לנפגע-המעכב, יוכל הנפגע להשתמש בעיכבון לשם גביית הסכומים המגיעים לו מן המפר עקב ההפרה. ברם, בנסיבות של חדלות פירעון, שבהן התנגשות העניינים היא בין הנפגע-המעכב לבין יתור נושי החייב, ההתייחסות הערכית של הדין שונה בתכליתה (תרתי משמע). עניין **סדיטק**, לעיל ה"ש 110, בפסקאות 22–32.
- 114 דויטש, לעיל ה"ש 96, בעמ' 207–208, 211.
- 115 זלצמן, לעיל ה"ש 100, בעמ' 51–52.

17.53 וואלם פרשנות זו אינה ההלכה הנוהגת בישראל. בעניין המשביר הישן¹¹⁶ הזדמן לבית המשפט העליון לבחון את זכות העיכבון בנסיבות שבהן הנכס המעוכב לא הושבח בידי הנושה-המעכב. בעניין זה סיפק הנושה שירותי החסנה למלאי של החייב. מכיוון שהחייב לא פרע את חובו לנושה ונפתח הליך הבראה בעניינו, ביקש הנושה לעכב את הסחורה שבמחסנים. זכות העיכבון שטען לה הנושה התבססה הן על סעיף 5 לחוק חוזה קבלנות, הן על סעיף 9 לחוק השומרים והן על סעיף 19 לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה). כשומר, לא טיפל הנושה בנכסים המעוכבים ולא השביח את ערכם. אף על פי כן, פסק בית המשפט העליון כי זכות העיכבון לטובת הנושה היא בטוחה ההופכת את הנושה-המעכב לנושה מובטח של החייב. בית המשפט דחה במפורש את הגישה הפרשנית שלפיה יש להבחין בין עיכבון אחד למשנהו. בית המשפט העליון פסק כי כל עיכבון הקבוע בחקיקה האזרחית נחשב ל"עיכבון" אף לצורך דיני חדלות פירעון. ממילא, כל עיכבון באשר הוא, בין ששיקולי השבחת הנכס מתקיימים בו ובין שאינם מתקיימים, הופך את הנושה לנושה-מובטח העדיף מיתר נושי החייב. פסיקה זו נומקה על ידי בית המשפט בנימוקים אחדים: ראשית, הגדרת "נושה מובטח" בפקודת פשיטת הרגל נוקבת במונח "עיכבון" באופן כללי ואינה מבחינה בין עיכבון אחד למשנהו. שנית, אף עיון בתזכיר הצעת חוק דיני ממונות לימד כי מגמת החקיקה היא לחזק דווקא את זכות העיכבון, לטובת כל נושה, ולא להחלישה. שלישית, ההכרה בעדיפות העיכבון היא אמצעי פשוט וזול החוסך מן הנושה את הצורך לרשום שעבוד על הנכס. ואמנם, רישום שעבוד בגין סכומי חוב נמוכים יחסית, כסכומים המובטחים באופן שגרתי באמצעות עיכבון, אינו מעשי. לבסוף, בית המשפט נזקק לשיקולי התועלת הכלכלית שבהוזלת עלויות הפיקוח מצד נושים הזוכים לעדיפות פירעון.¹¹⁷

17.54 בכל הכבוד, דומני כי אף לא אחד מן הנימוקים, שבהם תמך בית המשפט העליון יתדותיו בעניין המשביר הישן, מצדיק הכרה בעדיפות זכות העיכבון שנדונה בו. הנימוק הראשון הסתפק בפרשנות מילולית בסיסית של המונח "עיכבון" כפי שהוא נזכר בהגדרת "נושה מובטח" שבפקודת פשיטת הרגל. גישתו הפרשנית של בית המשפט העליון אינה נדרשת כלל ועיקר לבחינה מהותית-תכליתית של המונח "עיכבון" בכל אחד מן החוקים המצמיחים את זכות העיכבון. לפי גישתו של בית המשפט, משהופיע מונח זהה בשני חוקים שונים, יש לפרשו פירוש אחד. בכל הכבוד, אני חולק על כך. מונח זהה המשמש בחוקים שונים עשוי להתפרש באופן שונה, אם תכלית ההוראה החקוקה בכל אחד מחוקים אלה היא שונה.¹¹⁸ אכן, בית המשפט העליון עצמו פירש את זכות העיכבון המופיעה בסעיף 33 לחוק רשות שדות התעופה, התשל"ז-1977, כזכות שונה מזכות העיכבון שבחוק חוזה קבלנות. בית המשפט פסק כי זכות העיכבון לטובת רשות שדות התעופה אינה מקנה מעמד של נושה מובטח בעת

116 ע"א 5789/04 המשביר הישן בע"מ נ' לוגיסטיק בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ד סיון התשס"ז, 10.6.2007).

117 על שיקולים אלה ראו בהרחבה לעיל פסקאות 15.28–15.36.

118 דנג"ץ 4601/95 סרוסי נ' בית-הדין הארצי לעבודה, פ"ד נב(4) 817, 828 (התשנ"ט-1998); בג"ץ 7029/95 הסתדרות העובדים הכללית החדשה נ' בית-הדין הארצי לעבודה, פ"ד נא(2) 63, 98 (התשנ"ז-1997).

חדלות פירעון של החייב.¹¹⁹ לפיכך, יש להצטרף על כך שבעניין המשביר הישן היה בית המשפט מוכן להסתפק בעצם הביטוי הלשוני "עייכבון" שבפקודת פשיטת הרגל כדי להכיל בקרבו כל הוראת חוק אחרת שבה נזכר המונח "עייכבון", בלי לדקדק אחר התכלית שביסוד כל הוראת חוק כאמור.

הנימוק השני נזקק לחיזוק המעמד של זכות העייכבון בהצעת חוק דיני ממונות. אכן, לכשיחוקק, יחזק חוק דיני ממונות את כוחה של זכות העייכבון בכך שיהיה אפשר לממש את הנכס המעוכב ולפרוע לנושה את חובו מתוך תמורת המימוש.¹²⁰ ברם, עצם הקנייתה של זכות למימוש הנכס המעוכב אינו מעיד כלל ועיקר על מעמדה של הזכות בעת חדלות פירעון של החייב. זכות המימוש תקפה כל עוד החייב אינו חדל פירעון. כאשר החייב מסרב לשלם, אף כי יש ביכולתו לעשות כן, זכות הנושה לממש בקלות יחסית את הנכס המעוכב תשפר עד מאוד את אכיפת זכותו כלפי החייב. ברם, זכות המימוש אינה גוררת אחריה אף עדיפות פירעון בעת חדלות פירעון של החייב. נהפוך הוא, זכות המימוש של נושה מובטח בעת חדלות פירעון של החייב והחרגתה מעיכוב ההליכים נגזרות מעדיפות זכותו על פני נושים אחרים.¹²¹ ברם, תחילה יש לבסס את העדיפות עצמה על שיקולים ענייניים ומהותיים. זכר שיקולים אלה לא בא בהצעת חוק דיני ממונות.

הנימוק השלישי של בית המשפט העליון עסק בהיבט מעשי. אין זה מעשי לרשום שעבוד במרשם ציבורי לשם רכישת עדיפות פירעון בנוגע לסכומי חוב נמוכים יחסית. נושה המעכב אצלו נכס של החייב הוא, על פי רוב, נושה שסכום תביעתו הוא פעוט יחסית לכלל חובותיו של החייב. לפיכך, הקניית עדיפות פירעון לנושה זה בלא רישום היא רצויה. העייכבון הוא אמצעי זול ופשוט להקנות עדיפות כאמור. ברם, אף נימוק זה לוקה בכך שאין הוא מסביר מדוע מעיקרא ראוי להקנות לנושה האמור עדיפות. כל שנימוק זה טוען הוא כי בהנחה שראוי להקנות לנושה עדיפות, הרי שעדיף להקנות לו את העדיפות בלא להטריחו לרשום שעבוד. הנחה זו גופה טעונה הנמקה וביסוס.¹²²

רק בנימוק הרביעי הגיע בית המשפט לשיקול מהותי בדבר רציות הקנייתה של עדיפות לנושה המעכב נכס של החייב המצוי בהחזקתו. דא עקא, שיקולי התועלת הכלכלית שבית המשפט נזקק להם נדונים בספרות המשפטית-כלכלית בהקשר של נושים כספיים, כגון בנקים הנוטלים שעבודים על נכסי החייב. אכן, נושים כספיים כאמור עשויים לפקח באופן ראוי יותר, יעיל יותר וזול יותר על עסקי החייב. הקניית עדיפות לנושים כאמור עשויה לשפר את הפיקוח האמור.¹²³ לא כן באשר לנותן שירותים לחייב. הלה אינו נושה המתעניין במצבו הכספי המדויק של החייב, אינו עוקב אחרי ביצועיו הכספיים המדויקים של החייב ואינו מתערב בניהול עסקי החייב. נושה כאמור אף אינו מלווה את החייב לאורך פרק זמן

119 עניין מעוף, לעיל ה"ש 91.

120 סעיף 555 להצעת חוק דיני ממונות, התשע"א-2011.

121 לעיל פסקאות 1.30, 12.8; ראו גם את ביקורת בה"ש 96 לעיל.

122 לביקורת דומה על ניתוח תניית שיור הבעלות על ידי בית המשפט העליון בעניין קידוחי הצפון ראו לעיל פסקאות 17.13–17.14.

123 ראו עוד לעיל פסקאות 15.28–15.36.

ממושך. לא זה הוא הנושה-המפקח שעליו דיברה הספרות בהצדיקה, מבחינה כלכלית, את מתן העדיפות לנוטלי שעבודים. כל עיכוב נכס מצד נותן השירותים הוא אך תגובה בדיעבד על אי תשלום חוב – הא ותו לא. שיקולי התועלת הכלכלית האמורים אינם שייכים לכאן. סיכומו של דבר הוא כי פסק הדין המנומק של בית המשפט העליון בעניין **המשביר הישן** אינו מצליח לשכנע מדוע ראוי להכיר בעדיפות הפירעון של זכות עיכובן בעת חדלות פירעון של חייב באותן נסיבות שבהן הנושה-המעכב לא השביח את ערכו של הנכס.¹²⁴

2. עיון מחודש – זניחת עדיפותה של זכות העיכובן

17.55 אחר הדברים האלה, ראוי לשוב ולבחון את זכות העיכובן פעם נוספת. הפעם תיבחן הזכות בעין ביקורתית. הדיון לעיל הניח כי כאשר מתקיימים שיקולים של השבחת הנכס ושל תקנת השוק, הבכורה שמורה לעיכובן בצדק. לעומת זאת, כאשר שיקולים אלה אינם מתקיימים, אין מקום להכיר בעדיפות העיכובן.¹²⁵ ברם, לטעמי, אפילו בנסיבות שבהן מוכרת כיום בכורת העיכובן, הדברים אינם כפשוטם. צדקת העדיפות של נושה בעל זכות עיכובן נפלאה ממני.¹²⁶ נושה בעל זכות עיכובן הוא נושה אשר החייב הפר את החוזה כלפיו. על פי החוזה שביניהם, החייב אמור לפרוע חוב לבעל זכות העיכובן, אך בשל חדלות פירעונו אין הוא מסוגל לקיים את התחייבותו זו. הנושה בעל זכות העיכובן אינו הנושה היחיד אשר ההתחייבות המשפטית כלפיו הופרה על ידי החייב. זהו מצבם של כל הנושים באותו חייב. לכולם זכות משפטית מבוססת ומוצדקת. כולם זכאים לפירעון. מה טעם יבכר הדין את בעל העיכובן על פני האחרים? ההחזקה בנכס כשלעצמה אינה הצדקה עניינית להעדפת הנושה.¹²⁷ לעניות דעתי, אף ההצדקות שמנה בית המשפט העליון להעדפת העיכובן אינן עומדות במבחן הביקורת.¹²⁸ דברים אלה יובהרו להלן.

(א) חוסר הענייניות שבהחזקה בנכס

17.56 השיקול של השבחת הנכס הוא שיקול המחשיב במיוחד את תרומתו של הנושה לשווי הנכס של החייב. לפי שיקול זה, קיימת זיקה קרובה בין הערך הכלכלי שאותו השקיע הנושה ברכוש של החייב לבין החוב שנוצר כלפי הנושה עקב אותה השקעה. לפי הבנה זו, כאשר הנושה מניח את ידיו באופן פיזי על אותה חלק ברכושו של החייב אשר לו הוא תרם שווי כלכלי, ראוי לשלם לנושה בעד תרומה זו תחילה. ברם, נושה זה אינו הנושה היחיד התורם שווי כלכלי לקופת החייב. כל נושה רצוני תורם שווי

124 להלן אטען כי אף השיקול של השבחת הנכס אינו משכנע דיו כדי להקנות עדיפות לנושה-המעכב. ראו להלן פסקה 17.56.

125 להרהורים ברוח דומה ראו יהושע ויסמן "זכות עיכוב לעורכי דין על שום מה?" הפרקליט כא 223 (התשכ"ה).

126 השוו גם שלום לרנר "קיוזו חיובים מותנים בפשיטת רגל" משפטים כב 219 (התשנ"ג).

127 ואכן, נכס שעוקל באמצעות לשכת ההוצאה לפועל, עובר להליך חדלות פירעון, וטרם הושלמה מכירתו וגביית החוב-המעקל מתוכו, אינו מקנה עדיפות וזכויות יתר לנושה האמור אך בשל תפיסת הנכס מטעמו. ראו סעיף 29(4) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 357 לפקודת החברות.

128 לביקורת כלפי הנמקותיו של בית המשפט בעניין מעוף ראו גם זלצמן, לעיל ה"ש 100, בעמ' 311–318.

כלכלי כאמור. עובד של החייב תורם בעבודתו שווי כלכלי לרכוש החייב. המלווה לחייב תורם לו שווי כלכלי כדי סכום ההלוואה. יועץ, כגון שמאי, מומחה הנדסי וכיוצא באלה, המייעץ לחייב תורם לו שווי כלכלי. כל אחד מאלה זכאי לתשלום בעד תרומתו. תביעתו של כל אחד מנושים אלה נובעת מזכותו לתמורה בעד תרומתו לערך החייב. במה אפוא נבדלת מבחינה מהותית זכותו של הנושה בעל העיכבון מזכויותיהם של אלה? אין זאת אלא שתרומתו הכלכלית של הנושה בעל העיכבון ניכרת יותר לעין המתבונן. תרומתו נראית מוחשית יותר משום שהיא גלומה בנכס מוחשי מסוים. אולם, כפי שכבר הערתי לעיל בעניין שיוור הבעלות, המשפט פועל כיום בסביבה כלכלית שבה הנכס המוחשי הוא אך רכיב אחד בתוך מכלול כלכלי רחב בהרבה. רכושו של החייב מורכב מזכויות רבות בלתי מוחשיות. אף התחייבויותיו הן כנגד תרומות כלכליות אשר לא בהכרח משתמרות בנכס מוחשי. לעניות דעתי, העובדה שתרומה כלכלית של נושה אחד מבוטאת בנכס מוחשי משתמר, בעוד שתרומתם הכלכלית של נושים אחרים מבוטאת בנכס מוחשי מתכלה, בנכס בלתי מוחשי או במכלול רכושו של החייב, אינה הופכת את תרומתו של נושה זה לחשובה יותר או לראויה יותר לפירעון. העדפתו של נושה המחזיק בנכס שבו הוא טיפל על פני יתר הנושים מקנה משקל מיוחד לזכותו של נושה זה, אף שזכותו לפירעון אינה ראויה יותר מזכויותיהם של יתר הנושים. כאמור, ההחזקה בנכס אינה סיבה משכנעת להעדפת נושה מרעהו. אין היא אלא ביטוי להטיה המסורתית של המשפט לטובת זכויות התלויות בנכסים מוחשיים,¹²⁹ אולם הטיה זו אינה מוצדקת. לפיכך, ההחזקה אינה צריכה להטות את הכף ולזכות את הנושה בעל העיכבון בפירעון מקום שיתר החובות לנושים אינם נפרעים במלואם.

(ב) תקנת השוק – שיקול שנופח מעבר למידותיו

17.57 אף השיקול של תקנת השוק כהצדקה לעדיפות זכות העיכבון אינו חומה בצורה. ההנחה ביסוד שיקול זה היא כי אלמלא עדיפותו של הנושה בעל זכות העיכבון על פני נושים אחרים של החייב, היה הלה נמנע מלהתקשר עם החייב בעסקאות, וקבלת השירותים הכללית במשק הייתה מואטת. אולם הנחה זו רחוקה מלשקף את המציאות כהווייתה. טעמים אחדים לכך. ראשית, כפי שהובהר לעיל אף בהקשרים אחרים, בעת חדלות פירעון הפסדו של נושה אחד הוא רווח של נושים אחרים של החייב. על כן, אי הכרה בעדיפות העיכבון תיטיב עם יתר נושי החייב. הללו, כגון מי שמוכר סחורה באשראי לחייב, מי שנותן לחייב שירותי ייעוץ ושכמותם, יהיו נכונים להזייל את התקשרויותיהם עם החייב לנוכח הסרת עדיפותו של בעל זכות העיכבון. לפיכך, את השפעות העיכבון על תנאי ההתקשרויות העסקיות עם החייב יש לבחון בהרחבה, תוך כדי תיחוסות לסוגי העסקאות השונים שקושר חייב עם נושיו. אין די לבחון את תנאי התקשרותו של החייב עם הנושה בעל זכות העיכבון לבדו. שנית, התבוננות מפוכחת במציאות העסקית מלמדת כי אף נושים רצוניים אחרים של חייב, אשר אינם נהנים מנכסים מוחשיים להבטחת פירעון החוב כלפיהם, עדיין מתקשרים עם חייבים באופן שוטף. נושים אלה מספקים לחייב שירותים בתנאי אשראי אף שהלה אינו ממציא לידיהם אמצעי ביטחון

129 לביטוי נוסף של הטיה זו ראו לעיל פסקאות 16.40–16.41 (על עדיפות מממן של רכישת נכס).

ועדיפות.¹³⁰ לפיכך, הטענה כי בלא עדיפות העיכובן ייפגע השטף המסחרי אינה עומדת במבחן המציאות. בעלי זכות העיכובן פועלים, על פי רוב, בתנאים של תחרות עסקית בתחומיהם השונים. בעל המוסך, בעל מעבדת המחשבים או השען אינם בעלי העסק היחיד בענף. תנאי התחרות בענף יקבעו את תנאי העסקאות עם לקוחותיהם. העדיפות של נושים כאמור בעת חדלות פירעון של חייביהם היא שיקול, אולם לא החשוב ביותר, בשאלה אם תיקשרנה עסקאות בין הצדדים אם לאו.¹³¹ **לבסוף**, תקנת השוק מגינה על צדדים שלישיים, המתקשרים בנוגע לנכס בשלב מאוחר, מפני זכויות התביעה של צדדים מתחרים הקודמים להם בזמן. הגנה כאמור חשובה, בראש ובראשונה, לרוכשי נכסים מוחשיים המבקשים להיזקק לנכס הנרכש, להשתמש בו וליהנות ממנו.¹³² אלמלא הגנתה של תקנת השוק לא היה קץ לחששותיהם של רוכשי נכסים שמא יבוא גורם זר ויטרף מידיהם בשלב מסוים את הנכס. לעומתם, נושה ממקד את עניינו בגביית כסף מן החייב. הנכס המוחשי הוא, בסופו של דבר, אמצעי טפל העשוי לסייע לו לגבות את תביעתו. ברם, לא עליו לבדו שם הנושה את יהבו. שלא כרוכש נכס, נושה כאמור מלכתחילה אינו נטרד מגלגוליו של הנכס ומזכויות שונות שיש לצדדים שלישיים בו. כאמור לעיל, נושה הנותן שירותים לחייב בנכס מוחשי דומה לרעו הנושה הנותן שירותים ואינו נסמך על נכסים מוחשיים. שניהם מבקשים לגבות מן החייב. זה שיש בידיו נכס מוחשי נהנה מכוח גבייה רב

130 נושים חוזיים רבים דורשים מן החייב לקבל לידיהם דווקא אמצעי ביטחון אשר אינם מקנים כל עדיפות בעת חדלות פירעון, כגון שטר.

131 אכן, בתי עסק רבים דורשים מלקוחותיהם לשלם את חובותיהם בגין השירותים שבתי העסק מספקים באמצעות כרטיסי חיוב. במנגנון משולש זה (נותן שירותים, לקוח, חברת אשראי), בית העסק זוכה בתשלום אף בעת חדלות הפירעון של לקוחו-חייבו, אף אם אין לו עדיפות על פני נושי החייב. בדומה לבנק, חברת האשראי היא מפקחת יעילה על התנהלותו הכספית של החייב. לפיכך, היא עשויה לקבל מראש שעבוד על נכס מנכסי החייב וליהנות ממעמד של נושה מובטח העדיף מיתר נושיו. עם זה, פעמים רבות, חברת האשראי ניצבת כאחד הנושים הלא-מובטחים מול קופת חדלות הפירעון. אולם יש לזכור כי חברת האשראי ערוכה טוב יותר מנותני השירותים לספוג הפסד הנובע מחדלות הפירעון של החייב, בהיותה מגוונת סיכונים בהרחבה. מספר לקוחותיה של חברת אשראי ממוצעת במשק גבוה לאין ערוך מחוג הלקוחות של נותן השירותים הממוצע. על יתרונותיו של גיוון הסיכונים ועל מגבלותיו, בהקשר של לקוחות הנתונים בקשיים כספיים, ראו Andrew Winton, *Don't Put All Your Eggs in One Basket: Diversification and Specialization in Lending* (Sep. 1999), available at: <http://www.iue.it/FinCons.EU/Documentation/Literature/papers/winton99.pdf>.

132 תקנות שוק כאמור מבוטאות בסעיף 34 לחוק המכר, התשכ"ח-1968, ובסעיף 10 לחוק המקרקעין, התשכ"ט-1969. אמנם, לצד תקנות שוק המגינות על רוכשי נכסים, ניתן למצוא אף תקנת שוק לטובת מקבלי זכויות אחרות בנכסים. כך, למשל, סעיף 37(2) לפקודת השרות [נוסח חדש], מגן על מקבלי שטרות בתנאי אחיזה כשורה, אפילו לא רכשו בעלות על השטר. כך, למשל, נוטל שטר כבטוחה עשוי ליהנות מאחיזה כשורה. ראו שלום לרנר **דיני שטרות** 219, 223-232 (מהדורה שנייה, התשס"ז). ברם, תקנת שוק זו מוצדקת לאור אופיו הנוזיל של סוג הנכס הנדון, הלא הוא השטר. חריג מסוים בנוף תקנות השוק הוא תקנת השוק המגינה על מקבל שעבוד לפי סעיף 5 לחוק המשכון. על תקנת שוק זו ראו יהושע ויסמן **חוק המשכון, תשכ"ז-1967**, עמ' 148-158 (פירוש לחוקי החוזים, גר טדסקי עורך, התשל"ה); דניאל פרידמן "הערות בדבר זכויות הבעלים המקורי כלפי צד שלישי לאור החקיקה הישראלית החדשה" **עיוני משפט** ד 245 (התשל"ה).

יותר. אך אין לטעון ברצינות כי בלא כוח גבייה זה היה הנושה נמנע מלהתקשר עם החייב.¹³³ נותן שירותים מתקשר בעסקאות עם לקוחותיו בין שהוא מחזיק בידי נכסים מוחשיים של הלקוחות ובין שאינו מחזיק. לפיכך, שיקול תקנת השוק אינו כה חשוב בנסיבות אלה. דיה לתקנת השוק שתגן על רוכשי נכסים.

(ג) מניעת עדיפות מבעל העיכבון והגדלת הפירעון לנושים לא-מובטחים

17.58 מלבד האמור לעיל, דומני כי קריאתי לזניחת העדיפות של נושה בעל זכות עיכבון משתלבת היטב בהצמתי להמיר את העדיפות המוחלטת של נושים בעלי שעבודים רחבי היקף בעדיפות חלקית. כמו נושה המבקש לסמוך על תניית שיור בעלות, אף נושה הנתלה בזכות העיכבון שבידיו נראה כנושה דל אמצעים באופן יחסי, המבקש להתמודד בהצלחה עם נחיתותו כלפי השעבוד רחב ההיקף. העדיפות המוחלטת של שעבודים כאמור מכריעה, על פי רוב, את יתר הנושים שאינם נמנים עם המגזר הפיננסי. הללו זוכים להיפצע אך בשיעורים בודדים, אם בכלל, מתביעותיהם. בשל מצוקה זו, תרים נושים אלה אחר כל בדל של זכות רשמית אשר יאפשר להם לגבור על השעבוד רחב ההיקף ולהיפצע באופן מלא. ברם, אם תאומץ ההצעה לעבור למשטר של עדיפות חלקית של שעבודים רחבי היקף, ישתנה אופיו של הליך חדלות הפירעון. מהליך המקטב מלחמת "הכול או לא כלום" בין הנושים שונים הוא יהפוך להליך שבו כל אחד מן הנושים נפרע במידת-מה, אף כי לא במלוא החוב. המגזר הפיננסי, בראשות הבנקים, עדיין ייהנה מחלק הארי של הפירעון. דבר זה יניב את היתרונות הרבים המצויים באשראי הבנקאי, כאמור בפסקים הקודמים. מנגד, שאר נושי החייב יזכו לחלק מוגדל בפירעון בהשוואה למצבם כיום. זכאות זו תהיה נתונה לכל שאר הנושים, בלא הבחנה מלאכותית בין אלה שנתלו בזכויות רשמיות, כגון שיור בעלות או עיכבון, לבין אלה שלא יכלו להיתלות בזכויות כאמור. הפירעון לנושים יהיה אפוא הוגן יותר, עקיב יותר ומאוזן יותר. בתנאים אלה, ראוי לשוב ולאמץ את השוויון המהותי בין (יתר) הנושים, במקום להסתמך על זכויות אזרחיות אשר אין ביסודן כל טעם מהותי מוצדק להעדפת נושה פלוני מנושה אלמוני. דיה לזכות העיכבון, כמו לאחותה תניית שיור הבעלות, כי תפעל את פעולתה ביחסים שבין חייב לבין נושהו כאשר החייב אינו חדל פירעון. לטעמי, זכויות אלה נועדו לנסיבות כאמור. לעומת זאת, חדלות פירעון מגלה התמודדות שונה. זו התמודדות בין נושה אחד לבין יתר הנושים של החייב. התמודדות זו צריך שתפתר בנפרד. העיקרון הנכון בחדלות פירעון הוא השוויון. באין טעם כלכלי או חלוקתי משכנע התומך בחריגה מן השוויון, אין זה ראוי שבעל זכות עיכבון ייהנה ממעמד פירעון מיוחד ושונה מיתר הנושים בנסיבות אלה.

133 לדעה חולקת, הסבורה כי בלא עדיפות יצמצמו ספקים (trade creditors) את שיעור התקשרויותיהם עם לקוחות, ראו Garvin, לעיל ה"ש 59.

3. חוק חדלות פירעון וביקורתו

17.59 חוק חדלות פירעון שומר את מעמד הפירעון העדיף של נושה המגובה בזכות העיכבון. החוק קובע כי נושה המגובה בעיכבון ייחשב כנושה שהנכס המעוכב שועבד להבטחת חובו.¹³⁴ בכך מקבע החוק את הנושה בעל זכות העיכבון כנושה מובטח לכל דבר ועניין. החוק אף אינו מבחין בין זכות עיכבון מכוח חוק אחד לזכות עיכבון מכוח חוק אחר.¹³⁵

17.60 כבר הוער לעיל כי ההצדקות השזורות בפסיקה להכרה בעדיפותו של נושה בעל זכות עיכבון על פני הנושים אינן משכנעות במיוחד.¹³⁶ בדומה לסוגיה של תניית שיור הבעלות, אף כאן ניתנת בכורה לנושה הנהנה מהחזקה בנכס מוחשי, בעוד שנושים רבים אחרים אינם נהנים מהחזקה כאמור, אף כי זכאותם לפירעון אינה חלשה מזכות הנושה המגובה בעיכבון. כפי שהוער קודם לכן, היצמדות לעדיפות המחזיקים בנכסים מוחשיים היא עיגון משפטי של כלכלת עשורים ומאות עברו. הכלכלה העדכנית אינה נשענת על החזקת נכסים מוחשיים דווקא. לפיכך, מוקשית בעיניי הדבקות של החוק לבכר את הנושה הנשען על נכס מוחשי על פני יתר הנושים. נוסף לכך, חוק חדלות פירעון מחמיץ את ההזדמנות להשלים את המהלך של ביטול ההבחנות בין נושים והותרת שתי רמות עיקריות של נושים: נושים בעלי שעבוד (להבדיל מעיכבון) ונושים לא-מובטחים. משקבע החוק כי 25% משווי הנכסים הכפופים לשעבוד צף ישמשו כמקור לפירעון של חובות לא-מובטחים, הוא דאג ל"כבשת הרש". לאור זאת, אין עוד כל צורך בעדיפויות מסוימות לטובת נושה זה או אחר אשר הצדקתן העיונית מוטלת בספק. אשר על כן, טוב היה עושה המחוקק לו היה שולל את עדיפותה של זכות העיכבון, ולא מכבדה כבעבר.

134 סעיף 253 לחוק חדלות פירעון.

135 על הבחנה אפשרית כאמור ראו לעיל פסקה 17.51.

136 ראו גם מכתב מעו"ד אלעד עפארי, מטעם לה"ב לשכת ארגוני העצמאיים בישראל, לח"כ ניסן סלומינסקי, יו"ר ועדת החוקה, חוק ומשפט (מיום י"ב תמוז התשע"ז, 18.7.2016).

פרק שמונה-עשר

קיצוץ חובות

א. כללי

18.1 שאלת פירעון החובות לנושים של חייב חדל פירעון מתמקדת בחובות שצבר החייב עובר להליך חדלות הפירעון. הנושים המתקבלים סביב קופתה של חדלות הפירעון ממתינים לקבלת הכספים המגיעים להם ולסיום הקשר המשפטי עם החייב. תיאור זה מניח כי הנושים, אשר יש לפרוע להם מתוך קופת חדלות הפירעון, הם אך נושים אשר הקשר המשפטי בינם לבין חדל הפירעון הוא קבוע וחד-סטרי. הצד חדל הפירעון הוא החייב ואילו הצד האחר הוא הנושה.

עם זה, פעמים רבות, יש לחדל הפירעון קשרים משפטיים מורכבים ומסועפים יותר עם הצד שכנגד. כשנפתח הליך של חדלות פירעון בעניינו, החייב קשור לא פעם בקשר משפטי של חיובים נגדיים בין חדל הפירעון לבין הצד שכנגד. היחסים המשפטיים בין צדדים אלה הם יחסים דו-סטריים. כל אחד מן הצדדים זכאי לקיום חיוב על ידי האחר, אך באותה עת הוא גם חייב לקיים את חיובו שלו כלפי האחר. על כן, בעייתי לכנות את הצדדים בפשטות "חייב" ו"נושה". כל אחד משני הצדדים הוא גם חייב וגם נושה. הצדדים יכוננו אפוא "חדל הפירעון" ו"הצד שכנגד". מערכות יחסים משפטיות כאמור יימצאו בעיקר בשני הקשרים: האחד, כאשר חדל הפירעון והצד שכנגד חבים זה לזה חיובים כספיים בין מכוח עסקה אחת ובין מכוח עסקאות שונות. האחר, כאשר חדל הפירעון והצד שכנגד קשורים בחוזה נמשך אשר עדיין טעון ביצוע מצד כל אחד מהם.¹

18.2 חיובים נגדיים כאמור מעוררים בעיות עיוניות מהותיות בעת חדלות פירעון. אחדות מבעיות אלה נוגעות במישרין לקביעת סדר העדיפות בפירעון חובותיו של חדל הפירעון. אחרות נשקות לסוגיית העדיפות ונוגעות יותר להשפעות החיובים הנגדיים על סיכויי ההבראה של חברה חדלת פירעון. ההתחבטויות העיקריות בהקשרים אלה תהיינה עד כמה יש להקפיד על הדדיות בין הצדדים בקיום חיוביהם. כפי שיובהר להלן, ככל שהמשפט יבקש ליישם את ההדדיות ביתר הקפדה, כן ישופר מצבו של הצד שכנגד. הלכה למעשה, ייחנה הצד שכנגד מעדיפות פירעון ראשונה במעלה. לעומת זאת, שבירת ההדדיות בין הצדדים תביא לידי הגשמת פירעון שוויוני יותר בין כלל הנושים ותקדם ביתר גמישות הליכים להבראת חברות. הדיון להלן יעסוק בהקשר של חיובים כספיים הדדיים ויבחן את השפעותיהם על הליכי חדלות פירעון.

1 דין חוזים נמשכים הטעונים ביצוע בהליך חדלות פירעון נדון לעיל בפרק ארבעה-עשר.

ב. קיזוז טרם חוק חדלות פירעון

18.3 כאשר נפתח הליך של חדלות פירעון בעניינה של אישיות משפטית, לא פעם תלויים ועומדים חיובים כספיים נגדיים בינה לבין אישיות משפטית אחרת.² נניח כי חדל הפירעון חייב 100 לצד שכנגד, אולם באותה שעה, אף הצד שכנגד חייב 100 לחדל הפירעון. לו החבות הייתה חד-סטריית, היה פתרונה פשוט. לו היה חדל הפירעון חב לצד שכנגד, היה על הצד שכנגד להגיש תביעת חוב לקופת חדלות הפירעון. לו אושרה בידי בעל התפקיד, הייתה תביעת חוב זו מזכה את הצד שכנגד בפירעון של חלק מסוים מחובו, לפי כושר הפירעון היחסי של הקופה ולפי עקרון השוויון בין נושים (לא-מובטחים). לחלופין, לו הצד שכנגד היה חב לחדל הפירעון, היה בעל התפקיד, בשם קופת חדלות הפירעון שהוא אמון עליה, תובע את הצד שכנגד לקיים את חיובו ולפרוע את סכום החוב במלואו לקופת חדלות הפירעון. אולם, כאשר החיובים הכספיים בין הצדדים הם דו-סטריים מתעוררת השאלה כיצד ראוי לדין להכריע בנסיבות אלה. כעיקרון, ניתן להציג שני פתרונות שונים בתפישתם ליישוב היחסים המשפטיים בין הצדדים:

- (א) שני הצדדים יסלקו את חיוביהם ההדדיים באמצעות קיזוז החיובים. לכשיקוזו החיובים, יפקעו היחסים המשפטיים הנגדיים שבין הצדדים.
- (ב) הצד שכנגד ישלם לחדל הפירעון את שיעור חיובו ויגיש תביעת חוב, ככל נושה אחר, על חובו של חדל הפירעון כלפיו.

ההבדל בין שני פתרונות אלה הוא מהותי. לפי הפתרון הראשון, יצליח הצד שכנגד להיפרע באופן מלא. כלומר, מבחינה כלכלית, קיזוז החובות יזכה את הצד שכנגד בפירעון של 100% מתביעתו כלפי חדל הפירעון.³ הצד שכנגד אמנם לא יגבה בפועל כל סכום, אולם הוא גם לא יידרש לשלם עוד כלל לקופת חדלות הפירעון. הקיזוז הוא מעין קיצור דרך לפעולה משפטית כפולה, שבה הצד שכנגד משלם 100 לקופת חדלות הפירעון ומיד פונה וגובה מן הקופה אותם 100. לעומת זאת, הפתרון השני מחסר מכיסו של הצד שכנגד. לפי פתרון זה, הצד שכנגד נדרש לשלם לקופת חדלות הפירעון 100. לאחר מכן, הצד שכנגד נדרש להגיש תביעת חוב על סכום תביעתו מקופת חדלות הפירעון (100) ולהמתין לשלב שבו ייפרעו החובות לכל הנושים. נניח כי לחדל הפירעון עוד תשעה נושים וחובו לכל אחד מהם הוא 100 וכי שווי קופת חדלות הפירעון הוא 100 בלבד. כושר הפירעון של קופת חדלות הפירעון הוא אפוא 10%. הצד שכנגד ייפרע אפוא סכום של 10 בלבד, לפי עקרון השוויון בין הנושים. כמוהו ייפרע גם כל אחד מיתר הנושים. לפי הפתרון השני, היה הסכום הנותר של 90 עומד לפירעון חובותיהם של יתר הנושים. לפי הפתרון הראשון, הסכום של 100 היה עומד לפירעון בלעדי של החוב כלפי הצד שכנגד. נמצאנו למדים אפוא כי קיזוז החיובים הנגדיים הוא "ידידותי" לצד שכנגד, ואילו אי הכרה בקיזוז מאירה פניה ליתר הנושים.

2 החיובים ההדדיים בין חדל הפירעון לבין הצד שכנגד אינם חייבים להיות חיובים רצוניים. אף חיוב בלתי רצוני עשוי להיות בר קיזוז אם הוא התגבש כחוב קצוב באמצעות הסכם או פסק דין טרם הגשתו למפרק כהוכחת חוב. ראו צפורה כהן **פירוק חברות** 299–303, 846 (מהדורה שנייה, התשע"ו).

3 אכן, משום כך מכנה חוק חדלות הפירעון האמריקני את זכות הקיזוז במפורש כחוב מובטח. ראו Bankruptcy Code §506(a).

1. קיזוז לפי חוק החוזים

- 18.4 כאשר שני צדדים בני פירעון חבים כספים זה לזה, אחת הדרכים לפירעון חובותיהם ההדדיים היא קיזוז. הבסיס המשפטי להכרה בקיזוז חיוביהם בנסיבות אלה הוא אחד משניים:
- (א) הסכם בין הצדדים לקזוז את חובותיהם הנגדיים.
- (ב) סעיף 53 לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973.

כאשר קיימת הסכמה מפורשת או משתמעת בין הצדדים לקזוז את חובותיהם ההדדיים, תכובד הסכמתם זו לפי עקרון חופש ההתניה החוזית.⁴ ואמנם, הסכמים לפתיחת חשבון בנק ולניהולו כוללים סעיף קיזוז אשר מכוחו מוסמך הבנק לקזוז חובות הדדיים בינו לבין לקוחו. כך, למשל, כאשר אחד החשבונות של הלקוח מצוי ביתרת חובה וחשבון אחר שלו מצוי ביתרת זכות, רשאי הבנק לקזוז את היתרות ולהקטין את יתרת הזכות של הלקוח בשיעור יתרת החובה שבחשבון האחר.⁵ באופן זה הבנק דואג לפירעון החוב של הלקוח כלפיו.⁶

לפי סעיף 53 לחוק החוזים (חלק כללי), אף כשלא הוסכם בין הצדדים לקזוז את חיוביהם ההדדיים כדרך לסילוקם, רשאי אחד הצדדים, באופן חד-צדדי, להודיע לצד האחר כי הוא מקזוז את חיוביהם ובכך הוא מקיים את שני החיובים כאחד.⁷ וזו לשון סעיף 53(א) האמור:

“חיובים כספיים שצדדים חבים זה לזה מתוך עסקה אחת והגיע המועד לקיומם, ניתנים לקיזוז בהודעה של צד אחד למשנהו; והוא הדין בחיובים כספיים שלא מתוך עסקה אחת, אם הם חיובים קצובים”.

לפי סעיף זה, משהגיע המועד לקיום חיובים כספיים נגדיים, ניתן לקזוזם אם הם נובעים מעסקאות שונות אך קצובים בסכומם. אם החיובים נובעים מאותה עסקה, ניתן לקזוזם אפילו אין הם קצובים. הרעיון שביסוד חירותו של צד לקזוז באופן חד-צדדי חיובים כספיים הוא שהקיזוז מהווה פעולה

4 סעיף 24 לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973.

5 ע"א 4752/92 **מקט בע"מ נ' החברה לביטוח סיכוני סחר חוץ בע"מ**, פ"ד נא(2) 214 (התשנ"ז-1997).

6 כאשר חשבון בנק מצוי ביתרת חובה, חב הלקוח לבנק בשיעור יתרה זה, ואילו כאשר חשבון מצוי ביתרת זכות, חב הבנק ללקוח בשיעור יתרה זה. ע"א 323/80 **אלתית בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ**, פ"ד לז(2) 673 (התשמ"ג-1983); ד"נ 32/84 **עזבון וויליאמס נ' Israel British Bank**, פ"ד מד(2) 265 (התש"ן-1990). עם זה, בשל תועלתנות אישית, הבנק לא ימהר להשתמש בכל עת בזכות הקיזוז מכוח ההסכם. סוף סוף, הבנק נהנה מרווח כלכלי שמקורו בהפרש בין הריבית שהוא גובה מלקוח שחשבונו מצוי ביתרת החובה לבין הריבית שהוא מחויב לשלם ללקוח שחשבונו ביתרת זכות. על זכות הקיזוז של הבנקים והמגבלות החלות עליה ראו ע"א 6916/04 **בנק לאומי לישראל בע"מ נ' היועץ המשפטי לממשלה**, פסקאות 110-121 (פורסם בנבו, מיום ד' אדר התש"ע, 18.2.2010); שלום לרנר **קיזוז חיובים פרק שישי** (התשס"ט-2009). ראו גם ע"א 1339/12 **בנק מזרחי טפחות בע"מ נ' אי.סי.אם יצרני מיזוג אוויר בע"מ (בפירוק)** (פורסם בנבו, מיום כ"ז ניסן התשע"ד, 27.4.2014) (על הזכות לקיזוז באמצעות שעבוד על ניירות ערך).

7 לדיון מפורט בסעיף 53 לחוק החוזים, ראו מנחם מאוטנר "קיזוז" **דיני חיובים – חלק כללי** 462 (דניאל פרידמן עורך, התשנ"ד).

מועילה מבחינה מינהלית ובלתי מזיקה לצד האחר. מבחינה מינהלית, הקיזוז חוסך את הטקסיות הרשמית והמיותרת של תשלום סכום כסף מכל צד אל רעהו. הקיזוז אף מייתר פנייה לערכאות שיפוטיות לשם גביית הסכום עת הצד האחר מתמהמה בתשלום חובו.⁸ הצד המקבל את הודעת הקיזוז אינו ניזוק מפעולה זו.⁹ סוף סוף, אף הוא חב כסף למקזז. כאשר שני החיובים הם כספיים, ומועד קיומם הגיע, הרי שממילא הם עומדים לפירעון. לפיכך, הקיזוז חוסך אף לצד האחר את הצורך להוציא כסף מכיסו ולשלמו לצד המקזז. על כן, הקיזוז הוא פעולה יעילה, בבחינת "זה נהנה וזה אינו חסר". מכל מקום, אפשרות הקיזוז בין שני צדדים בני פירעון מוכרת ומבוססת בדין. הסייגים המועטים שסעיף 53 לחוק החוזים מציב כתנאי לקיזוז (כלומר, שהגיע מועד קיום החיובים והיות החיובים קצובים), נובעים מכך שהסעיף מכיר בזכות קיזוז חד-צדדית, בלא הסכמה בפועל של הצד האחר. הסייגים נועדו להבטיח כי הצד האחר לא ייפגע עקב הקיזוז.

2. קיזוז לפי פקודת פשיטת הרגל

18.5 לא כן כאשר אחד הצדדים לחיובים הנגדיים הוא חדל פירעון. כפי שהובהר לעיל, בנסיבות אלה נודעת לקיזוז נפקות מהותית. הקיזוז מעניק לצד שכנגד יתרון מכריע. הוא מקנה לו זכות פירעון הנהנית מעדיפות על פני יתר הנושים בחדלות פירעון. אכן, זהו עיקר פועלו של הקיזוז בעת חדלות פירעון. ההכרה בזכות הקיזוז בנסיבות אלה אינה עוד כה טבעית כבמקרה של שני צדדים בני פירעון. הקיזוז במקרה של צד חדל פירעון הוא פעולה רגישה וטעונית. הדין הכיר בכך. אכן, זכות הקיזוז של חיובים כספיים בין חדל פירעון לבין הצד שכנגד מוכרת בישראל, ובארצות רבות אחרות, אולם בד בבד עם ההכרה בזכות זו הציב לה הדין מגבלות וסייגים המצמצמים את תחולתה בהשוואה לקיזוז בין שני צדדים בני פירעון. יסודו של הקיזוז במקרה של אישיות משפטית שנפתח בעניינה הליך של חדלות פירעון היה בסעיף 74 לפקודת פשיטת הרגל,¹⁰ שזו לשונו:

"(א) היו אשראי הדדי או חוב הדדי או עסקים הדדיים אחרים תלויים בין חייב שניתן עליו צו כינוס ובין הבא לתבוע חוב מכוח הצו, ייערך לפיהם חשבון על המגיע מכל צד למשנהו, הסכום המגיע מצד אחד יקוזז כנגד המגיע מהצד האחר ויתרת החשבון, ולא יותר, ייתבע או ישולם, לפי הענין; הוראות סעיף זה לא יזכו אדם בקיזוז כנגד נכסי החייב אם בשעה שנתן אשראי לחייב ידע שהחייב עשה מעשה שאפשר היה להשתמש בו להגשת בקשת פשיטת רגל נגד החייב ביום שהוגשה בקשה שעל פיה הוכרז פושט רגל.

8 שם, בעמ' 476.

9 אם הצד האחר חושש מפעולת קיזוז חד-צדדית, הוא רשאי להתנות מראש ולשלול את תחולתו של סעיף 53 לחוק החוזים.

10 הוראת סעיף 74 לפקודת פשיטת הרגל הוחלה גם על פירוק חברה. ראו ע"א 4316/90 הספקה חברה מרכזית לחקלאים בע"מ (בפירוק) נ' אגרא – אבן יהודה אגודה שיתופית בע"מ, פ"ד מט(2) 133 (התשנ"ה-1995). בעבר התעורר ספק אם הוראת סעיף 74 חלה על הליך של הבראת חברה. תיקון מס' 19 לחוק החברות פתר ספק זה בהחילו על הליך ההבראה את ההוראות החלות בפירוק חברה, ובכללן – הוראת סעיף 353 לפקודת החברות המחילה בפירוק את הוראותיה של פקודת פשיטת הרגל. ראו סעיף 350טז(א) לחוק החברות.

(ב) הקביעה מה הם העסקים הניתנים לקיזוז לפי סעיף זה תיעשה לפי מצבם ביום שבו ניתן צו הכינוס.

ההבנה המקובלת של סעיף זה הייתה כי הוא קבע תנאים נוקשים אשר רק בהתקיימם יוכל הצד שכנגד לקזז את החובות ההדדיים עם חדל הפירעון. משנפתח הליך של חדלות פירעון, לא ניתן היה עוד לקזז חובות הדדיים בין הצדדים לפי הסכם קיזוז ביניהם או לפי סעיף 53 לחוק החוזים. משלב זה, הוראת סעיף 74 לפקודת פשיטת הרגל היא לבדה שמשלה בכיפה.¹¹

18.6 שתיים הן המגבלות שחלו על זכות הקיזוז לפי סעיף 74 לפקודת פשיטת הרגל. המגבלה האחת היא שהסעיף מוציא חובות שנוצרו עקב מתן אשראי לחדל הפירעון על ידי הצד שכנגד בשעה שהצד שכנגד ידע כי חדל הפירעון מצוי בדרכו להליך של חדלות פירעון. זו תמצית הוראתו של סעיף 74(א) סיפא.¹² כאשר האשראי ניתן בנסיבות כאמור, יש רגליים להנחה כי מתן האשראי לא ניתן לחדל הפירעון אלא לשם יצירת ההדדיות בין החובות ורכישת זכות הקיזוז לטובת הצד שכנגד.¹³ בנסיבות אלה, המחוקק שלל את זכות הקיזוז בהיותה גילום של יצירת יתרון לנושה אחד (הצד שכנגד), לעומת יתר נושיו של חדל הפירעון, בתנאים בלתי הוגנים. יצירת היתרון באה על רקע ידיעתו של הצד שכנגד על חדלות הפירעון. בתנאים כאמור, אין זה הוגן שאחד הנושים ינקוט פעולה שתעדיפנו על פני יתר הנושים.¹⁴ המגבלה השנייה היא שהסעיף תחם בזמן את החובות הניתנים לקיזוז. רק חובות הדדיים שהיו ודאיים ביום פתיחת ההליך הקיבוצי ניתנים לקיזוז.¹⁵ לפיכך, קבע בית המשפט העליון שתביעה

- 11 ע"א 4548/91 משקי עמק הירדן אגודה מרכזית חקלאית שיתופית בע"מ נ' הספקה חברה מרכזית לחקלאים בע"מ, פ"ד נגד (4) 16, 8 (התשנ"ט-1999); ע"א 7954/03 אמדאוס דוולופמנט אינק. נ' הבנק למסחר בע"מ (בפירוק) (פורסם בנבו, מיום י"ח אלול התשס"ה, 22.9.2005); ע"א 826/88 אל-על אגודה שיתופית חקלאית ברמות השבים בע"מ נ' קרן החקלאות השיתופית בע"מ, פ"ד מה(2) 247 (התשנ"א-1991); עניין הספקה נ' אגרא, לעיל ה"ש 10.
- 12 הביטוי "החייב עשה מעשה שאפשר היה להשתמש בו להגשת בקשת פשיטת רגל נגד החייב" משמעו "מעשה פשיטת רגל". מעשה פשיטת רגל היה התנהגות של החייב המהווה עילה להגשת בקשה לפשיטת רגל בעניינו. לפירוט ההתנהגויות שהיוו "מעשה פשיטת רגל" ראו סעיף 5 לפקודת פשיטת הרגל.
- 13 עם זה, יש מקום לסייג הנחה זו. הנחה זו תקפה אם בשעה שהצד שכנגד נתן אשראי לחדל הפירעון הוא גם היה חייב כסף לחדל הפירעון. בנסיבות כאמור, אכן מתן האשראי יוצר חובות הדדיים. ברם, אם הצד שכנגד נתן אשראי בלי שהוא חב באותה עת כלפי חדל הפירעון, אזי מתן האשראי בנסיבות האמורות חושף אותו כלפי חדל הפירעון כנושה לא-מובטח. הבעייתיות בקיזוז בנסיבות אלה תתעורר רק אם, לאחר מתן האשראי על ידי הצד שכנגד, ייצרו הצדדים גם חובות נגדית של הצד שכנגד כלפי חדל הפירעון.
- 14 עם זה, בית המשפט העליון לא שלל יצירת זכות קיזוז – בנסיבות שבהן ידע הצד שכנגד על חדלות הפירעון – באמצעות המחאת זכות המערכת צד שלישי. ראו לעיל פסקאות 13.14–13.15.
- 15 פתיחת ההליך הקיבוצי היא משעה שעוכבו הליכים נגד כלל הנושים. על כן, היום הקובע לקיזוז חובות הדדיים בפשיטת רגל היה יום צו הכינוס, כקבוע במפורש בסעיף 74(ב) לפקודת פשיטת הרגל. בפירוק חברה, המועד המקביל היה יום צו הפירוק. ראו עניין הספקה נ' אגרא, לעיל ה"ש 10; עניין אל-על, לעיל ה"ש 11. מינוי מפרק זמני, לעומת זאת, לא שלל את קיזוזם של חובות שהתגבשו לאחר מועד זה. עניין הבנק למסחר, לעיל ה"ש 11. ראו עוד דליה אבן-להב "פירוק חברות – היום הקובע לקיזוז" הפרקליט מח 5 (התשס"ה). בהבראת חברה, קבע בית המשפט העליון כי מתן צו להקפאת הליכים עדיין לא שלל את קיזוזם של חובות שהתגבשו לאחר מועד זה, כל עוד לא אושרה תכנית הבראה לחברה. ראו ע"א 1689/03 כרטיסי אשראי לישראל בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד נח(6) 126, 133, 137–139 (התשס"ד-2004) (בעניין אוקיינוס שירותי נופש בע"מ (בכינוס נכסים ובפירוק)). להחלת דין הקיזוז של פקודת

של הצד שכנגד כלפי חדל הפירעון, שבמועד הקובע הייתה מותנית, כגון תביעתו של ערב שטרם פרע את חובו באותה שעה, אינה ניתנת לקיזוז כנגד חוב שהצד שכנגד חב לחדל הפירעון.¹⁶

ג. ההצדקות לקיזוז

- 18.7 לאור מהות פועלו של הקיזוז בעת חדלות פירעון, נשאלת השאלה מה הן ההצדקות שביסוד דין הקיזוז בנסיבות אלה. מדוע מכבד הדין את הקיזוז ומאפשר לצד שכנגד להיפרע במלוא חובו, ואילו נושים אחרים אינם נפרעים? הטעמים העיקריים המובאים בפסיקה ובספרות להצדקת הזכות הם אלה:
- (א) הקיזוז בין הצדדים הוא הוגן וצודק.
 - (ב) הקיזוז משקף את החשבון הכספי האמיתי בין הצדדים.
 - (ג) הקיזוז מייעל את הליכי גביית החובות, מפשט ומקצרם.
 - (ד) הקיזוז הוא תחליף לשעבוד.

1. צדק והגינות

18.8 צדק והגינות בין הצדדים הם הנימוק העיקרי והבולט מכול המובא בפסיקותיו של בית המשפט העליון לתמיכה בזכות הקיזוז.¹⁷ בפסקי דין שונים חזר בית המשפט וציטט את הדברים הבאים שכתב השופט זוסמן בעניין קופלמן:¹⁸

"לא כקיזוז רגיל קיזוז חובות בפשיטת-רגל. קיזוז רגיל משמש למניעת תביעות הדדיות מיותרות. עריכת חשבון של החובות ההדדיים מראה את היתרה שפלוגי חב לאלמוני, ועם תשלום היתרה שנתבררה חוסלו כל החובות ההדדיים. ואילו קיזוז בפשיטת-רגל משמש את המטרה למנוע אי-צדק היכול להיגרם עקב פשיטת-הרגל של אחד הצדדים. מקום שפלוגי חייב לאלמוני 100 לירות ואלמוני חייב לפלוגי אותו סכום, אך פלוגי פושט את הרגל, אין נאמנו של פלוגי משלם לאלמוני אלא את הדיווידנד, ואילו אלמוני שלא פשט את הרגל חייב לשלם לנאמן את מלוא חובו".

ציטוט זה של השופט זוסמן נסמך, בין השאר, על התפישה האנגלית הרווחת מאמצע המאה ה-19.¹⁹ בית המשפט נשען על השקפה בסיסית שלפיה קביעה בדין כי בין שני צדדים האחד יידרש לקיים את

פשיטת הרגל גם בהבראת חברה לאחר תיקון מס' 19 לחוק החברות ראו לעיל ה"ש 10. התאריך הקובע לעניין דין הקיזוז לפי התיקון האמור היה יום צו הקפאת ההליכים – סעיף 350טז(א)(1) לחוק החברות. ראו עניין **הספקה נ' אגרא**, לעיל ה"ש 10; עניין **אל-על**, לעיל ה"ש 11. לביקורת על פסיקה זו, שדעת המיעוט בעניין **הספקה** מצטרפת אליה, ראו שלום לרנר "קיזוז חיובים מותנים בפשיטת רגל" **משפטים** כב 219, 224 (התשנ"ג).

17 ראו, למשל, עניין **הספקה נ' אגרא**, לעיל ה"ש 10, בעמ' 141.

18 ע"א 41/68 **קופלמן נ' הנאמן בפשיטת-רגל של מאיר גרבר**, פ"ד כב(2) 19, 22 (התשכ"ח-1968).

19 אכן, לתמיכה בנימוקו זה מאזכר השופט זוסמן את פסק הדין האנגלי: Forster v. Wilson, 152 E.R. 1165 (1843). השו"ג אצל SHEELAGH (1843). RORY DERHAM, THE LAW OF SET-OFF 244–245 (3rd ed., 2003); McCracken, THE BANKER'S REMEDY OF SET-OFF 47–53 (1993).

מלוא חיובו ואילו האחר לא יקיים את חיובו הנגדי במלואו, כי אם רק את חלקו, אינה הגונה והיא נוגדת את הצדק בכל תנאי ובכל הנסיבות. בית המשפט קידש כאן אפוא עיקרון חוזי רחב וחשוב: העיקרון של קיום הדדי של חיובים נגדיים בין הצדדים.²⁰

2. שיקוף החשבון הכספי האמיתי בין הצדדים

18.9 האוחזים בנימוק זה להצדקת הקיזוז טוענים כי כאשר שני צדדים חבים כסף זה לזה, אין מדובר, לאמיתו של דבר, בשני חיובים כספיים נוגדים כי אם בחוב כספי יחיד בשיעור ההפרש בין שני החיובים הנוגדים. לשיטתם, המערכת הכלכלית האמיתית בין הצדדים מחייבת להתחשב רק ב"שורה התחתונה" של החישוב הכספי. כלומר, מבחינה מהותית, רק צד אחד חב לרעהו, והסכומים הנגדיים אינם משקפים חיוב אמיתי של כל צד כלפי רעהו. בית המשפט המחוזי בחיפה, מפי השופט יצחק עמית, ביטא רעיון זה במובהק.²¹ לדבריו, "אם לחייב של החברה יש במועד הפירוק חוב מגובש כלפי החברה, אזי על פי הדין המהותי הוא זכאי לקזז את חובו לחברה מול חוב החברה כלפיו – סעיף 53 לחוק החוזים (חלק כללי). לכן, ספק אם מלכתחילה יש לראות את חובו לחברה כחלק ממסת הנכסים העומדת לזכות הנושים". היינו, משעה שהתגבשו חובות נגדיים הרי הם, מאליהם, אינם קיימים עוד כלל ועיקר.

3. ייעול ההליכים לגביית החובות, פישוטם וקיצורם

18.10 טעם נוסף לתמיכה בזכות הקיזוז הוא שקיזוז החיובים הנגדיים יפשט את גביית החובות מכל צד, ויזרזם. במקרה שאחד הצדדים לא יפרע את חובו כלפי הצד שכנגד, יוכל האחרון – באופן חד-צדדי – לקזז את חיוביהם הנגדיים ובכך לפורעם. פעולה זו תחסוך לו את הצורך לכתת רגליו לבית המשפט, לנהל תביעה אזרחית מתמשכת ולהיזקק בהמשך אף לרשויות ההוצאה לפועל. החיסכון בזמן הגבייה ובעלויותיה עשוי להיות ניכר מאוד. פישוט הגבייה באמצעות קיזוז חיובים נגדיים אף מסיר מעט מן הנטל הכבד הרובץ על בתי המשפט ומקל במשהו את עומס התיקים המכביד על תפקודה של מערכת המשפט.

4. קיזוז כתחליף לשעבוד

18.11 קיזוז חובות ריוח במיוחד בין חשבונות בנקים שונים של לקוח. הבנקים נוהגים, כמצוות אנשים מלומדה, לקזז את התחייבויותיהם הכספיות כלפי לקוחותיהם כנגד זכותם לגבות מלקוחותיהם אשראי שניתן לאחרונים. קיזוז חובות על ידי מוסדות פיננסיים ניתן להצדקה מטעם נוסף. החיובים הכספיים התלויים ועומדים בין הצדדים בשעת מתן האשראי מצד המוסד הפיננסי משמשים אותו כבטוחה

20 למעשה, באופן זה או אחר עיקרון זה עומד ביסוד התמיכה של הפסיקה באמצעי עדיפות אחדים, כגון שיעור הבעלות והעיכבון, אשר נדונו בפרק הקודם, ותיקון הפרות עבר כתנאי להמשך קיומו של חוזה נמשך, אשר נדון בפרק ארבעה-עשר. ראו, למשל, ע"א 79/89 סולל בונה בע"מ נ' אחים גולדשטיין חברה לשיכון ופיתוח בע"מ (בפירוק), פ"ד מו(3) 58, 66 (התשנ"ב-1992) ("כאשר פלוני נותן שירות או מוכר נכס, ומקבל השירות או הקונה אינו משלם את התמורה, רק טבעי הוא, שפלוני יסרב למסור את הנכס המצוי בשליטתו, והמשפט, במוסד העיכבון, מכיר באקט זה כחוקי").

21 פש"ר (מחוזי חי') 220/02 המפרקים הזמניים של מועדון הכדורגל הפועל חיפה בע"מ (בפירוק) נ' ההתאחדות לכדורגל בישראל, פסקה 7 (פורסם בנבו, מיום י"א שבט התשס"ז, 30.1.2007).

לפירעון החוב מצד לקוחו. יתרות הזכות שיש ללקוח כלפי אותו מוסד פיננסי משמשות בידי האחרון תחליף לשעבוד להבטחת קיום חיובו של הלקוח כלפיו. זוהי בטוחה זמינה, נזילה ופשוטה למימוש. בפרקים קודמים הראיתי כי עדיפותם של שעבודים לטובת מוסדות פיננסיים בעת חדלות פירעון של לקוחותיהם היא מוצדקת, באשר היא משפרת את הפיקוח הכללי על התנהגות החייבים עובר לחדלות פירעונם.²² בהיות הקיזוז בטוחה מקבילה, או חלופית, לזכות השעבוד, הוא עשוי להמריץ את הבנק באופן דומה לפקח כיאות על התנהגות לקוחותיו. בעבור מוסדות פיננסיים, הקיזוז והשעבוד הם תאומים משלימים. לפיכך, ראוי להכיר בכורתו של הקיזוז לטובתם של מוסדות אלה כשם שמכירים בכורתו של שעבוד לטובתם.²³

ד. ביקורת על זכות הקיזוז

18.12 הטוען כי קיזוז חיובים נגדיים מגשים עקרונות של צדק ושל הגינות, הטוען כי קיזוז החיובים מבטא את החשבון הכספי האמיתי בין הצדדים וראיית הקיזוז כתחליף לשעבוד, הם שלושת הטענות העיקריים בעד ההכרה בעדיפות הקיזוז לטובת כל צד המבקש להיבנות ממנו.²⁴ ברם, טיעונים אלה אינם נקיים מביקורת. הטוען בדבר צדק והגינות אינו משכנע כאשר אחד הצדדים הוא חדל פירעון. הטוען בדבר שיקוף החשבון הכספי האמיתי בין הצדדים נכון בנוגע לחיובים מסוימים, אולם אינו מתאים לחיובים אחרים. כן הדבר אף בנוגע לראיית הקיזוז כתחליף לשעבוד. נבהיר ביקורות אלה כסדרן.

1. הגינות והדדיות בעת חדלות פירעון

18.13 קיזוז חיובים נגדיים הוא פעולה הגונה. אכן, התחושה הטבעית כמעט של כל אדם בר דעת היא כי אין זה צודק שצד אחד ידרש לשלם את מלוא חיובו לצד האחר, ובה-בשעה הוא יוכל לגבות מן הצד האחר רק חלק מחיובו של זה כלפיו. כאשר דורשים מאדם שיקיים את מלוא חיובו כלפי רעהו, זכאי אותו אדם לצפות שרעהו יקיים אף הוא את חיוביו במלואם. ברם, השקפה בסיסית זו מתמקדת בנקודת ראותם של שני הצדדים בעלי החיובים הנגדיים. אכן, ביניהם, הצדק דורש הדדיות מלאה. אולם, בשעה שאחד הצדדים הוא חדל פירעון, לא מערכת היחסים ההדדית בין שני צדדים אלה היא העיקר, כי אם מערך הזכויות היחסיות בין כל נושה כשלעצמו לבין יתר נושיו של החייב.²⁵ עיקר הבחינה הראויה הוא מה ראה הדין לזכות את הצד שכנגד, באמצעות הקיזוז, בפירעון מלא של תביעתו, בעוד שנושיו האחרים של חדל הפירעון לא ייפרעו כן.²⁶ פירעון מלא לאחד הנושים משמעו הותרת

22 לעיל פרק חמישה-עשר ופרק שישה-עשר.

23 ע"א 1226/90 **בנק לאומי לישראל בע"מ נ' הסתדרות הרבנים דאמריקה**, פ"ד מט(1) 177, 204–206 (התשנ"ה-1995). השוו לרנר, לעיל ה"ש 16.

24 הטוען בדבר היות הקיזוז תחליף לשעבוד כוחו יפה בנוגע למוסדות כספיים דווקא.

25 ראו עוד לעיל פסקאות 1.15–1.20.

26 עניין **הסתדרות הרבנים דאמריקה**, לעיל ה"ש 23, בעמ' 199 ("שלוש התכליות שזכות הקיזוז נועדה להגשים – מניעת העול הנובע מאכיפת התחייבויותיו של צד לחוזה בשעה שהתחייבות כלפיו הופרה; הצגה מהימנה של מכלול היחסים שבין הצדדים; וחיסכון בהליכים משפטיים מיותרים – מצויות במישור

פחות משאבים לאחרים. זו היא סטייה מן השוויון בין הנושים. האם תחושת הצדק ההדדי בין הצדדים לבין עצמם מצדיקה את הסטייה מן השוויון בין הנושים? ²⁷ הלא כל הנושים זכאים מבחינה משפטית להיפרע במלוא תביעותיהם מחדל הפירעון. כל אחד מהם מילא את חיובו כלפי חדל הפירעון ונותר בעקבות זאת נושה הממתין לפירעון. האם צודק שנושים אלה, אשר קיימו את חיוביהם, לא יקבלו את התמורה הנגדית במלואה? מדוע מי שהחיובים ההדדיים בינו לבין חדל הפירעון עודם תלויים ועומדים בו-בזמן ייהנה מפירעון מלא, ואילו אלה שהקדימו וקיימו את חיובם מרצון יינזקו ולא ייפרעו אלא בחלק יחסי מן המגיע להם על פי דין? ²⁸ שיקול הצדק וההגינות ההדדית אינו משקיף מעיקרו על התמונה המרחבית, התלת-ממדית. מלכתחילה הוא רואה לנגד עיניו אך שני צדדים ליחסים משפטיים מנוגדים. ברם, לא זו ההשקפה הנכונה לנסיבות של חדלות פירעון. ההשקפה הנכונה היא השקפה תלת-מדית המקשרת בין הצד שכנגד לכל אחד מיתר נושי חדל הפירעון. הצדק שיש לבחון הוא הצדק היחסי ביניהם, כאשר חדל הפירעון הוא גורם בתוך. הוא חסר נפקות בעניין זה. אכן, בהתמודדות זו שבין הצד שכנגד לבין יתר נושיו של חדל הפירעון מן הנמנע שהעניין הכלכלי והמשפטי של כל המעורבים בדבר יוגשם במלואו. זו, בתמצית, מהותה של חדלות פירעון. השאלה היא אפוא שאלה של מדיניות: את מי מאלה רואה הדין לנכון להעדיף יותר? היש לאחד מן המעורבים זכות משפטית הראויה ליחס מיוחד? האם זכות אחת עדיפה על פני האחרת? אם המסקנה תהיה כי אין שיקול מדיניות מיוחד המצדיק הכרה בבכורת הצד שכנגד, הוא ייאלץ לקיים את חיובו כלפי חדל הפירעון בלא שהחיוב כלפיו יקוים במלואו.

18.14 "חוסר צדק" זה אינו זר למשפט. לא פעם נאלץ המשפט להכריע בין שני זכאים נטולי אשם. בהכריעו כך, אחד מהם נכווה. אולם אין דרך של ממש להימנע מכך. דוגמה להכרעה כאמור היא תקנות השוק למיניהן.²⁹ ההתמודדויות המשפטיות שבהן נדרש המשפט לתקנות שוק ומכריע על פיהן הן התמודדויות בין שני צדדים תמי לב, אשר אין דופי ואשם בהתנהגותו של כל אחד מהם, המתמודדים שניהם על משאב משותף. ההתנגשות בין שני המתמודדים נגרמת בגלל דמות ביניים אשר, מבחינה

היחסים שבין הצדדים הישירים לחוזה. מתכליות אלו לא ניתן לגזור את עדיפותו של בעל זכות הקיזוז על פני נושים אחרים". ראו גם שם, בעמ' 204 ("...זכות הקיזוז נועדה למנוע את העיוות העלול להיגרם עקב התבוננות מבודדת על כל חיוב בנפרד, אולם היא לא התיימרה אגב כך ליצור עיוות חדש, הנגרם עקב העדפת בעל זכות הקיזוז על פני יתר הנושים. על-כן, אין לגזור גזירה שווה מההכרה בזכות הקיזוז במישור היחסים שבין החייב לנושה כאשר החייב סולוונטי, למישור היחסים שבין בעל זכות הקיזוז לשאר הנושים כאשר החייב אינו סולוונטי").

27 יודגש, הדיון בפסקה זו מקביל ומתאים לדיון בתקפות של תנאים מפסיקים בחוזה מחמת חדלות פירעון של אחד הצדדים, שפורט לעיל בפסקאות 14.30–14.39. ברם, בהקשר הנוכחי, בעניין קיזוז, אין מדובר בהתניה חוזית מראש, אלא בפעולת קיזוז בדיעבד. לכן, לא עקרונות של חופש החוזים עומדים כאן, כי אם שיקולי צדק והגינות בין הצדדים.

28 עניין הסתדרות הרבנים דאמריקה, לעיל ה"ש 23, בעמ' 203 ("דומה כי ההכרה בזכות הקיזוז בפשיטת-רגל תיקנה את העוול שנגרם לנושה, בעל זכות הקיזוז, שבאופן אקראי לחלוטין מחזיק ב'נכסו' של החייב, בעוול שנגרם לכלל הנושים. שכן ההכרה בזכות הקיזוז במצבים של חדלות פירעון מקטינה את מסת הנכסים העומדת לחלוקה, וממילא את שיעור הדיווידנד שיקבל כל נושה").

29 סעיף 34 לחוק המכר, התשכ"ח-1968; סעיף 10 לחוק המקרקעין, התשכ"ט-1969; סעיף 5 לחוק המשכון, התשכ"ז-1967; סעיף 28 לפקודת השטרות [נוסח חדש]. לדיון בתקנות שוק אלה ראו האסמכתאות המובאות לעיל בפסקה 17.50, ה"ש 106.

מעשית, אינה בנמצא בשעה ששני המתמודדים מבקשים לאכוף את זכותם בנוגע למשאב. כך, למשל, תקנת השוק בדיני שטרות, המכונה בלשון פקודת השטרות "אחיזה כשורה"³⁰ תקנת שוק זו באה לידי ביטוי בתרחיש כדלקמן: ראובן מושך שטר לפקודת שמעון, כנגד התחייבותו של שמעון להעביר לידי נכס בעל ערך כלכלי או לספק לו שירות כלשהו. בטרם קיים שמעון את התחייבותו כלפי ראובן, סיחר שמעון את השטר לפקודתו של לוי, כנגד רכוש שלוי מסר לשמעון בפועל או שירות שלוי שירת את שמעון. שמעון נעלם בלי לקיים את התחייבותו כלפי ראובן. לוי מופיע ודורש מראובן כי יפרע את השטר שאותו הוא משך.³¹ ראובן יבקש להתגונן בטענה כי אין הוא מחויב לכבד את השטר שמשך לפקודת שמעון כל עוד שמעון לא קיים את התחייבותו הנגדית כלפיו. לשון אחר, ראובן טוען כי נדרש קיום הדדי של חיובים נגדיים, וכי כאשר צד אחד אינו מקיים את חלקו, אין זה צודק שהצד האחר יידרש בכל זאת לקיים את חיובו. ואולם, חרף טענה "טבעית" זו של ראובן, הדין קובע תוצאה אחרת. תקנת השוק פועלת בנסיבות אלה לטובת לוי. ראובן יאלץ לשלם את השטר ללוי. לאחר מכן יאלץ ראובן לכתת רגליו במאמצים לאתר את שמעון ולתובעו על הפרת החוזה ביניהם. אלמלא תקנת השוק, היה ראובן מתגונן בהצלחה בהסתמך על טענת ההדדיות.³² או-אז היה לוי מפסיד מבחינה כלכלית. לאחר ששילם לשמעון בעד השטר, היה השטר שהוא אוהז מתגלה כנייר חסר ערך. לוי הוא זה שהיה נדרש לכתת רגליו ולתבוע את שמעון על הנזק שזה הסב לו. תקנת השוק היא אפוא דוגמה מובהקת לנסיבות שבהן הדין נדרש להכריע בין צדדים רחוקים, כאשר לזכות אחד מהם עומדת טענת ההדדיות. ואף על פי כן, הדין מתמקד, ובצדק, בהכרעה ערכית בין הצדדים הרחוקים. השיקול בדבר ההדדיות כוחו יפה בין הצדדים הקרובים (בדוגמה שהובאה לעיל: ראובן ושמעון), אולם אין בו כדי לקבוע לברו את התוצאה הראויה בבחינת מעמדם היחסי של צדדים רחוקים. התפישה המשפטית היא כי ישנם שיקולים נוספים אשר יש בכוחם להכריע את הכף כנגד הצדק שבהתעקשות להבטיח קיום הדדי של חיובים. בנסיבות של תקנת השוק, שיקול כאמור הוא שיקול של קידום חיי המסחר. ההכרעה לטובת הצד השלישי תנסוך ביטחון בקיום עסקאות, דבר אשר יעודד התקשרות בעסקאות יעילות בשוק. שיקול כאמור מכריע את טענת ההדדיות.

- 30 ראו סעיפים 28, 37(2) לפקודת השטרות [נוסח חדש].
- 31 אם מדובר בשטר חליפין או בשיק, יידרש לוי להציג תחילה את השטר לנמשך לפירעון כראוי. רק אם הנמשך לא כיבד את השטר, כלומר השטר חולל, ולוי שלח לראובן, המושך, הודעת חילול, יוכל לוי לתבוע את אכיפת השטר כלפי ראובן. ראו סעיפים 44(א), 55(א)(1), לפקודת השטרות [נוסח חדש]; שלום לרנר **דיני שטרות** 263–264 (מהדורה שנייה, התשס"ז).
- 32 בדיני השטרות נהגה במשך שנים הלכת **גויסקי** – ע"א 333/61 **גויסקי נ' מאיר**, פ"ד טז 565 (התשכ"ב-1962). לפי הלכה זו, אם שמעון סיחר את השטר ללוי טרם שהוא הפר את חוזהו עם ראובן, יוכל לוי לגבות את השטר בהצלחה מראובן אפילו לוי אינו אוהז כשורה. ברבות השנים בוקרה הלכת **גויסקי** קשות. ראו ע"א 1560/90 **ציטיאט נ' הבנק הבינלאומי הראשון בע"מ**, פ"ד מח(4) 498, 526–527 (התשנ"ה-1994); שלום לרנר "שטר ביטחון וזיכוי חשבון בנק כמתן ערך בשטרות" **משפטים** יז 71 (התשמ"ז); מנחם מאוטנר "שטר ביטחון – חוזה הכפוף לתנאי מתלה, נכס ממושכן ובעיית התמורה והערך" **עיוני משפט** יב 205 (התשמ"ז). לצמצום יתרונותיו של הצד השלישי האוחז בשטר לנסיבות של תקנת שוק בלבד, ראו דנ"א 258/98 **צמח נ' שלשבסקי**, פ"ד נה(4) 193 (התשנ"ט-1998). כעבור למעלה מיובל שנים מאז שנפסקה, ביטל בית המשפט העליון את הלכת **גויסקי**. ראו רע"א 8301/13 **טל טריידינג קורפ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ** (פורסם בנבו, מיום י"ב כסלו התשע"ו, 24.11.2015); דנ"א 8447/15 **בנק לאומי לישראל בע"מ נ' טל טריידינג קורפ** (פורסם בנבו, מיום כ' אלול התשע"ז, 11.9.2017).

18.15 נמצאנו למדים אפוא כי, כאשר בהתמודדות בין צדדים רחוקים עסקינן, שיקול ההדדיות אינו עוד שיקול מכריע בקביעת התוצאה המשפטית. דברים אלה כוחם יפה אפוא אף בחדלות פירעון. כאשר הצד שכנגד טוען לקיזוז, הוא מתמודד עם צד רחוק: יתר נושיו של חדל הפירעון. שיקולי המדיניות שיש לשיקול בנסיבות אלה, לפני שתאומץ טענת הקיזוז או שתידחה, הם שיקולים רחבים ומורכבים יותר. יש לאזן ולהכריע בין טענת ההדדיות שמעלה הצד שכנגד, מחד גיסא, לבין השיקול המהותי של שוויון בין כל נושי חדל הפירעון, מאידך גיסא. כשם שחייבים לו, כך חייבים לאחרים. יתר הנושים אינם נהנים מהדדיות בקיום חיוביהם הנגדיים. הם קיימו, חדל הפירעון – לא. קיזוז ייחנה את הצד שכנגד בטובת הנאה שתימנע מיתר הנושים. לעניות דעתי, פרימת השוויון בין הנושים טעונה הצדקה עניינית יותר מטענת ההדדיות גרידא.

2. הקיזוז משקף את החשבון הכספי האמיתי בין הצדדים

18.16 טענה שנייה בזכות הקיזוז היא שפעולה זו מציגה באופן מהימן את החשבון הכספי האמיתי שבין הצדדים. לפי טענה זו, אין חיובים כספיים נגדיים. לאמיתו של דבר, בשורה התחתונה, קיים חיוב רק בכיוון אחד, או של חדל הפירעון כלפי הצד שכנגד או להפך – וזאת, בשיעור שבו סכום אחד החיובים עורך על הסכום הנגדי. לפיכך, אין כאן הפרה של השוויון. מעיקרא, אין חיוב כלפי הצד שכנגד הטעון פירעון.³³ ברם, אף טענה זו אינה מדייקת כל צורכה. השימוש בזכות הקיזוז נעשה בנסיבות מגוונות ושונות. הצדדים המקזזים הם בעלי תחומים שונים של פעילות עסקית. אף החיובים המקזזים נושאים אופי מגוון. החיובים הכספיים המקזזים הם, יותר מכול, חיובים נגדיים שבין בנק ללקוחו. ענף הבנקאות אכן פועל כל העת על סמך קיזוז חיובים. זהו לחם חוקן. יתרות בחשבונותיהם של הלקוחות משתנות מעת לעת. לעתים מצוי חשבון ביתרת חובה ולעתים ביתרת זכות. לקוחות רבים מנהלים חשבונות בנק אחדים באותו הבנק. בכל עת, חשבונות אחדים של הלקוח עשויים לעמוד ביתרת זכות ואחרים ביתרת חובה. לפיכך, מבחינת הבנקים, ההתחשבות הכוללת ביניהם לבין לקוחותיהם מתבססת על יחסים ממושכים, ומודגשים בה קביעת "השורה התחתונה" וחילוצה. בנסיבות כאמור, אכן דומה כי זכות הקיזוז היא חלק מהותי ובלתי נפרד ממערכת החיובים שבין בנק ללקוחותיו.³⁴ במערכת יחסים כאמור יש בסיס להתבוננות במכלול יחסי הבנק והלקוח, בכל חשבונותיו, כבמקשה אחת.³⁵

33 לעיל פסקה 18.9.

34 להנהגת זכות קיזוז בעת חדלות פירעון של אחד הצדדים לעסקאות בניירות ערך, או בעסקאות נגזרות בשוק הפיננסי בישראל ובזירה הבין-לאומית, ראו להלן פסקאות 18.19–18.20.

35 עם זה, ניתן להקשות על השקפה כוללת זו. אם אמנם כל החשבונות ארוזים יחדיו וכרוכים זה בזה, מדוע מפרידים ביניהם הבנקים לצורך חישוב שיעורי ריבית והשאת רווחיהם? סוף סוף, הבנקים מחייבים את הלקוח בריבית גבוהה יחסית על החשבונות המצויים ביתרות חובה ומזכים אותו בריבית נמוכה בהרבה על אותם חשבונות המצויים ביתרת זכות. ראו גם את החלטת בית המשפט המחוזי אשר צוטטה על ידי בית המשפט העליון בעניין הסתדרות הרבנים דאמריקה, לעיל ה"ש 23, בעמ' 185–186.

18.17 דא עקא, הטוענים לזכות קיזוז והמבקשים להיבנות הימנה אינם רק צדדים המשתתפים במערכת עסקית המבוססת על סליקת חיובים כספיים מנוגדים. זאת ועוד, לא אחת, החיובים הכספיים המנוגדים, שאותם מבקש הצד שכנגד לקזז, אינם חיובים הנובעים מהגשמת עסקאות בין הצדדים, כי אם מכשל כלשהו ביחסים שביניהם. לעתים, חדל הפירעון מפר את חיובו כלפי הצד שכנגד או מסב לו נזק כספי. ההפרה או הנזק יוצרים לצד שכנגד עילת תביעה כספית כלפי חדל הפירעון. עילת תביעה זו אינה קשורה לחיוב הכספי שהצד שכנגד חב לחדל הפירעון עקב קיום עסקה ביניהם. עניין **אוקיינוס** משמש דוגמה לטענת קיזוז כאמור.³⁶ בפרשה זו ביקשה חברת כרטיסי אשראי לקזז מן התשלומים שהייתה מחויבת בהם כלפי חברת תיירות, עקב שירותי תיירות שהעניקה חברה זו ללקוחות המחזיקים בכרטיסי אשראי, את סכום החוזרים שחברת האשראי נאלצה להחזיר ללקוחות של חברת התיירות. החוזרים אלה נבעו מחוסר יכולתה של חברת התיירות לספק ללקוחות חבילות נופש שבעבורן הם הקדימו ושילמו בכרטיסי האשראי.³⁷ הצד שכנגד (חברת כרטיסי האשראי) ביקש אפוא להפחית מתשלומים שהוא מחויב בהם כלפי חדל הפירעון (חברת התיירות) עקב קיום עסקאות, סכומים שחדל הפירעון חב לו על פי דין עקב נזק שסבל הצד שכנגד בגלל אי קיום עסקאות מצד חדל הפירעון. טענת קיזוז דומה, בין חוב שנוצר כלפי חדל הפירעון במהלך קיום עסקה בין הצדדים לבין חוב כספי המבטא נזק לצד שכנגד עקב אי קיומה של הוראה שהוא נתן למנהלי חדל הפירעון, עלתה בעניין **הבנק למסחר**.³⁸ החיובים הכספיים הנגדיים הנוצרים בנסיבות כאמור אינם משקפים מהלך עסקים רחב וכולל הנבחן על יסוד "השורה התחתונה". חיובים אלה משקפים מצב **אקראי** של קיום חובות נגדיים בין הצדדים שאינו קשור בטבורו לאופן ניהול העסקים ביניהם. הלכת "השורה התחתונה" אינה מתאימה לחיובים כאמור. על כן, קיזוז חיובים נגדיים בנסיבות כאמור אינו ניתן להצדקה על יסוד הטענה האמורה.

3. הקיזוז כתחליף לשעבוד

18.18 ההצדקה השלישית לקיזוז זכויות בין חדל פירעון לבין הצד שכנגד היא שהקיזוז משמש, הלכה למעשה, אמצעי חלופי לזכות שעבוד בנכסי החייב. ההצדקות הכלכליות לזכות השעבוד יצדיקו אפוא בהתאמה אף את ההכרה בזכות הקיזוז. כפי שהובהר לעיל, הצדקה זו כוחה יפה דווקא בנוגע להפעלת זכויות קיזוז בין מוסדות כספיים הנשענים בפעילותם הפיננסית השוטפת על אפשרות הקיזוז כעל

36 עניין **אוקיינוס**, לעיל ה"ש 15.

37 הלקוחות היו זכאים לבטל את התשלומים שבהם התחייבו קודם לכן כלפי חברת האשראי מכוח סעיפים 9 ו-10 לחוק כרטיסי חיוב, התשמ"ו-1986. סעיף 9(ב) לחוק מזכה את הלקוח בהחזר כספי מן המנפיק כאשר העסקה ברצעה ב"מסמך חסר" והלקוח הודיע למנפיק בתוך 30 יום על אי ביצוע העסקה או השלמה שאינה נכונה של מסמך העסקה. סעיף 9(א) לחוק מגדיר "עסקה במסמך חסר" כ"עסקה בין לקוח לבין ספק, שבה לא הוצג כרטיס אשראי, או שבמסמך המעיד עליה לא צוינו פרטים כאמור בסעיף 8 [כלומר, פרטים אישיים של הלקוח – ד' ה'], או עסקה שהמסמך המעיד עליה לא נחתם בידי הלקוח". סעיף 10 מזכה את הלקוח בהחזר כספי מן המנפיק אם העסקה נעשתה בתשלום נדחה, והלקוח הודיע למנפיק שהנכס שנרכש באותה עסקה לא סופק לו ושהוא ביטל את העסקה.

38 לעיל ה"ש 15.

בטוחה זמינה.³⁹ הקיזוז הוא חלק מתכנונם העסקי ואחד מאמצעי הפיקוח שלהם על התנהלותו הכספית של הצד שכנגד. דא עקא, בדומה לביקורת על "הלכת השורה התחתונה", הצדקה זו אינה מתאימה לקיזוז חובות הדדיים הנוצרים באקראי. כך, למשל, בנסיבות שבהן ההדדיות נוצרת בין הצדדים עקב המחאת זכות מצד שלישי לידי אחד מהם. הניחו, למשל, כי שמעון חייב לראובן 100. כן הניחו כי ראובן חייב ללוי 100. עתה הניחו כי, כחלק מהיחסים המסחריים ביניהם, המחאה לוי לשמעון את זכות תביעתו כלפי ראובן. לבסוף הניחו כי שמעון הפך לחדל פירעון. עקב ההמחאה נוצרו חיובים כספיים הדדיים בין ראובן לבין שמעון. ברם, מבחינה מהותית ראובן לא הסתמך מעולם על קיזוז אפשרי זה כעל בטוחה ביחסיו עם שמעון. בנסיבות אלה, מלבד הדדיות אקראית אין הצדקה כלכלית של ממש להכיר בזכות קיזוז לטובת ראובן, ולהעדיפו על פני הנושים של שמעון.⁴⁰

ה. קיזוז לפי חוק הסכמים בנכסים פיננסיים, התשס"ו-2006

18.19 לקיומה של זכות קיזוז או להיעדרה תיוודע חשיבות רבה בזירות המסחר בשווקים הפיננסיים החדשניים. כך, למשל, סוחרי הבורסות השונות הקיימות בעולם – בורסות לניירות ערך, לסחורות, למכשירים פיננסיים עתידיים או לפרחים – מזרימים כל העת לזירת המסחר פקודות מכירה וקנייה בשמם או בשם לקוחותיהם. פקודות מנוגדות אלה יוצרות, מניה וביה, חיובים כספיים נגדיים. בתום כל תקופת מסחר, בין על בסיס יומי ובין על בסיס אחר, אותו סוחר נדרש להסדיר את חיוביו הכספיים הכוללים, כמו גם את חיוביו הכספיים של כל אחד מלקוחותיו, כלפי מסלקת הבורסה. בשל היקף המסחר העצום, הבורסה אינה מסוגלת לטפל בכל פקודת מכירה או קנייה בפני עצמה, ומן ההכרח ללכד את כל הפעילות מול סוחר מסוים, או מול לקוחו, יחדיו ולהציג את "השורה התחתונה" של החיובים הכספיים הנגדיים.⁴¹ אכן, בשוק הבין-לאומי הלכידות האמורה והקיזוז המשלים אותה מכונים בשם: netting.⁴² הסכם מסגרת לדוגמה (master agreement), המסדיר את ה-netting בין הצדדים במקרה שאחד מהם נקלע להליך של חדלות פירעון, פורסם מטעם הארגון הבין-לאומי לקידום עסקאות נגזרות והסדרתן. International Swaps and Derivatives Association, Inc.⁴³ השווקים הפיננסיים ביותר מארבעים ארצות ברחבי העולם פועלים על פי כללי הפעולה המותווים בהסכם המסגרת האמור.

39 לעיל פסקה 18.11.

40 ראו גם DERHAM, לעיל ה"ש 19, בעמ' 245–246.

41 כדוגמה לכך משמשת מערכת הסליקה של איגוד חברות התעופה IATA מול חברות התעופה החברות בו.

ראו British Eagle v. Comapgnie Nationale Air France [1975] 2 All E.R. 390.

42 Loretta DeSourdy, *New Legislation on Netting and Payments Finality*, 62 RESERVE BANK OF NEW ZEALAND BULLETIN, No. 2 61 (1999), available at: http://www.rbnz.govt.nz/research/bulletin/1997_2001/1999Jun62_2Desourdy.pdf

43 <http://www.isda.org>

18.20 לפני למעלה מעשור שנים נחקק בישראל חוק הסכמים בנכסים פיננסיים, התשס"ו-2006. חוק זה עוסק בחישוב ההתחייבויות הכספיות ההדדיות התלויות ועומדות בין צדדים להסכם מסגרת, בשעה שאחד הצדדים להסכם נקלע להליך של חדלות פירעון.⁴⁴ בדומה להסכם המסגרת לדוגמה הנזכר לעיל, עוסק החוק בהסכמי מסגרת בנוגע לעסקאות מכר חוזר בניירות ערך או לעסקאות נגזרות – כלומר, עסקאות במוצרים שערכם נגזר מנכס בסיס.⁴⁵ דוגמאות לעסקאות כאמור הן עסקאות future, forward, swap, וכיוצא באלה. חוק זה קובע כי בעת הליך של חדלות פירעון יחושב הערך הנקי, או "השורה התחתונה", של ההתחייבויות הכספיות השונות התלויות ועומדות על פי הסכם מסגרת כאמור.⁴⁶ כלומר, יקוזזו כל ההתחייבויות הנוגדות ויחולק רק ערך סופי שאותו חב חדל הפירעון לצד שכנגד או להפך, לפי העניין. חוק זה נועד לשלב את השוק הפיננסי הישראלי בזירה הבין-לאומית באמצעות הקניית ודאות משפטית בנוגע לגורלם של חיובי הצדדים להסכמים כאמור בעת הליך של חדלות פירעון של אחד הצדדים.⁴⁷ חוק הסכמים בנכסים פיננסיים תואם אפוא את עמדת האישי שלפיה זכות הקיזוז בעת חדלות פירעון מתאימה ליישוב חיובים כספיים נוגדים הנוצרים במהלך ניהול עסקים פיננסיים רחבי היקף. כאמור, עסקים כאלה מושתתים מראש על "הלכת השורה התחתונה". הקיזוז מכבד אפוא את הנהל המסחרי בעסקאות אלה, ונאמן לו. אף בארצות-הברית מאפשר החוק לקוז חיובים כספיים נגדיים כאמור, בלא שעיקוב ההליכים יעכב את פעולת הקיזוז האמורה.⁴⁸

44 "הסכם מסגרת" מוגדר בסעיף 1 לחוק הסכמים בנכסים פיננסיים, התשס"ו-2006, כ"הסכם, לרבות התקשרות בין מסלקה לבין חבר מסלקה בין בעבור עצמו ובין בעבור אחר, במסגרת כללי מסלקה, המסדיר מספר עסקאות בנגזרים או עסקאות מכר חוזר בניירות ערך, והכולל את כל ההוראות המפורטות בפסקאות (1) עד (4) להגדרה 'הוראות לסיום מוקדם', ביחס לעסקאות אלה, ובלבד שהצדדים להסכם כאמור הם תאגידים ולפחות אחד מהם הוא מוסד פיננסי או מדינת ישראל".

"מוסד פיננסי" מוגדר שם כ"כל אחד מאלה:

- (1) תאגיד בנקאי כהגדרתו בחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981, לרבות תאגיד עזר כהגדרתו בחוק כאמור;
 - (2) מבטח כהגדרתו בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981;
 - (3) בנק ישראל כמשמעותו בחוק בנק ישראל, התשי"ד-1954;
 - (4) חבר בורסה בהתאם לתקנון הבורסה כמשמעותו בסעיף 46 לחוק ניירות ערך;
 - (5) חברה מנהלת כהגדרתה בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005;
 - (6) מנהל קרן כמשמעותו בחוק השקעות משותפות בנאמנות;
 - (7) גוף דומה לגופים המפורטים בפסקאות (1) עד (6), שהתאגד מחוץ לישראל והמפוקח בידי הרשויות המוסמכות לעניין זה במדינה שבה התאגד;
 - (8) גופים נוספים שקיים לגביהם פיקוח על פי דין, שקבע שר האוצר, בצו, בהסכמת שר המשפטים.
- 45 "נכס בסיס" מוגדר שם כך: "לרבות מטבע, הלוואה, התחייבות לתשלום, ריבית, שער חליפין, מוצרים ושירותים הנסחרים בשוקי סחורות (Commodities), ניירות ערך הנסחרים בישראל או מחוץ לישראל, מדדי מחירים ומדדי ניירות ערך".
- 46 שם, סעיף 1 (הגדרת "הוראות לסיום מוקדם" בהסכם מסגרת) וסעיף 2 (הוראה הקובעת תנאים שבהתקיימם יבואו כל העסקאות הכלולות בהסכם המסגרת לידי סיום מוקדם, או שבהתקיימם רשאי צד להסכם להביא לידי סיום מוקדם של כל העסקאות כאמור).
- 47 דברי ההסבר להצעת חוק הסכמים בנכסים פיננסיים, התשס"ו-2005.
- 48 Bankruptcy Code §362(b)(6), עם זה, היתר קיזוז זה לאלתר הוא חריג בדין הכללי שם, המכפיף את פעולת הקיזוז לדין עיכוב ההליכים הכללי. ראו שם, §362(a), 553. ראו גם לעיל פסקה 12.44, ה"ש 100.

ו. חוק חדלות פירעון

18.21 בדומה לחקיקה מקבילה בעולם, גם חוק חדלות פירעון מכיר בזכות הקיזוז בחדלות פירעון ונותן לה תוקף. זכות הקיזוז קבועה בסעיף 255 לחוק הקובע לאמור:

“נושה רשאי לקזז חוב עבר שהחייב חב לו כנגד חוב עבר שהוא חב לחייב, כערכם במועד מתן הצו לפתיחת הליכים, ולהגיש תביעת חוב על היתרה, בהתקיים אחד מאלה:

- (1) חובות החייב והנושה כרוכים זה בזה;
- (2) הסתמכות על זכות הקיזוז היא חלק ממהלך עסקיו הרגיל של החייב או הנושה, וחוב העבר אותו מבקש הנושה לקזז נוצר במסגרת עסקיו ההדדיים של הנושה עם החייב;
- (3) החובות ניתנים לקיזוז לפי חוק קיזוז מסים, התש"ם-1980, או לפי סעיפים 312 או 315 לחוק הביטוח הלאומי.⁴⁹

סעיף זה ממוקם בסימן ג' לפרק ו' לחלק הרביעי של חוק חדלות פירעון. פרק ו' האמור נושא את הכותרת “נושה בעלי זכויות פירעון מיוחדות”. כלולים בפרק זה נושים בעלי זכות שעבוד, עיכבון, תניות שיור בעלות או קיזוז. ללמדך, כי זכות הקיזוז המוכרת בחדלות פירעון שוות ערך, מן הבחינה המהותית, לעדיפות הפירעון הנובעת משעבוד נכס. דינו המהותי של בעל זכות הקיזוז הוא כדין נושה מובטח.⁵⁰

18.22 אף כי סעיף 255 לחוק מקיים את זכות הקיזוז בהליך של חדלות פירעון, הוא שונה מדין הקיזוז שהיה קבוע בסעיף 74 לפקודת פשיטת הרגל ומפרשנותו בידי בתי המשפט בפרטים אחדים. השינויים בחוק הם אלה:

- (א) הגבלת דין הקיזוז לחובות הדדיים הנובעים ממהלך העסקים הרגיל.
- (ב) היתר לקיזוז חוב מותנה.
- (ג) שילוב של המגבלה על יצירת זכות הקיזוז בדין ביטול העסקאות הכללי.

להלן יידונו שינויים אלה כסדרם.

על אף האמור, יש לבחון בקפידה את העניין בטרם חקיקת חוק ייחודי להסכמים בנכסים פיננסיים והוצאתם מתחולתם של דיני חדלות הפירעון הכלליים. ראו לעיל פסקה 14.41.

49 לשם מימוש זכות הקיזוז המוקנית לו בדין, יידרש הצד שכנגד להודיע לבעל התפקיד של החייב על קיום זכות הקיזוז לטובתו בתוך 30 ימים מיום שנודע לצד שכנגד על מתן הצו לפתיחת הליך חדלות הפירעון. סעיף 256 לחוק חדלות פירעון.

50 השו"ב §553 Bankruptcy Code.

1. הגבלת דין הקיזוז לחובות הדדיים הנובעים ממהלך העסקים הרגיל

18.23 חוק חדלות פירעון מכיר בזכות הקיזוז של הצד שכנגד בנסיבות שבהן החובות ההדדיים כרוכים זה בזה או שיצירת החובות ההדדיים, לרבות ההסתמכות על זכות הקיזוז, היא חלק ממהלך העסקים הרגיל של אחד הצדדים. החוק שולל אפוא הכרה בזכות הקיזוז בשל קיומם של חובות הדדיים העומדים לפירעון בין החייב לבין הצד שכנגד, כשלעצמו. ההדדיות היא אמנם יסוד נדרש לשם שכלול זכות הקיזוז, אולם רק אם מתקיים לצידה התנאי הנוסף המלמד על זיקה עניינית בין החובות אשר מתקיימת בעת יצירתם. הזיקה בין החובות ונפקותה העסקית מנקודת מבטו של הצד שכנגד צריך שתתקיימנה עובר לחדלות הפירעון, משעת התהוותם של החובות. זהו צמצום מודע של זכות הקיזוז כפי שנקבעה בפקודת פשיטת הרגל.⁵¹ צמצום זה נובע מן הטעמים שהובאו לעיל בדיון העיוני בזכות הקיזוז.⁵²

18.24 נמצאנו למדים אפוא כי בנקים ומוסדות אשראי, המסתמכים באופן מתמיד על זכות הקיזוז מול לקוחותיהם והמנהלים עימם יחסי חייב-נושה הדדיים, יהיו זכאים לקזז חובות אלה בעת חדלות הפירעון של הלקוח. כפי שהצבעתי לעיל, ההכרה בקיזוז לטובת מוסדות כספיים היא עניין נדרש. בלעדי הקיזוז כל מערכת העסקאות הכספיות תשתבש, תואט באורח ניכר ותצומצם. לעומת זאת, הכרה בזכות הקיזוז לטובת ספקים של החייב, שאינם נותני שירותים פיננסיים, תהיה תלויה בנסיבות ותדרוש הוכחה ברורה כי אכן הספק מסתמך מראש ונוזקק לזכות הקיזוז כחלק ממהלך העסקים הרגיל בינו לבין החייב. בשונה ממוסדות כספיים, הסתמכות של הספקים אינה ברורה מאליה. ספקים אינם מנהלים באופן שוטף יחסי חייב-נושה נגדיים מול לקוחותיהם. היחסים ביניהם הם, בדרך כלל, יחסי נושה (הספק) מול חייב. ספקים של מוצרים או של סחורות מוחשיות נוהגים להסתמך על תניות שיור בעלות לשם הגנת זכותם לפירעון.⁵³

51 ראו דברי ההסבר לסעיף 255 להצעת החוק ("שני נימוקים עיקריים מצדיקים הכרה בזכות הקיזוז בהליכי חדלות פירעון: הנימוק המוסרי והנימוק הכלכלי... הנימוק המוסרי גורס כי חיובו של פלוני לשלם... בשעה שיש לחייב כלפיו חוב אינו עולה בקנה אחד עם עקרונות בסיסיים של צדק... הביקורת העיקרית נגד הנימוק המוסרי היא שאת מערכת שיקולי הצדק וההגינות בהליכי חדלות פירעון יש לנתח בראייה של כלל הצדדים להליך. ניתוח המביא בחשבון רק את מערכת היחסים שבין החייב לבין הנושה המבקש להפעיל את זכות הקיזוז מתעלם מהשפעתה של זכות הקיזוז על זכויותיהם של נושים אחרים, ועל כן אינו נכון... הנימוק הכלכלי נשען על הטענה שחיי המסחר מבוססים על זכות הקיזוז ולכן פגיעה בזכות הקיזוז תפגע בהבטחת הפעילות השוטפת של החייב בתקופה הקודמת לפתיחת הליכי חדלות הפירעון לגביו. זאת בעיקר מול ספקי שירותים ונותני אשראי המתבססים על זכות הקיזוז במהלך עסקיהם מול החייב. יש טעם רב בביקורת האמורה על הנימוק המוסרי. לפיכך, הצעת החוק מבקשת לבסס את זכות הקיזוז על הנימוק הכלכלי").

52 לעיל פסקאות 18.16–18.18.

53 לדיון בתנאי שיור בעלות ומעמדן בהליכי חדלות פירעון ראו לעיל פרק שבעה-עשר.

18.25 החוק מכיר בזכות הקיזוז אם יצירת חובות הדדיים והסתמכות על זכות הקיזוז הן חלק ממהלך העסקים הרגיל של החייב חדל הפירעון או של הצד שכנגד (או, בלשון החוק, בהתאמה: של החייב או הנושה).⁵⁴ זכות הקיזוז היא זכות הניתנת כתחליף בטוחה לצד שכנגד בעת חדלות הפירעון של החייב. אשר על כן, אין טעם והצדקה להקנות את זכות הקיזוז לצד שכנגד אם ההסתמכות על זכות הקיזוז היא חלק ממהלך העסקים הרגיל של החייב חדל הפירעון. כך, למשל, ביחסי בנק-לקוח יש הצדקה להכיר בזכות הקיזוז של הבנק, כצד שכנגד, בעת חדלות הפירעון של הלקוח. ברם, בהתחלף הנסיבות, קרי: בעת חדלות פירעון של הבנק, ספק רב אם ראוי להכיר באופן אוטומטי בזכות הקיזוז של הלקוח. דומה, כי בעניין זה מרחיב החוק את זכות הקיזוז גם לנסיבות שבהן הדבר אינו מוצדק.⁵⁵

2. היתר לקיזוז חוב מותנה

18.26 בשונה מן הדין הקיים, כפי שנקבע בפסיקת בית המשפט העליון בהלכת הספקה,⁵⁶ חוק חדלות פירעון מכיר באפשרות לקזז גם חוב שביום מתן הצו לפתיחת הליך חדלות הפירעון הוא עודנו חוב מותנה. כך, למשל, ערב שטרם פרע לנושה העיקרי ביום מתן הצו האמור, עדיין יוכל לקזז את נשייתו, אשר תנבע מפירעון החוב לנושה בהמשך, מול חוב אחר שהוא חב לחייב חדל הפירעון ביום מתן הצו. חובות אלה ייחשבו הדדיים. אם מתקיימות גם דרישותיו הנוספות של הסעיף, קרי: כריכת החובות או שההדדיות היא חלק ממהלך העסקים הרגיל, חובות אלה יהיו בני קיזוז. החוק קיבל אפוא את דעת המיעוט של השופט חשין בהלכת הספקה ומתיר גם קיזוז של חוב שעודנו מותנה ביום הקובע.

3. שילוב המגבלה על יצירת זכות הקיזוז בדין ביטול העסקאות הכללי

18.27 הדין שקדם לחוק חדלות פירעון גידר את זכות הקיזוז ושלל את ההכרה בה מחמת נסיבות מחשידות בדבר רכישת יתרונות בלתי ראויים על ידי הצד שכנגד. ברם, גידור זה נעשה באופן מוגבל בלבד, באמצעות הסיפא של סעיף 74 לפקודת פשיטת הרגל.⁵⁷ חוק חדלות פירעון נוקט גישה אחרת – ובצדק. לפי החוק, כל יצירת זכות עדיפה, אשר נסיבות היווצרותה מעוררות חשד של רכישת יתרון בלתי הוגן על יתר הנושים, מוגבלת באמצעות ההוראה הכללית של ביטול העברת ערך לידי הנושה או לטובתו בעת חדלות פירעון של החייב (או בלשון החוק: ההוראה בדבר ביטול העדפת נושים).⁵⁸ ההוראה זו מבחנים מצטברים ברורים. הפעולה הנדונה החשודה תהיה ניתנת לביטול אם היא התקיימה בעת חדלות הפירעון של החייב ובתוך שלושת החודשים שקדמו להגשת הבקשה לפתיחתו של הליך

54	סעיף 255(2) לחוק חדלות פירעון.
55	לביקורת על חירות היתר שקיימת לקזז חובות הדדיים מכוח החקיקה המיוחדת בעניין הסכמים בנכסים פיננסיים ראו גם לעיל פסקה 14.41 והאסמכתאות המובאות שם.
56	לעיל ה"ש 10.
57	לעיל פסקאות 18.5–18.6.
58	סעיף 219 לחוק חדלות פירעון. לדיון בסעיף זה ראו לעיל פרק שלושה-עשר.

חדלות הפירעון.⁵⁹ לפיכך, גם הדדיות המייצרת זכות קיזוז אשר יוצרה בנסיבות אלה, תבוטל מדין זה. יצוין עוד כי בעניין זה החוק מתקן באופן ראוי את פסיקת בית המשפט העליון בעניין **משקי עמק הירדן**. פסיקה זו שללה את ביטולה של זכות הקיזוז כאשר החייב חדל הפירעון לא היה מעורב ביצירת ההדדיות, וזו נוצרה עקב המחאת זכות שבה הצד שכנגד הוא הנמחה.⁶⁰ החוק מאפשר לבטל גם זכות קיזוז נטענת שנוצרה כתוצאה מהמחאות זכות כאמור.⁶¹ בכך מסויגת כל זכות המקנה לבעל הזכות עדיפות פירעון על פני יתר הנושים, לפי מבחנים אחידים וקבועים. זכות הקיזוז נמנית בכלל זכויות אלה ולא תיהנה אפוא מסייגים משלה.

59 ש.ם.
 60 **משקי עמק הירדן**, אגודה מרכזית חקלאית שיתופית בע"מ נ' הספקה, חברה מרכזית לחקלאים בע"מ (בפירוק), לעיל ה"ש 11.
 61 סעיף 219(ג) לחוק חדלות פירעון.

פרק תשעה-עשר

נושים בעל כורחם

א. מבוא

19.1 לצד נושים אשר בסיס תביעתם כלפי החייב הוא חוזי, פרי רצונם החופשי של שני הצדדים, ניצבים גם נושים אשר עילות תביעותיהם נוצרו בעל כורחם. נושים אלה לא התקשרו עם החייב בכל הסכם שהוא. נסיבות היווצרותן של עילות תביעותיהם המשפטיות שונות בתכלית מעילותיהם של הנושים הרצוניים, כגון המלווים, הספקים או נותני השירותים. שלושה הם טיפוסים נוספים על פי דין. טיפוס אחד הוא **רשויות השלטון**. תביעות של רשויות השלטון מקורן בחוק. כל אדם מחויב בחוק לשלם את חלקו במימון פעילותן של המערכות הציבוריות במדינה. מסים, אגרות ותשלומי חובה נוספים עלולים להצטבר אצל כל אדם כחוב תופח אם אינם משולמים במועד. חובות כספיים לרשויות השלטון מופיעים תדיר בין כלל חובותיו הבלתי פרועים של חדל פירעון. הטיפול השני הוא **נושה נזיקי** של החייב. אדם אשר ניזוק עקב מעשה או מחדל של החייב, בנסיבות שבהן מתקיימות אצל החייב כל היסודות של עוולה מוכרת בדין, זכאי לתבוע את החייב בתביעה נזיקית לפיצויים כספיים. זכה התובע בדינו, הרי שהוא נושה כספי של החייב. הטיפול השלישי הוא **עובדי החייב**. מנייתם של אלה עם נושים בעל כורחם תמוהה על פניה. שלא כשני הטיפוסים הקודמים, עובדי החברה התקשרו עימה בחוזה עבודה. זכותם לתשלום משכורותיהם נובעת מהתקשרות רצונית זו. מדוע אפוא להחשיבם לנושים בעל כורחם? הטעם לכך הוא כי, באופן מסורתי, העובדים נחשבים ל"חוליה החלשה" והרגישה מקרב כלל נושי החברה. חרף היותם באופן רשמי נושים מרצון, העובדים נתפשים באופן מהותי כאנוסים, בדומה לנושים נזיקיים. אכן, טבעם של קשרי העבודה הוא כי העובד, בהתקשרותו החוזית עם המעביד, אינו מביא בחשבון סיכונים של חדלות פירעון של האחרון. עניין זה נשאר לרוב מחוץ לתחום התנאים הנישאים וניתנים ביניהם. העובד המצוי מעוניין להמשיך בעבודתו אצל המעביד. בזה, על פי רוב, נתונים מעייניו. אי תשלום שכר מצד המעביד בגלל קשייו הכספיים הוא מבחינת העובד נזק שאותו הוא לא צפה ולא תמחר. לעובד אין כלים משפטיים וכלכליים להיערך למשבר כאמור ולהתמודד עימו. על כן, חרף היותו נושה רצוני מבחינה רשמית, דומני כי מבחינה מהותית ראוי לשייך אף את העובד לתחום הדיון בנושים בעל כורחם.¹

1 ראו גם ע"ע (ארצי) 1201/00 זילברשטיין נ' ערב חדש עיתונות – אילת בע"מ, פסקה 15 (פורסם בנבו, מיום י"ב טבת התשס"ג, 17.12.2002).

19.2 דיון מקיף בסדר פירעון החובות של חייב נדרש אף למעמד החובות הבלתי רצוניים. הנושא הטעון בחינה הוא אם שיקולי הצדק יביאו לידי כך שחובות אלה יוצבו בשורה אחת עם החובות הרצוניים ויפגעו כמותם, או אולי יזכו חובות אלה, כולם או בחלקם, לעדיפות פירעון על פני יתר חובות החייב.² זאת ועוד, אם חובות לא-רצוניים נפרעים – או שהם ראויים להיפרע – בעדיפות על פני חובות אחרים, יש להוסיף ולברר אם עדיפותם תאפיל אף על עדיפות הנושים המובטחים, או אולי הם נדחים מפני אלה האחרונים ונהנים מעדיפות על פני חובות לא-מובטחים בלבד. לפני הדיון העיוני בשלושת טיפוסים הנושים הלא-רצוניים, יפורט מעמד הפירעון של החובות לנושים אלה לפי הדין שקדם לחוק חדלות פירעון.

ב. הפירעון לפי הדין שקדם לחוק חדלות פירעון

1. נושים נזיקיים

19.3 לפי דיני חדלות הפירעון המסורתיים, חובות לנושים נזיקיים לא נהנו מעדיפות. חוב נזיקי הוא חוב לא-מובטח. על כן, הוא נפרע לצד יתר החובות הלא-מובטחים לפי עקרון השוויון.³

2. רשויות השלטון

19.4 החובות לרשויות השלטון זכו, בתנאים מסוימים, לעדיפות פירעון על פני יתר נושי החייב. חלק מן החובות נהנה מעדיפות כחוב המובטח בשעבוד על נכס של החייב.⁴ חובות נוספים לרשויות השלטון זכו לעדיפות פירעון מכוח הוראת הדין (*ex lege*) כחוב בדין קדימה.⁵

(א) שעבוד מכוח הדין

19.5 לפי פקודת המסים (גביה), חוב לרשות שלטון עשוי ליהנות ממעמד של חוב מובטח. שני מיני חובות מובטחים נתונים לרשויות השלטון מכוח פקודה זו. האחד מקנה לחוב לרשות שלטון עדיפות הגוברת על כל חוב מובטח אחר. חוב זה מכונה בלשון סעיף 11א(1) לפקודת המסים (גביה) "שעבוד ראשון". חוב מס הנהנה משעבוד ראשון ייפרע בעדיפות על פני כל נושה מובטח אחר, אפילו כאשר הנושה האחר קדם לו בזמן. זאת ועוד, השעבוד הראשון תקף מכוח החוק בלא צורך ברישומו במרשם הציבורי, כדין שעבודים לטובת נושים רצוניים.⁶ עם זה, הסעיף האמור מזכה רשות שלטון בשעבוד ראשון של מקרקעי החייב אך בנוגע למס המגיע לה בעד אותם מקרקעין. בשל פגיעתו הרעה של השעבוד הראשון, צמצמה פסיקת בית המשפט העליון, בכוונת מכוון, את הפרשנות המשפטית של "מס המגיע בעד מקרקעין". רק מסים אשר עצם חבותם נובע מהיותו של החייב בעל זכויות במקרקעין

2 לדיון כללי בשיקולי הצדק בנוגע לסדר פירעון החובות ראו לעיל פסקאות 15.15, 15.48.
 3 צפורה כהן פירוק חברות 821 (מהדורה שנייה, התשע"ו).
 4 סעיף 11א ו-12 לפקודת המסים (גביה).
 5 סעיף 354 לפקודת החברות; סעיף 78 לפקודת פשיטת הרגל.
 6 ע"א 4227/92 מנהל מס רכוש נ' ארטיק תחיה בע"מ, פ"ד (1) 433 (התשנ"ח-1998).

ייחשבו ל"מגיעים בעד מקרקעין". המסים היחידים שהוכרו עד כה בפסיקה כ"מגיעים בעד מקרקעין" הם מס רכוש ומס רכישה.⁷ מעטים הם המסים שייחשו אפוא ממעמד העל של שעבוד ראשון. מין אחר של חוב מובטח הנתון לרשויות השלטון הוא שעבוד רגיל על מקרקעין של החייב, או על מיטלטלין שלו.⁸ כפי שצוין, שעבוד כאמור יהיה תקף רק אם נרשם במרשם הציבורי המתאים, בין מרשם המקרקעין ובין המרשם של נכסי המיטלטלין מאותו סוג של הנכס המשועבד. עדיפותו של שעבוד כאמור תחול רק מיום הרישום ואילך. לפיכך, שעבוד זה יהיה כפוף לעדיפותם של שעבודים שנרשמו לפניו.⁹

(ב) דין קדימה

19.6 מלבד האפשרות לעשות מעשה ולהפוך לנושה מובטח, הקנה הדין שקדם לחוק חדלות פירעון יתרון נוסף לרשויות השלטון, בלא שתידרשנה לעשות מעשה מיוחד לשם כך. הן סעיף 354 לפקודת החברות והן סעיף 78 לפקודת פשיטת הרגל זיכו את רשויות השלטון בעדיפויות פירעון מוגבלות על פני חובות לא-מובטחים.¹⁰ חובות הזוכים לעדיפויות אלה מכונים בחקיקה "חובות בדין קדימה".¹¹ שני הסעיפים האמורים מנו את החובות הבאים לרשויות השלטון כחובות הנהנים מדין קדימה:¹²

- 7 ע"א 633/91 מנהל מס רכוש ומס-שבח תל-אביב נ' שמש, פ"ד מח(1) 841 (התשנ"ד-1994). פסק דין זה הותיר בצריך עיון את השאלה אם מס שבח ייחשב אף הוא ל"מס המגיע בעד מקרקעין". עם זה, לאור מגמת הפרשנות המצמצמת של בית המשפט העליון, דומה כי אין זה ראוי לכלול את מס השבח בגדר זה. החיוב במס שבח הוא בגין פעולת המכירה של המקרקעין, ולא בעד עצם היותו של החייב בעל זכויות בהם. ואכן, כך הכריע בית המשפט העליון בפסיקה מאוחרת יותר. ראו ע"א 9060/11 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' ארנברג (מיום כ"ז אלול התשע"ד, 22.9.2014), בפסקה 26 לפסק דינו של השופט מלצר. ראו יצחק הדרי מס שבח מקרקעין כרך ג 282–283 (התשנ"ה); אהרן נמדר היטל השבחה 426–427 (התשס"ח). הסתייגות דומה הובעה בעניין החשבת ארנונה כ"מס המגיע בעד מקרקעין". ראו נמדר, שם בעמ' 426. ואולם, לדעה כי ארנונה אכן נחשבת ל"מס המגיע בעד מקרקעין" ראו איתי הכהן "מעמדן של רשויות המס בהליכי חדלות פירעון" מיסים יב/א-88, א-103 (התשנ"ט). אשר להיטל השבחה, הובעה דעה בספרות כי זהו "מס המגיע בעד מקרקעין". ראו נמדר, שם בעמ' 426–427.
- 8 לפי סעיף 12א לפקודת המסים (גביה), רשויות השלטון זכאיות לקבל שעבוד אך בנכסי מיטלטלין ש"העברת הבעלות בהם חייבת ברישום לפי כל דין". לפירושו של סעיף זה ראו אוריאל פרוקצ'יה דיני פשיטת הרגל והחקיקה האזורית בישראל 191–199 (התשמ"ד); כהן, לעיל ה"ש 3, בעמ' 599–602.
- 9 סעיף 11א(2) ו-12א לפקודת המסים (גביה).
- 10 להחלת דין הקדימה, שנקבע בסעיף 354 לפקודת החברות גם בהליך להבראת חברה, ראו סעיף 350טז לחוק החברות.
- 11 בארצות-הברית, חובות כאמור מכונים priority claims, והם מנויים ב-Bankruptcy Code §507. הכינוי של חובות כאמור באנגליה הוא preferential claims, והם מנויים ב-Insolvency Act §§175, 386, Schedule 6. דין הקדימה לטובת רשויות השלטון בוטל באנגליה בשנת 2002. ראו על כך להלן פסקה 19.19.
- 12 מלבד החובות לרשויות השלטון, נהנו מדין קדימה גם תשלומי שכר עבודה המגיעים לעובדים (סעיף 354א(1) לפקודת החברות; סעיף 78(1) לפקודת פשיטת הרגל); תשלום דמי שכירות מקרקעין בגין השנה האחרונה שלפני הצו הפותח את ההליך (סעיף 354א(3)(ג) לפקודת החברות); סעיף 78(3)(ג) לפקודת פשיטת הרגל, ובמקרה של פשיטת רגל של חייב בשר ודם – אף כספים המגיעים בגין פיגורים

- (א) ניכויי מס במקור משכר העבודה של עובדי חדל הפירעון שנוכו על פי פקודת מס הכנסה אך לא הועברו בפועל לפקיד השומה.¹³
- (ב) מסים ותשלומי חובה לרשויות המקומיות שהגיעו מאת החייב ביום מתן הצו לפתיחת ההליך הקיבוצי¹⁴ ואשר החייב נתחייב בהם, או שזמן פירעונם הגיע, תוך 12 החודשים שקדמו לאותו יום.¹⁵
- (ג) מסים המשתלמים לאוצר המדינה, שנישמו ושהוטלו על החייב עד לסוף השנה האזרחית הקודמת למועד פתיחתו של ההליך הקיבוצי, ואשר סך כולם אינו יותר מהשומה של שנה אחת, ומסים אחרים המשתלמים לאוצר המדינה שהחייב נתחייב בהם, או שזמן פירעונם הגיע, במשך 12 החודשים שקדמו לאותו יום.¹⁶

החוב לפקיד השומה בגין ניכויי מס משכר העבודה של העובדים נהנה מעדיפות פירעון מוחלטת על פני יתר החובות לרשויות השלטון.¹⁷ לעומת זאת, החובות האחרים לרשויות המקומיות ולאוצר המדינה שפורטו לעיל נפרעו אמנם כחובות בדין קדימה, כלומר בעדיפות על פני חובות לא-מובטחים, אולם בשוויון מלא בינם לבין עצמם.¹⁸ אם בשלב הפירעון של חובות בדין קדימה אלה אזל הכסף בטרם שנפרעו במלואם, לא הועדפו החובות לרשויות המקומיות על פני החובות לאוצר המדינה, ולא להפך – כל החובות האמורים נפרעו בחלק יחסי שווה.

3. חובות שכר לעובדים

19.7 אף חובות שכר לעובדים שנצברו עובר להליך חדלות הפירעון של החייב-המעביד זכו בפירעון מועדף על פני נושים אחרים. העדפת חוב שכר העבודה של העובדים נעשתה באחת משתי דרכים: הדרך האחת הייתה מתן דין קדימה לחובות כאמור. הדרך האחרת הייתה קביעת זכאות של העובדים להיפרע בשיעור חובם האמור מצד שלישי, הלא הוא המוסד לביטוח לאומי.

- בתשלום דמי מזונות (סעיף 78(3)(ד) לפקודת פשיטת הרגל). על דין קדימה לשכר עבודה ראו להלן פסקה 19.8. על דין קדימה לחובות מזונות ראו להלן פסקה 19.10.
- 13 סעיף 354(א)(2) לפקודת החברות; סעיף 78(2) לפקודת פשיטת הרגל.
- 14 בפירוק, יום מתן הצו לפתיחת ההליך הקיבוצי לעניין זה היה יום צו הפירוק, ובפשיטת רגל היה זה יום מתן צו הכינוס. ראו סעיף 354(ה) לפקודת החברות וסעיף 78(3) לפקודת פשיטת הרגל, בהתאמה.
- 15 סעיף 354(א)(3) לפקודת החברות; סעיף 78(3)(א) לפקודת פשיטת הרגל.
- 16 סעיף 354(א)(3)(ב) לפקודת החברות; סעיף 78(3)(ב) לפקודת פשיטת הרגל.
- 17 סעיף 354(א) לפקודת החברות; סעיף 78 לפקודת פשיטת הרגל ("לחובות המפורטים להלן יהיה... דין קדימה לכל שאר החובות, לפי סדר עדיפות זה").
- 18 סעיף 354(א)(3) לפקודת החברות; סעיף 78(3) לפקודת פשיטת הרגל ("זהם יהיו שווים זה לזה במעלה וישולמו במלואם, ואם אין בנכסין] כדי תשלום מלא לכולם יופחתו התשלומים בשיעור שווה"). עם חובות אלה נפרע בשוויון חוב בדין קדימה נוסף. זהו דין הקדימה שהיה קבוע בסעיפים האמורים לטובת משכיר של נכס מקרקעין, בעד דמי שכירות שהחייב לא שילם לו ב-12 החודשים האחרונים שלפני יום פתיחת ההליך הקיבוצי.

(א) דין קדימה

19.8 פקודת החברות ופקודת פשיטת הרגל קבעו כי מוקנה דין קדימה לחובות שכר של מעביד כלפי עובדיו בגין תקופת עבודתם עובר לצו הפירוק או ליום הגשת הבקשה לפשיטת הרגל נגדו, בהתאמה.¹⁹ לפי החוקים האמורים, בשכר העבודה שנהנה מדין קדימה זה נכללו כל רכיבי השכר וההטבות הכספיות שהעובד זכאי להם ואשר באים בגדר המונח "שכר עבודה" כהגדרתו בחוק הגנת השכר, התשי"ח-1958.²⁰ דין הקדימה לשכר העבודה של העובד הוגבל בסכום.²¹ נכון לשנת התשע"ז-2017 הסכום המרבי, הן בפשיטת רגל של יחיד והן בפירוק חברה, היה 25,630 ש"ח.²² אף פיצויי פיטורים המגיעים לעובד לפי חוק פיצויי פיטורים, התשכ"ג-1963, נהנו מדין קדימה.²³ עם זה, כאשר העובד היה זכאי הן לשכר עבודה והן לפיצויי פיטורים, הוא זכה ליהנות מדין הקדימה בנוגע לשני רכיבים אלה במצטבר בשיעור של 150% בלבד מן הסכום המרבי האמור.²⁴

(ב) זכאות לגמלה מן המוסד לביטוח לאומי

19.9 מלבד דין הקדימה האמור לשכר העבודה, עובד זכאי היה לקבל את חלק שכרו הבלתי פרוע באמצעות גמלה מן המוסד לביטוח לאומי. חוק הביטוח הלאומי [נוסח משולב], התשנ"ה-1995, זיכה עובד, אשר ניתן נגד מעבידו²⁵ צו הכרזה כפושט רגל או צו פירוק, לפי העניין,²⁶ בגמלה בעד חוב שכר

- 19 סעיף 354(א)(1) לפקודת החברות; סעיף 78(1) לפקודת פשיטת הרגל. כאשר קבלן כוח אדם תובע מחברה שבפירוק תשלומים בגין עובדים שהוא העמיד לרשותה, חזקה היא כי העובדים היו עובדיה של קבלן כוח האדם ולא של החברה. חזקה זו ניתנת לסתירה בראיות. ברם, כל עוד לא נסתרה החזקה, לא יזכה קבלן כוח האדם, בתור הנושה של החברה, לדין קדימה בגין חוב החברה כלפיו. חוב זה אינו בגדר "שכר עבודה". ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 1209/01, בש"א 13094/02 **כונס הנכסים של גיב קבלנות כללית בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ** (פורסם בנבו, מיום י"ב אייר התשס"ד, 3.5.2004); בש"א (מחוזי ת"א) 20698/04 **רימס אינטנשיונל בע"מ נ' הנאמן לביצוע הסדר נושים של תדיר גן (מתכת) בע"מ** (פורסם בנבו, מיום ז' שבט התשס"ה, 17.1.2005).
- 20 "שכר עבודה" מוגדר בסעיף 1 לחוק האמור כדלקמן: "לרבות תשלומים בעד חגים, פריזון עבודה ושעות נוספות ותשלומים אחרים המגיעים לעובד עקב עבודתו ובמשך עבודתו".
- 21 באנגליה, דין הקדימה לשכר עבודה מוגבל הן בתקופה (ארבעת החודשים האחרונים שלפני צו הפירוק) והן בסכום הנקבע על ידי השר מעת לעת. ראו § 9, Insolvency Act, 1986 Schedule 6. בארצות-הברית, דין הקדימה של העובדים מוגבל לסכום של \$10,000 לכל עובד. ראו Bankruptcy Code §507(a)(3).
- 22 סעיף 78(1) לפקודת פשיטת הרגל; סעיף 354(א)(1) לפקודת החברות. לפי סעיפים אלה, סכום זה התערך מדי שנה ב-1 בינואר לפי שיעור עליית השכר הממוצע במשק. ראו הודעה בדבר שינויים בסך כל השכר או גמול תעסוקה שיש לו דין קדימה לפי פקודת החברות ופקודת פשיטת הרגל, התשע"ז-2017.
- 23 סעיף 27 לחוק פיצויי פיטורים, התשכ"ג-1963. אחד האירועים המזכים עובד בפיצויי פיטורים הוא פיטוריו עקב פשיטת רגל או פירוק של מעבידו. ראו סעיף 4 לחוק האמור. לעומת זאת, עובד אינו זכאי לפיצויי הלנת שכר כאשר המעביד נקלע לפירוק. ראו סעיף 19 לחוק הגנת השכר.
- 24 סעיף 27 לחוק פיצויי פיטורים.
- 25 סעיף 180 לחוק הביטוח הלאומי כולל בהגדרת "מעביד" אף מעביד לשעבר.
- 26 עובר לחוק חדלות פירעון חוק הביטוח הלאומי לא ראה את פתיחת הליך ההכרזה של חברה, באמצעות מתן צו להקפאת הליכים, כאירוע המזכה בגמלה האמורה. ע"א 110/08 **המוסד לביטוח לאומי נ' הנאמנים של קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"ז שבט התשע"ד, 28.1.2014). לביקורת על עניין זה ראו להלן פסקאות 19.30-19.35. לעמדתו של החוק בעניין זה ראו להלן פסקה 19.44.

העבודה ופיצויי פיטורים שהמעביד חייב לו.²⁷ שיעור הגמלה שהעובד זכאי היה לה היה סכום חוב שכר העבודה ופיצויי הפיטורים שהמעביד חייב לו,²⁸ כפוף לשתי המגבלות האלה:

- (א) הגמלה לכל עובד לא חרגה מ-13 פעמים של "הסכום הבסיסי" הקבוע בחוק הביטוח הלאומי.²⁹
- (ב) הגמלה בעד חוב שכר עבודה לא תשולם בעד תקופה שלפני 12 החודשים שקדמו ליום ניתוק יחסי העבודה בין הצדדים, או ליום הכרזת המעביד כפושט רגל או ליום מתן צו הפירוק נגדו, לפי המוקדם שבין שני תאריכים אלה.³⁰

מששילם המוסד לביטוח לאומי לעובד את הגמלה האמורה, המוסד לביטוח לאומי נהנה מזכות חזרה כלפי קופת חדלות הפירעון של המעביד. המוסד לביטוח לאומי ירש את דין הקדימה של שכר העבודה המגיע לאותו עובד מקופת חדלות הפירעון לפי פקודת החברות או פקודת פשיטת הרגל, לפי העניין.³¹ על כן, המוסד לביטוח לאומי נהנה מדין הקדימה האמור עד שיעור דין הקדימה הקבוע בפקודות האמורות.³² יתרת זכותו של המוסד לביטוח לאומי כלפי קופת חדלות הפירעון (היינו, ההפרש בין תקרת דין הקדימה לבין שיעור הגמלה ששילם לעובד) הייתה חוב לא-מובטח.

27 סעיפים 182–183 לחוק הביטוח הלאומי. לצורך גמלה זו, "שכר עבודה" מוגדר "כמשמעותו בסעיף 1 לחוק הגנת השכר, לרבות סכום שלפי כל דין רואים אותו כשכר עבודה ולהוציא תגמול לפי פרק י"ב; פחת שכר העבודה של עובד פלוני משכר המינימום שלו הוא זכאי לפי חוק שכר מינימום, יהיה שכר העבודה שכר המינימום האמור" (סעיף 180 לחוק); "חוב שכר עבודה" מוגדר כ"לרבות סכום שנוכה משכרו של עובד שלא על פי חיקוק על מנת להעבירו לאדם שאינו קופת גמל ולא הועבר לתעודתו" (שם); "פיצויי פיטורים" מוגדרים כ"פיצויי פיטורים המגיעים מכוח חוק פיצויי פיטורים או מכוח הסכם קיבוצי" (שם). לפרשנות המונח "שכר עבודה" לעניין זה, ולקביעה כי הוא כולל גם את זכאות עובד ל"דמי הודעה מוקדמת" בגין פיטוריו עובר לפירוק החברה, ראו ע"א 10961/04 **המוסד לביטוח לאומי נ' גוטר** (פורסם בנבו, מיום י"א אלול התשס"ו, 9.4.2006).

28 מכיוון שמעביד הנתון בפירוק אינו חייב בפיצויי הלנת שכר (ראו לעיל, ה"ש 23), אף המוסד לביטוח לאומי אינו חב בפיצויים אלה כחלק מתשלום הגמלה האמורה. ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 1066/02, ב"ש א 12145/04 **קרמר נ' המנהל המיוחד לבדיקת תביעות חוב של עובדים של מערכות אקוודוקט – ניהול ופיקוח (1996) בע"מ** (פורסם בנבו, מיום י' חשוון התשס"ה, 25.10.2004).

29 "הסכום הבסיסי" לעניין זה נקבע בסעיף 1 לחוק האמור בשיעור 6,964 ש"ח, וסכום זה התעדכן ביום א' טבת התשס"ו (1.1.2006) בשיעור עליית המדרג השנתי ב-2005 בתוספת השיעור שבו עודכן השכר הממוצע במשק בחוק ההסדרים במשק המדינה (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב והמדיניות הכלכלית לשנת הכספים 2002). התשס"ב-2002. משנת 2007 ואילך התעדכן הסכום האמור ב-1 בינואר של כל שנה אזרחית חדשה בשיעור העלייה השנתית של מדד המחירים לצרכן המתפרסם על ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

30 סעיף 183 לחוק הביטוח הלאומי. מבחינה דיונית, תביעת הגמלה מצד העובד נעשתה באמצעות הגשת תביעת חוב לבעל התפקיד בהליך חדלות הפירעון. סכום תביעת החוב שאישר בעל התפקיד הועבר על ידי הלה למוסד לביטוח לאומי לשם תשלום הגמלה. ראו סעיף 189 לחוק הביטוח הלאומי. סעיף 366(4) לחוק חדלות פירעון תיקן את סעיף 189 לחוק הביטוח הלאומי. החוק המתקן קובע כי כיום תוגש תביעת הגמלה מצד העובד במישור למוסד לביטוח לאומי.

31 סעיף 192 לחוק הביטוח הלאומי.

32 ואולם, אם לאחר תשלום הגמלה לעובד עדיין נותרה יתרת חוב שכר שלא נפרעה, גבה העובד תחילה בדין קדימה מקופת חדלות הפירעון את ההפרש האמור. רק אם גבייתו זו של העובד מקופת חדלות הפירעון לא מציתה את מלוא שיעור דין הקדימה הקבוע בפקודות (כלומר, 25,630 ש"ח), נהנה המוסד לביטוח לאומי

4. חוב מזונות

19.10 בין חובותיו של חייב בשר ודם עלול להיות גם חוב מזונות כלפי בן זוגו או בת זוגו לשעבר או כלפי ילדיו. פקודת פשיטת הרגל קבעה מעמד של דין קדימה ל"כל כסף המגיע בעד פיגורים במילוי צווי מזונות שבית משפט מוסמך נתנם או מוציאם לפועל"³³. בעבר, ניתן היה לתבוע דמי מזונות גם שטרם הגיע זמן פירעונם. אך בהמשך תיקן זאת המחוקק והורה שניתן לתבוע רק חוב מזונות אשר חל מועד פירעונו.³⁴ אף על פי כן, מעת לעת, רשאי היה בית המשפט – כאשר הוא ראה זאת לנכון – לפסוק קצבת מזונות מתוך קופת נכסי החייב, גם כאשר מדובר בחוב מזונות מאוחר.³⁵ לעניות דעתי, מתן עדיפות לחוב מזונות שטרם שולם על פני יתר חובותיו של החייב הוא מוצדק.³⁶ נימוק אפשרי להצדקת עדיפות זו הוא נימוק חברתי. רוצה לומר, התלויים בחייב – בין שהם בן זוגו או בת זוגו שנפרדו ממנו ושפרנסתם עליו, או ילדיו של החייב, נחשבים כחוליה חלשה יחסית מבחינה חברתית. זוהי חוליה המתקשה בקיומה היומיומי השוטף. לפיכך, הדין מבקש לתמוך בה ולהעדיפה מיתר נושי החייב. ואולם, לטעמי, שורשיה של עדיפות זו עמוקים עוד יותר. בעיניי, עדיפות זו מגלמת את ההגנה הערכית על שלמות התא המשפחתי של החייב. דברים אלה יפים במיוחד כאשר לתשלום המזונות לילדי החייב. מבחינה מהותית, אין זה נכון להתייחס לתשלום המזונות כאל חוב המוטל על החייב כלפי נושה חיצוני לו. תשלום המזונות הוא במהותו חלק מעלויות המחיה של התא המשפחתי הגרעיני. התא הגרעיני, שערכי המשפחה מכבדים אותו, הוא רחב מן החייב לבדו. התא הגרעיני הוא בני הזוג וילדיהם. חייב שמצוי בהליך של חדלות פירעון זכאי להוצאות מחיה בכבוד בעבורו ובעבור בני ביתו, התא המשפחתי הגרעיני, שישולמו מתוך הכנסותיו. רק הכנסותיו העודפות על הוצאות מחיה אלה ישמשו לפירעון החובות לנושיו.³⁷ אחת היא אם התא המשפחתי מוסיף לדור בכפיפה אחת או, שמא עקב פרידת בני הזוג, נפרד המדור המשותף של התא המשפחתי. עדיין התא המשפחתי הוא היחידה הבסיסית של החייב הראוי למחיה בכבוד, בבחינת הוצאותיו של החייב. לפיכך, במהותם של דברים, יש לראות את תשלום המזונות כחלק מהוצאות המחיה של החייב ולא כ"חוב" גרידא.

מדין הקדימה האמור בנוגע ליתרת שיעור דין הקדימה שטרם מוצתה. ראו סעיף 192(א)(1) לחוק הביטוח הלאומי.

33 סעיף 78(3)(ד) לפקודת פשיטת הרגל. חוב המזונות המדובר הוא חוב בעד התקופה שקדמה לפתיחתו של הליך פשיטת הרגל. לצורך תשלום מזונות המגיעים בעד התקופה שלאחר פתיחתו של הליך פשיטת הרגל (קרי: מתן צו הכינוס), הגיש הזכאי למזונות בקשה לבית המשפט, שניהל את תיק פשיטת הרגל של החייב, לקצוב את התשלום התקופתי של מזונותיו מתוך נכסי החייב או מתוך הכנסותיו – שם, סעיף 128(א).

34 סעיף 72(1) לפקודת פשיטת הרגל.

35 סעיף 128(א) לפקודת פשיטת הרגל. ראו עוד שלמה לוין ואשר גרוניס פשיטת רגל 224–225 (מהדורה שלישית, התש"ע).

36 ראו גם בארצות-הברית Bankruptcy Code §507(a)(1).

37 על ההוצאות הראויות לחייב ולבני ביתו בעת שהוא מצוי בהליך של חדלות פירעון ראו ביתר הרחבה להלן פרק עשרים.

5. חובות בדין קדימה ושעבודים צפים

19.11 ככלל, חובות בדין קדימה נפרעים לאחר חובות מובטחים.³⁸ עם זה, פקודת החברות קבעה לכלל זה חריג של ממש. לפי סעיף 354(ג) לפקודת החברות, נפרעו החובות בדין קדימה המנויים בסעיף 354(א) לפני חוב המובטח בשעבוד צף.³⁹ אכן, אחת הנפקויות המשפטיות המעשיות שבין שעבוד קבוע על נכסי חברה לבין שעבוד צף על נכסיה הוא סדר הפירעון שבין כל שעבוד כאמור לבין חובות בדין קדימה. כפיפותו של שעבוד צף לעדיפות הפירעון של חובות בדין קדימה הציבה אותו באופן מסורתי במעמד חלש, מבחינת הפירעון, בהשוואה לנושים המובטחים בשעבוד קבוע. כך באנגליה וכך אף בישראל. עם זה, בישראל תוקנה פקודת החברות בשנת התשמ"א. תיקון חקיקה זה שדרג את עדיפות הפירעון של שעבוד צף על פני שעבודים קבועים שנוצרו וששוכללו אחריו. לפי סעיף 169(ב) סיפה לפקודת החברות, שעבוד צף משופר עדיף משעבוד, בין קבוע ובין צף, שנוצר אחריו.⁴⁰ לעומת זאת, סדר הפירעון שבין שעבוד צף לבין חובות בדין קדימה הקבוע בסעיף 354(ג) לא שונה על ידי המחוקק.

19.12 תיקון החקיקה הנקודתי של סעיף 169(ב) עורר מחלוקת אקדמית בנוגע לסדר העדיפות בפירעון חובות בין שעבוד צף משופר לבין חובות בדין קדימה. חברי שלום לרנר סובר כי שדרוגו של השעבוד הצף בחקיקה יצר ברייה חדשה, השונה מבחינה מהותית מן השעבוד הצף המסורתי. אמנם, ברייה זו עדיין נושאת באופן רשמי את התואר "שעבוד צף", אך, מבחינה משפטית, מדובר בשעבוד שונה בתכלית מן השעבוד הצף המסורתי. לשיטתו, הוראתו של סעיף 354(ג) לפקודת החברות, הדוחה שעבוד צף מפני חובות בדין קדימה, אינה מכוונת לסוג חדש זה של שעבוד כי אם לשעבוד הצף המסורתי לבדו.⁴¹ לדעתו, שעבוד צף משופר עדיף מחובות בדין קדימה, כדין כל שעבוד קבוע.⁴²

38 ע"א 648/82 פקיד השומה לגביה מיוחדת נ' כונס הנכסים של יבנה תעשיות בניינים בע"מ (בפירוק), פ"ד לח(3) 813 (התשמ"ד-1984).

39 לפי סעיף 354(ד) לפקודת החברות, הוצאות הפירוק נפרעו לפני חובות בדין קדימה. ממילא, הוצאות הפירוק היו עדיפות אף מחוב המובטח בשעבוד צף. עם זה, פסק בית המשפט העליון כי הוצאות פירוק נהנו רק מעדיפות על פני שעבוד צף אשר לא התגבש טרם הפירוק. לעומת זאת, אם השעבוד הצף התגבש באמצעות מינוי כונס נכסים לאכיפתו, טרם מתן צו הפירוק, הרי שהוא הופך לשעבוד קבוע, ועל כן נהנה מעדיפות על פני הוצאות המפרק. ראו רע"א 10215/01 עו"ד בלש, בתפקידו כמנהל מיוחד נ' כונס הנכסים הרשמי מחוז באר-שבע (פורסם בנבו, מיום ט"ז סיון התשס"ה, 23.6.2005) (בעניין לבידי אשקלון בע"מ). ראו עוד בעניין זה לעיל פסקה 16.7, ה"ש 26. באופן מוזר ומפתיע פסק גם בית הלורדים באנגליה כי, שלא כחובות בדין קדימה, הוצאות הפירוק אינן משולמות בעדיפות מתוך נכסים המשועבדים בשעבוד צף. ראו Buchler v. Talbot [2004] UKHL 9. ברם, פסיקה זו בוקרה קשות בספרות המקומית שם. ראו, למשל, Riz Mokhal, *What Liquidation Does for Secured Creditors, and What It Does for You*, 71 MODERN L. REV. 699 (2008). לביקורות נוספות ראו האזכורים שם, ה"ש 4. פסיקה זו של בית הלורדים נהפכה מאוחר יותר במפורש בחקיקה. ראו Insolvency Act, 1986 §176ZA, כפי שהוסף על ידי Companies Act, 2006 §1282, Ch. 46.

40 על השעבוד הצף המשופר בישראל ראו לעיל פסקאות 16.9–16.10.

41 שלום לרנר **שעבוד נכסי חברה** 241–242 (התשנ"ז).

42 גישתו של לרנר מקרבת את השעבוד הצף המשופר לשעבוד האמריקני על כלל נכסיו של חייב מכוח Article 9 ל-UCC. שעבודים רחבי היקף אלה מכונים שם בכינוי floating lien או blanket lien. ראו לעיל פסקה 16.53, ה"ש 163.

חברתי צפורה כהן ואנוכי חולקים, בכל הכבוד, על לרנר. לדעת כהן ולעניות דעתי, כאשר תיקן המחוקק את סעיף 169(ב) סיפא לפקודת החברות, הוא לא התכוון לשנות מן היסוד את השעבוד הצף, כי אם לשפר את מעמדו רק בהשוואה לשעבודים מאוחרים. לעומת זאת, בסדר הפירעון שבין השעבוד הצף לבין חובות בדין קדימה לא נגע המחוקק, ולא בכדי. שאלת העדיפות בין שעבוד צף, אשר הוא שעבוד רחב היקף, לבין חובות בדין קדימה, אשר רבים מהם של נושים בלתי רצוניים, מעוררת שיקולי מדיניות שונים משאלת סדר הפירעון בין שני שעבודים רצוניים.⁴³ על כן, לשיטתנו, סעיף 354(ג) לפקודת החברות חל אף על שעבוד צף משופר. אף שעבוד זה כפוף לעדיפות חובות בדין קדימה.⁴⁴ בתי המשפט בישראל לא ניתחו שאלה פרשנית זו בעיון. עם זה, בתי המשפט מתייחסים לכלל השעבודים הצפים כאל שעבודים הנחותים בעדיפותם מחובות בדין קדימה, בלי להבחין בין שעבוד צף רגיל (או: מסורתי) לבין שעבוד צף משופר.⁴⁵

19.13 יוער כי גישת כהן וגישתי מעוררות שאלה פרשנית מעניינת, אשר גישתו של לרנר פטורה מלהידרש לה. לפי שיטתנו, סדרי עדיפות הפירעון עלולים להיקלע למעגל בלא מוצא בין שלושה מיני נושים: שעבוד צף משופר מוקדם בזמן עדיף משעבוד קבוע מאוחר יותר. השעבוד הקבוע עדיף מחובות בדין קדימה ואלה, לשיטתנו, עדיפים מהשעבוד הצף המשופר. נסיבות אלה אכן עלולות להציב בעיה פרשנית מאתגרת. לבעיה זו הציע כל אחד מאתנו פתרון שונה. כהן הציעה כי תחילה ייפרע בעל החוב המובטח בשעבוד הצף המשופר, אולם רק עד סכום החוב המובטח בשעבוד הקבוע או עד הסכום המובטח בשעבוד הצף המשופר עצמו, לפי הנמוך מבין השניים. לאחר מכן, ככל ששיעור החוב המובטח בשעבוד הקבוע גבוה משיעור החוב המובטח בשעבוד הצף המשופר, ייפרע בעל החוב המובטח בשעבוד הקבוע בשיעור ההפרש בין שני סכומים אלה. בשלב הבא ייפרעו בעלי החובות בדין קדימה. לבסוף, ייפרע בעל השעבוד הצף המשופר בשיעור יתרת חובו (ככל שנותרה יתרה כאמור), ולאחריו – בעל השעבוד הקבוע בשיעור יתרת חובו (ככל שנותרה יתרה כאמור).⁴⁶ להדגמת הצעתה של כהן, נניח כי החוב לבעל השעבוד הקבוע הוא 100, החוב לבעל השעבוד הצף המשופר הוא 150 והחובות בדין קדימה הם 50. נניח עוד כי יש בבעלות החייב נכס אחד בלבד השווה 200. לפי הצעתה, בעל השעבוד הצף המשופר ייפרע תחילה בשיעור 100 בלבד (שיעור חובו של בעל השעבוד הקבוע). בשלב זה, נותר שווי של 100 בקופת החייב. מכיוון ששיעור החוב המובטח בשעבוד הקבוע נמוך משיעור החוב המובטח בשעבוד הצף המשופר, לא ייפרע בעל השעבוד הקבוע בשלב זה. עתה ייפרעו החובות בדין קדימה בשיעור חובותיהם, היינו 50. מן ה-50 הנותרים ייפרע בעל השעבוד הצף המשופר. התוצאה הסופית היא אפוא כי בעל השעבוד הצף המשופר והחובות בדין קדימה נפרעו במלוא חובותיהם (כלומר 150 ו-50, בהתאמה) ובעל השעבוד הקבוע כלל לא נפרע בפועל.

43 שיקולי מדיניות אלה נוגעים למעמדו המונופוליסטי של השעבוד הצף ולפגיעתו הרעה האפשרית בנושים בעל כורחם, כגון הנושים הנהנים מדין קדימה. השוו גם Cork Report ¶¶ 1530–1531.

44 דוד האן "השעבוד הצף בעדיפויות מעגליות" מחקרי משפט טו 117 (התשנ"ט); כהן, לעיל ה"ש 3, בעמ' 808–800.

45 ראו גם לרנר, לעיל ה"ש 41, בעמ' 244, ה"ש 224.

46 כהן, לעיל ה"ש 3, בעמ' 805. פתרון זה מושחת על פסיקתו של בית המשפט באנגליה ב- *Re Woodroffes (Musical Instruments), Ltd.* [1986] 1 Ch. 366.

לעומת זאת, הצעתי הייתה כדלקמן: תחילה יופרש מן הקופה סכום החוב המובטח בשעבוד הצף המשופר. מתוך סכום זה ייפרעו תחילה בעלי החובות בדין קדימה, ואם עדיין תיוותר יתרה היא תיפרע לבעל השעבוד הצף המשופר. אחר כך ייפרע בעל החוב המובטח בשעבוד קבוע. לבסוף ייפרעו בעלי החובות בדין קדימה בשיעור יתרת חובותיהם שבדין קדימה, ולאחריהם ייפרע בעל השעבוד הצף המשופר בשיעור יתרת חובו המובטח.⁴⁷ המחשה להצעתי זו, באמצעות הדוגמה המספרית שהובאה לעיל, הייתה מביאה לידי הפירעון הזה: מן הקופה יופרשו תחילה 150 (סכום החוב המובטח בשעבוד הצף המשופר), ומהם ייפרעו תחילה החובות בדין קדימה. משנפרעו החובות בדין קדימה (כלומר 50), ייפרע בעל השעבוד הצף המשופר בשיעור יתרת הסכום המופרש, כלומר 100. ה-50 הנותרים ישמשו לפירעון לבעל השעבוד הקבוע. התוצאה הסופית היא אפוא כי בעל השעבוד הצף המשופר יקבל 100, בעל השעבוד הקבוע יקבל 50 והחובות בדין קדימה ייפרעו בשיעור 50.

19.14 מכל מקום, דומה כי בעיה זו לא הייתה כה חמורה והרי היא בבחינת קושיית היגיון יותר מבעיה מעשית. הלכה למעשה, נטילתו של שעבוד צף משופר מונעת, תדירות, מן החברה הלווה לשעבד נכס מנכסיה לאחר מכן אף בשעבוד קבוע. מלווים-בכוח נרתעים מלהלוות לה בשל נחיתות פירעונם לעומת השעבוד הצף המשופר.⁴⁸ לפיכך, על פי רוב, לא נוצרו הנסיבות המעגליות האמורות. ההתמודדות היחידה לצורך הפירעון הייתה בין השעבוד הצף המשופר לבין חובות בדין קדימה. זאת ועוד, הנסיבות המעגליות אינן נוצרות כל עוד יש נכסים המשועבדים בשעבוד הצף המשופר, אשר מהם ניתן לפרוע את החובות בדין קדימה, מלבד הנכסים הכפופים לשעבוד הקבוע. חשוב מכך, לפי הדיון העיוני שיובא להלן בעניין מעמד הפירעון הראוי לרשויות השלטון ולחובות השכר לעובדים והיחס בין מעמד זה לבין מעמד הפירעון הראוי לחוב המובטח בשעבוד רחב היקף, תתייטר מאליה בעיית העדיפות המעגלית.⁴⁹

ג. דיון עיוני

1. רשויות השלטון – מעדיפות לשוויון

19.15 הטעם למתן עדיפות בפירעון תשלומי החובה לרשויות השלטון, בין באמצעות שעבודים ובין בדרך של דין קדימה, טעון עיון והעמקה. מדוע ראה לנכון הדין לבכר את פירעונם של חובות אלה על פני יתר החובות? כלום יש לתביעת תשלום שהיא פרי הוראה שלטונית מעמד משפטי נעלה יותר מאשר לתביעה שהוֹרְתָה בפעילות כלשהי במגזר הפרטי? מבחינה עיונית צרופה, כל תביעה היא פרי של הכרה משפטית שלטונית – כלומר, של רשות מרשויות המדינה – בזכותו של פלוני לגבות סכום כסף מזולתו. כל חוב מכוח חוזה או מכוח פסק דין מבטא הכרה משפטית בזכות הזכאי לאכוף על החייב את תשלום

47 האן, לעיל ה"ש 44, בעמ' 137–140.

48 על המונופול המימוני של השעבוד הצף ראו גם לעיל פסקאות 16.39–16.53.

49 המבקשים לתור עוד בסוגיה זו, בבחינת "דרוש וקבל שכר", יעיינו אצל האן, לעיל ה"ש 44, ובאסמכתאות ההשוואתיות המובאות שם.

החוב. ההכרה השלטונית היא המכוננת את הזכות כזכות משפטית. במה נפליה לטובה אפוא הזכות הכספית המפורשת בחקיקת המדינה מכל זכות אחרת של נושה להיפרע מחייבו?

19.16 מתן העדיפות לרשויות השלטון מרמז על תפישה ערכית שלפיה תשלומי החובה של האזרח לרשויות חשובים יותר מפירעון חובות לגורמים פרטיים. בפרק חמישה-עשר לעיל טענתי כי יש מקום להעדיף נושה אחד על פני יתר הנושים אם העדפה זו תקדם את היעילות הכלכלית או, לחלופין, תסייע בהגשמת צדק והגינות בין הנושים. כפי שיובהר להלן, לעניות דעתי, מתן עדיפות פירעון לרשויות השלטון אינו מקדם אף לא אחד מן הערכים האמורים. הטעם להטלת תשלומי חובה על ידי רשויות השלטון, בין הרשות הלאומית ובין הרשות המקומית, על האזרחים או התושבים הוא הצורך החברתי לממן את השירותים הציבוריים שכל אזרח במדינה או תושב ברשות המקומית מצפה לקבל מן השלטון. לשון אחר, אף רשויות השלטון הן ספקיות של טובין כלכליים לאזרח ולתושב. כנגד הספקה זו, זכאית הרשות לתשלום כספי. היא נושה ככל נושה אחר. אכן, לא כנושה הפרטי הרשות. הנושה הפרטי הרצוני זכאי לתשלום כספי כנגד הערך הכלכלי שהעביר לידי חייבו, או שהתחייב להעביר לידי, ובשיעור ההולם את הערך המועבר. לעומת זאת, רשות שלטון אינה מוגבלת לשיעור הטובין הכלכליים המורעפים על האזרח או התושב המסוים. הרשויות מטילות חובות תשלום על פי אמות מידה שונות.⁵⁰ אמות מידה אלה אמורות להיות ברורות, בנות חישוב מעשי ושוויוניות כלפי כל אזרח ותושב.⁵¹ ועם זה, בסופו של דבר, חובות התשלום לרשויות השלטון הן חוב כלכלי כנגד קבלת ערכים כלכליים מהן. על כן, אין לשאת פנים לתשלומי החובה לרשויות השלטון ולהעדיף את פירעונם על פני פירעון חובות לנושים אחרים של החייב, בהיעדר טעם ענייני של יעילות או של צדק.

(א) היעדר יעילות במתן עדיפות

19.17 טעמי היעילות המצדיקים הקניית עדיפות לנושה פלוני על פני יתר נושי החייב נסבו על השבחת הפיקוח על התנהגות החייב, או נושאי המשרה שבו, עובר לחדלות הפירעון ועל הפחתת ההסתברות לחדלות הפירעון עקב הפיקוח האמור.⁵² אף השמירה על שטף מסחרי והחשש מפני פגיעה חמורה בו עשויים להצדיק מתן עדיפות פירעון לנושים מסוימים. ניכר לעין שאף לא אחד משיקולים אלה מתקיים בנוגע לתשלומי חובה לרשויות השלטון. נבחן אחרון ראשון, וראשון אחרון. שיקולים של שטף מסחרי אינם מתאימים לנושה אשר מראש אינו מקיים קשר עסקי פרטי ורצוני עם החייב. רשויות השלטון פועלות במרחב הציבורי ומספקות שירותים למגזרים שלמים. הספקת שירותים אלה היא חובה של הרשויות המוטלת עליהן בחוק או על פיו. אין העניין נתון לשיקול דעתן. לפיכך, אי פירעון חוב של אזרח או של תושב לא יניא רשות שלטון מלספק את השירותים האמורים מעיקרא. אף השבחת הפיקוח על התנהגות החייב אינה שיקול המתאים למקרה של תשלומי חובה לרשויות השלטון. רשויות השלטון אינן עוסקות במעקב מקרוב אחר מצבו הכספי של האזרח ואחר כושר פירעונו. אמנם, רשות המסים

50 כך, למשל, אמת המידה הבולטת מכול היא מימוש נכסים כאירוע היוצר חבות מס. ראו על כך צילי דגן ואסף חמדני "מיסוי דיבידנדים והפחתת הון" **משפט ועסקים** ח 215 (התשס"ח).

51 צילי דגן "ההשלכות החוקתיות הנסתריות בדיני מיסים" **צדק חלוקתי בישראל** 261, 264–265 (מנחם מאוטנר עורך, התשס"א).

52 לעיל חמישה-עשר.

בוחנת את הכנסותיו האישיות של האזרח לצורך קביעתו של שיעור חבות המס שלו. אחת לתקופה גם נדרש אזרח להגיש לרשות הצהרת הון על כלל רכושו. אולם, אין הרשות בוחנת את התחייבויותיו השונות של האזרח או את תחזית תזרים המזומנים העתידי שלו. רשות המסים אף אינה בודקת את מידת היעילות שבניהול עסקיו של האזרח. מלבד רשות המסים, יתר רשויות השלטון אינן נדרשות כלל לבחינת מצבו הכספי של האזרח. כאמור, רשויות השלטון פועלות מכוח הדין לגבות את שמגיע להן לפי אמות מידה כלליות שנקבעו, המנותקות ממצבו האישי של אזרח פלוני או אלמוני. על כן, לא לרשויות אלה המלאכה לפקח על קשיים כספיים של חייב, ולהתריע עליהם מבעוד מועד.⁵³ באין פיקוח יעיל מצדן, אין הצדקה להקנות לרשויות השלטון מעמד עדיף בפירעון.

(ב) היעדר צדק במתן עדיפות

19.18 שיקולי הצדק וההגינות אף הם אינם מצדיקים מתן עדיפות לחובות כלפי רשויות השלטון. בהשוואה לכל נושה מן המגזר הפרטי, יכולת האכיפה והגבייה של רשויות השלטון גבוהה לאין ערוך. רשויות אלה מצוידות באמצעים יעילים במיוחד לגביית חובותיהן בלא להיזקק למערכת בתי המשפט וההוצאה לפועל. החקיקה מקנה לרשויות השלטון אמצעים חלופיים, יעילים ומגוונים כלפי חייבים (בני פירעון). כך, למשל, יש בכוחן של רשויות השלטון לעקל נכסי מיטלטלין של חייב, הנמנע מלשלם את חובותיו כלפיהן, ולמוכרם בהליך מהיר באופן יחסי.⁵⁴ הרשויות מוסמכות גם לעכב אישורים ורישיונות שונים, שהאזרח נזקק להם במהלך פעילותו היומיומית, עד אשר הלה יפרע תחילה את חובותיו כלפיהן. כך, למשל, המדינה מוסמכת לעכב אישור לרישום עסקה אצל רשם המקרקעין עד אשר ישולמו המסים המגיעים בעד אותם מקרקעין.⁵⁵ בדומה, המדינה מוסמכת לעכב לאזרח את חידוש רישיון הנהיגה שלו עד לפירעון מלוא הקנסות שהושתו עליו בשל עבירות תעבורה.⁵⁶ אף רשויות מקומיות נהנות מסמכויות דומות. כך, למשל, העירייה מוסמכת לעכב לתושב, אשר לא פרע לה את מלוא חובותיו על פי דין, את קבלת האישור מטעמה לשם העברת זכויותיו אצל רשם המקרקעין לידי קונה המקרקעין.⁵⁷ רשויות השלטון נהנות משירותיהן של מחלקות אכיפה וגבייה מטעמן האמונות על ניצול הכלים המשפטיים האמורים לשם גביית החובות המגיעים להן מן האזרחים

53 עם זה, אי תשלום נמשך של חובות לרשויות השלטון עשוי לשמש סימן המעיד על קשיים כספיים של חייב. נושה ערני עשוי להסתייע בסימן מעיד זה לתמיכה בבקשתו לפתוח הליך של חדלות פירעון בעניינו של החייב מחמת חדלות פירעונו.

54 סעיף 5 לפקודת המסים (גבייה). אם אין די מיטלטלין לגביית החוב, תוכל הרשות למכור אף נכסי מקרקעין של החייב לשם גביית החוב. ראו שם, סעיף 8. פקודת המסים (גבייה) דנה רק בגביית חובות המוגדרים כ"מס" לפי סעיף 2 לפקודה. ראו רע"א 2911/95 כונסי הנכסים של קול אטום מפעלי מתכת וחשמל בע"מ נ' צירית רמת-גן, פ"ד נג(1) 218 (התשנ"ט-1999).

55 סעיף 12 לפקודת המסים (גבייה).

56 תקנה 172ב לתקנות התעבורה, התשכ"א-1961.

57 סעיף 324(א) לפקודת העיריות [נוסח חדש]. ראו גם סעיף 10(א) לתוספת השלישית לחוק התכנון והבניה, התשכ"ה-1965.

והתושבים. התוצאה היא כי שיעור הגבייה הכללי של רשויות השלטון הוא גבוה.⁵⁸ הואיל ונתונים לרשויות השלטון אמצעי גבייה יעילים, עדיפים ומשוכללים כלפי חייביהן בעודם בני פירעון, לא יהיה צורך להוסיף ולהקנות להן עדיפות על פני יתר הנושים אף משהפכו אחדים מן החייבים לחדלי פירעון. לרשויות השלטון יש הזדמנות משופרת להיפרע מחייביהן מבעוד מועד, בטרם ישפיע הדבר אף על נושים אחרים של החייבים. אם הרשויות לא מיצו את ההזדמנות שהחוק הקרה לפנייהן בשלב זה, אין להן אלא להלין על עצמן. אין זה צודק שבמחיר איטיותן יישאו יתר הנושים.

זאת ועוד, בהשוואה בין הנושים השונים הזכאים לתשלום מן החייב חדל הפירעון, נראה כי יכולתן של רשויות השלטון לשאת בהפסדיה של גבייה חלקית גבוהה עשרת מונים מיכולותיהם היחסיות של נושים אחרים. מכל נושי החייב, שניים הם בעלי הגב הכלכלי האיתן לשאת בהפסדים הנובעים מקשייהם הכספיים של אחדים מלקוחותיהם, כאשר קשיים אלה אינם תלויים במשבר כללי הפוקד את המדינה כולה. נושה אחד הוא המלווה הפיננסי המקצועי, כגון בנק, הקשור עם לקוחות רבים ויכול לפזר היטב את סיכוני ההפסד הללו ולהטילם על יתר התקשרויותיו. הנושה האחר הוא רשות שלטון. אף היא מסוגלת לספוג הפסדים כספיים עקב אי גבייה מלקוח מסוים. נפילתו הכספית של אזרח או תושב אחד, או אפילו אחדים, אינה אות מבשר לתחילת משבר כספי שיפקוד רשות שלטון. אזרחים ותושבים במספר רב חבים תשלומים לרשות. את הפסדיה אצל החייב האחד היא מרוויחה, ויותר, אצל זולתו.⁵⁹ רשות שלטון אף לא תגיב על הפסד הנובע מאי גבייה מחייביה חדלי הפירעון בהעלאה נקודתית של שיעורי תשלומי החובה. שיעורי אי הגבייה מחמת חדלות פירעון אינם מחייבים את הרשות לשנות את שיעורי המסים הקבועים בחוק לעתים קרובות. שיעורי אי הגבייה מחמת חדלות פירעון הם זניחים יחסית וניתן להביאם בחשבון מראש בקביעת גובה המסים.⁶⁰ לפיכך, לעניות דעתי, אין זה צודק לגלות רגישות מיוחדת בקביעת סדרי הפירעון לרשויות השלטון לעומת הפירעון לנושים מן המגזר הפרטי. דווקא האחרונים עלולים להיפגע מאי פירעון כלפיהם באופן חמור יותר מהפגיעה שנפגעות רשויות השלטון. על כן, אף שיקולי הצדק וההגינות אינם מטילים את הכף לטובת רשויות השלטון ואינם מצדיקים את העדפת פירעון החובות של חייבים חדלי פירעון כלפיהן.

58 כן, למשל, שיעור גביית ארנונה בישראל עמד בשנת 2015 על כ-72%. ראו הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, **הרשויות המקומיות בישראל – 2015**, הודעה לתקשורת 120 (ח' אייר התשע"ז, 4.5.2017). לעומת זאת, שיעור גביית דמי מזונות מחייבים הוא נמוך. ראו **הכנסת, מרכז המחקר והמידע** "נתונים על גבייה בתיקי מזונות" (מכתב לח"כ אורלי לוי-אבקסיס מיום ח' תשרי התשע"ז, 10.10.2016), זמין באתר: <https://www.knesset.gov.il/mmm/data/pdf/m03895.pdf>.

59 זאת ועוד, את הפסדיה של רשות שלטון אצל החייב היא עשויה להרוויח, ולו באופן חלקי, מהגדלת שיעורי הפירעון אצל יתר נושיו. הגדלת שיעור פירעונם מפחיתה את שיעורי החוב האבוד אשר נושים אלה מנכים מבסיס הכנסותיהם החייבות במס. ראו Cork Report ¶ 1416.

60 אמנם גביית המסים על ידי הרשויות נועדה לרווחתם של האזרחים והתושבים כולם, אולם אי גבייה מחמת חדלות פירעון, בשל זניחותה, אינה משפיעה במידה ניכרת על השירותים שהרשות מספקת לאזרח או על איכותם. השווה Cork Report ¶¶ 1410–1411. Admiralty v. Blair's Trustee [1916] 1 S.L.T. 19; Cork Report ¶¶ 1410–1411. דווקא גורמים רבים אחרים גורעים מהמידה ומהאיכות של השירותים שהמדינה מספקת לאזרחיה או שמספקת הרשות המקומית לתושביה, ובהם חוסר שיקול דעת בהקצאת המשאבים ובניצולם, בזכויות מיותרים, תטיות והעדפות בלתי ענייניות, ועוד.

(ג) ביטול העדיפות באנגליה ובארצות נוספות

19.19 לאור האמור לעיל, לא נותר אלא לתהות שמא השיקול האמיתי שביסוד עדיפות הפירעון של רשויות השלטון הוא קרבתן למחוקק ודאגה לעניינן הכלכלי תחילה, יתרון שלא בנקל יוותרו עליו. למצער, יש להבהיר כי שורש העדיפות נובע מהשתלשלות היסטורית מימי המנדט הבריטי בארץ ישראל. סוף סוף, הן פקודת החברות והן פקודת פשיטת הרגל נחקקו אז. דין הקדימה של חובות מסוימים נקבע כבר אז. אולם מעניין כי דווקא אנגליה, שממנה ינק המשפט בישראל את קדימותן של רשויות השלטון, שינתה את עמדתה הערכית בנוגע למעמדן של רשויות אלה כנושות של חייבים חדלי פירעון. ה-Enterprise Act, 2002 תיקן תיקוני חקיקה מרחיקי לכת בדיני חדלות הפירעון האנגליים. אחדים מתיקונים אלה נובעים מהמלצותיה של ועדת Cork משנת 1982, אשר הדו"ח שהגישה לפרלמנט הבריטי היה מקור ההשראה העיקרי לחקיקת ה-Insolvency Act, 1986.⁶¹ אחדות מהמלצותיה, אשר לא התקבלו בשעתן כחלק מה-Insolvency Act, חוקקו לבסוף בתיקוני החקיקה של שנת 2002. אחד התיקונים החשובים הוא ביטול מוחלט של כל עדיפות פירעון שממנה נהנו קודם לכן רשויות השלטון. משנת 2002 אין עוד דין קדימה לחובותיו של חדל הפירעון כלפי רשויות השלטון.⁶² רשויות השלטון הפכו לנושות לא-מובטחות, רגילות, כשאר הנושים.⁶³ אף ארצות נוספות, כגון קנדה, ניו-זילנד, אוסטרליה, גרמניה וצרפת, צמצמו ביותר את עדיפות הפירעון לרשויות השלטון.⁶⁴

19.20 בשל היעדר טענות של ממש התומכות בעדיפותו של פירעון החובות לרשויות השלטון, יש לבטל, לטעמי, עדיפות זו גם אצלנו בישראל. אין לקדש כלל משפטי אך בשל קיומו ההיסטורי. באין הצדקה עניינית לכלל, אין לו מקום בספר החוקים. דברים אלה מקבלים חיזוק כאשר זו המגמה העדכנית המסתמנת אף בארצות חשוכות אחרות ברחבי העולם. על כן, טוב היה עושה המחוקק לו ביטל את דין הקדימה של חובות לקופת המדינה ולקופת הרשויות המקומיות בגין מסים ותשלומי חובה שבהם התחייב חדל הפירעון כלפיהן אך טרם פרע אותם עובר לפתיחתו של ההליך הקיבוצי.⁶⁵ אף לשעבודים מכוח חוק, המקנים לרשויות השלטון מעמד של נושה מובטח, אין מקום בדין. אכן, ראוי להקנות לרשויות סמכויות לעכב מתן אישורים הדרושים לאזרח או לתושב כל עוד לא פרע את חובו לרשות. ברם, כפי שפירשה הפסיקה הישראלית בצדק, סמכויות אלה צריך שתהיינה מוגבלות

61 לסקירה תמציתית של דיני חדלות הפירעון באנגליה ראו לעיל פסקאות 4.56–4.58.

62 Enterprise Act, 2002 §251.

63 ואולם, לביקורת על ביטול דין הקדימה לרשויות השלטון באנגליה ראו RIZWAAN J. MOKAL, CORPORATE AND INSOLVENCY LAW – THEORY AND APPLICATIONS 129–130 (2005) (מעריך ומחשב כי שינוי חקיקה זה יוסיף בממוצע לנושה לא-מובטח פחות מחצי פני בפירעון חובו).

64 Barbara K. Morgan, Should the Sovereign Be Paid First? A Comparative International Analysis of the Priority for Tax Claims in Bankruptcy, 74 AM. BANKR. L.J. 461, 469 (2000); Jacob S. Ziegel, Canada's Phased-In Bankruptcy Law Reform, 70 AM. BANKR. L.J. 383, 409 (1996); Christoph G. Paulus, The New German Insolvency Code, 33 TEX. INT'L L.J. 141, 144 (1998); Heinz-Joachim Freund, Germany, in DIRECTORS' LIABILITIES IN CASE OF INSOLVENCY 271, 277 (Anker Sorensen ed., 1999).

65 יש להצטער על כך שהמחוקק החמיץ את ההזדמנות שנקרתה בפניו בעת חקיקת חוק חדלות פירעון והותיר חובות תשלום לרשויות המדינה כחובות בדין קדימה. ראו להלן פסקאות 19.38–19.42.

לנסיבות שבהן החייב הוא בר פירעון. כאשר החייב אינו משלם, חרף יכולתו, העיכוב במתן אישורים ישמש אמצעי גבייה יעיל לטובת הרשויות. ברם, כאשר אי התשלום נובע מחדלות פירעון של החייב, אין הצדקה להעניק לרשות בכורה בפירעון, מכוח סמכותה לעכב מתן אישורים, על פני הנושים האחרים של החייב.

19.21 עם זה, לטעמי, חבות אחת במס עודנה ראויה ליחס משפטי שונה מן היחס לשאר החובות. זוהי החובה להעביר לידי רשויות המס ניכויי מס במקור. ניכויים במקור של מס הכנסה משכר העבודה של העובדים בשירותו של חדל הפירעון נהנו מדין קדימה לפי פקודת פשיטת הרגל ופקודת החברות.⁶⁶ לעומת זאת, ניכויים במקור של מסים אחרים, כגון ניכויים במקור של תשלומי ביטוח לאומי של העובדים, לא נהנו מדין קדימה כאמור. החובה להעביר ניכויי מס במקור היא שונה מכל חוב אחר שיש לחדל הפירעון. חובה זו אינה חוב של חדל הפירעון כלפי נושהו. חובות המס האמורים הם חיובים משפטיים של הזולת כלפי רשויות השלטון. ניכוי במקור משכר העבודה של עובד הוא ניכוי תשלום שבו העובד חב על פי דין כלפי רשויות השלטון. המעביד אינו היריב המשפטי המהותי של רשויות השלטון. אמנם, המעביד מחויב על פי חוק לנכות את המס במקור ולהעבירו לידי רשויות השלטון, אך בעשותו כן, הוא פועל בבחינת שלוח של העובד לטובת רשויות השלטון או כנאמן של הרשויות.⁶⁷ לא את כספו מעביר המעביד לידי רשויות השלטון, כי אם את כספו של העובד. לפיכך, משנוכו הכספים במקור לטובת רשויות השלטון, ועד שישולמו להן בפועל, הם מוחזקים על ידי המנכה כשלוח לטובת הרשויות או כנאמן שלהן. חדלות הפירעון של השלוח אינה פוגעת לרעה בצד השלישי אשר הוא המוטב של השליחות.⁶⁸ בדומה, חדלות הפירעון של נאמן אינה פוגעת לרעה בנהנה על פי הנאמנות.⁶⁹ הכספים שנוכו למענו אינם חלק מרכושו של חדל הפירעון. מעיקרא, לנושי חדל הפירעון אין כל תביעה בנוגע להם. בכך ניכויים במקור שניכה חדל הפירעון שונים ממסים ומתשלומי חובה שנישום בהם חדל הפירעון כחייב. האחרונים הם חובות של קופת חדלות הפירעון. כאשר להם, ראוי, כאמור, לקבוע כי אף רשויות השלטון אינן אלא נושות לא-מובטחות. לעומתם, ניכויים במקור הם כספים שעל חדל הפירעון להעביר במלואם לרשויות השלטון. כספים אלה הם מחוץ לתחום של נושי חדל הפירעון.⁷⁰ על כן, לטעמי, הדין שחל עד כה בעניין מעמד כספים שנוכו במקור, ראוי היה לתיקון כדלקמן:

- 66 סעיף 354(א)(2) לפקודת החברות; סעיף 78(2) לפקודת פשיטת הרגל.
- 67 ע"א 4351/01 מפרק ח.א. מזון בע"מ נ' אגף המכס והמע"מ, פ"ד ס(1) 467, 477 (התשס"ו-2005); ע"א 438/90 פקיד שומה חיפה נ' הד הקריות בע"מ, פ"ד נא(5) 668, 688 (התשנ"ח-1997).
- 68 סעיף 14(ב) לחוק השליחות, התשכ"ה-1965. ראו גם אהרן ברק חוק השליחות כרך ב 1253 (התשנ"ו).
- 69 סעיף 3(ב) לחוק הנאמנות, התשל"ט-1979; עניין ח.א. מזון, לעיל ה"ש 67, בעמ' 474-475.
- 70 זו גם הגישה הקנדית. ראו Morgan, לעיל ה"ש 64, בעמ' 486. ה-Enterprise Act, 2002 האנגלי ביטל אף את עדיפותן של רשויות השלטון בנוגע לניכויי מס במקור שניכה חדל הפירעון משכר חייבי המס האמיתיים וטרם העבירם לידי הרשויות. טעם אפשרי לגישה שונה זו עשוי להיות שלרשויות השלטון יש אפשרות משופרת לעקוב אחר מידע ולאסוף אותו, בהשוואה לנושים אחרים. לפיכך, אם הרשות השתתה בגביית ניכויי המס שהיא זכאית להם, חרף המידע שבידיה על אודות מצבו הכספי של המנכה וחרף

- (א) הניכויים במקור אשר ייהנו ממעמד מוגן בעת חדלות פירעון של המנכה יהיו כל ניכויי המס במקור על פי חוק, ולא רק ניכוי מס הכנסה במקור משכר העבודה של עובדי חדל הפירעון.
- (ב) הניכויים במקור לא ייהנו מדין קדימה גרידא, בבחינת חוב של המנכה כלפי הרשות. כספים אלה ייחשבו למוחזקים בנאמנות בעבור רשויות השלטון. לפיכך, לא ייכללו בקופת החייב העומדת לפירעון לנושיו.

2. נושים נזיקיים – עדיפות, נחיתות או שוויון?

(א) טענות נגד השוויון

19.22 על פי הדין הנוהג, נושים נזיקיים אינם נהנים מעדיפות כלשהי בחדלות פירעון של החייב. הם נפרעים כנושים לא-מובטחים, בשוויון עם נושים אחרים כמותם. ברם, בספרות המשפטית הועלו טענות אחדות נגד הדין הנוהג בעניין זה. טענה אחת מתמקדת בחוסר היעילות העלול לנבוע מכלל משפטי זה, המתבטא בהחצנות שליליות שפעילות חברה תחצין אל עבר נושיה הנזיקיים. הטענה האחרת מתמקדת בחוסר הצדק שבדחיית נושים בלתי רצוניים מפני נושים רצוניים (מובטחים).⁷¹ נבחן טענות אלה כסדרן.

(1) החצנות שליליות

19.23 לאחריות משפטית בנזיקין ישנן מטרות שונות שבמדיניות. המטרה הכלכלית העיקרית היא צמצום סיכוני נזק – כלומר, צמצום מכפלת הסתברות הנזק בשיעורו.⁷² הפחתת הנזק תושג באמצעות הטלתה של אחריות כספית על מי שעשוי לנקוט אמצעי זהירות יעילים למניעת הנזק. מי שיש בידו לצמצם את סיכוני הנזק בעלויות הזולות ביותר, הוא אשר ראוי להטיל עליו את האחריות המשפטית לנזק. ההנחה היא כי הטלת האחריות המשפטית עליו, וחיובו בתשלום פיצויים כספיים, ימריצו אותו לבדוק את העלויות הכרוכות במניעת הנזק ולנקוט את אמצעי הזהירות הראויים מבחינה חברתית למניעת הנזק. פעילותה המסחרית של חברה עלולה לגרום נזקים, בין בגוף ובין בממון, לרכיבים ושונים. חברה מזיקה כאמור עלולה לחוב חבות משפטית כלפי הניזוקים.⁷³ ברם, חבות משפטית זו לא בהכרח

יכולות האכיפה המשופרות שלה, הרי היא פוגעת ביתר הנושים. הללו ממשיכים להתקשר עם אותו חייב בלי לדעת את מצבו בכלל ואת עובדת הצטברותם של חיובי המס שלו בפרט (המידע על אודות חיובי המס של נישום אינו גלוי). רשות המשתהה כאמור אין לה להלין אלא על עצמה. ראו Morgan, שם, בעמ' 468.

71 Hanoch Dagan, *Restitution in Bankruptcy: Why All Involuntary Creditors Should Be Preferred*, 78 AM. BANKR. L.J. 247 (2004).

72 מטרה חשובה אחרת של האחריות בנזיקין היא השגת צדק מתקן באמצעות פיצוי הניזוק והשבתו למצבו הטרם נזיקי. ראו, למשל, Ernest J. Weinrib, *Correlativity, Personality, and the Emerging Consensus on Corrective Justice*, 2 THEORETICAL INQ. L. 107 (2001); Gerald J. Postema, *Introduction: Search for an Explanatory Theory of Torts*, in PHILOSOPHY AND THE LAW OF TORTS 1, 9–15 (Gerald J. Postema ed., 2001).

73 לדיון בסוג האחריות הרצוי בנזיקין ראו Steven Shavell, *Strict Liability Versus Negligence*, 9 J. LEG. STUD. 1 (1980).

תמריץ את בעלי העניין הכלכלי בחברה לנקוט אמצעי זהירות למניעת התממשותו של הנזק. בעלי המניות בחברה עלולים לגלות אדישות לנזק העלול לנבוע מפעילותה של החברה. כל עוד עשויה הפעילות האמורה לקדם את רווחיות החברה, יבקשו בעלי המניות לקדם פעילות זו בהגדילה את תוחלת הרווח האישי שלהם. מנגד, החבות המשפטית שפעילות כאמור עלולה להשית על החברה אינה מרתיעה את בעלי המניות על רקע אחריותם המוגבלת ואישיותה המשפטית הנפרדת של החברה. מנקודת ראותו של בעל המניות, הפעילות המזיקה של החברה לא תסכן אלא את הסכום שהשקיע בחברה כנגד קבלת מניותיה. לפיכך, הטענה היא כי האחריות המוגבלת של בעלי המניות מעודדת החצנה של סיכוני הנזק אל עבר הניזוקים. מכיוון שהחברה לא תבחן את העלויות הכרוכות במניעת הנזק כנגד הנזקים הצפויים, פעילות החברה לא תווסת. החברה תפעל באופן מזיק יתר על המידה ובלתי יעיל.⁷⁴ החשש מפני החצנות שליליות של סיכוני נזק גובר עוד בשל מעמד הפירעון של הנושים הניזוקים בעת חדלות פירעונה של החברה. לכאורה, ניתן היה לצפות כי נושים אחרים של החברה יבקרו מבעוד מועד ויצרו את צעדיה המזיקים, שכן החבות המשפטית הניזקית עלולה לסבכה מבחינה כספית. ואולם, יתר נושי החברה, הן הנושים הלא-מובטחים והן הנושים המובטחים, אינם נושאים באופן מלא בסיכוני הנזק שפעילות החברה מסבה לנושיה הניזוקים. הנושים הלא-מובטחים, החולקים עם הנושים הניזוקים חלק יחסי שווה, נושאים אך במקצת עלויות הנזק לחברה. לעומתם, מצבם של הנושים המובטחים שפיר בהרבה. הללו לא יפגעו כלל מעלויות הנזק האמורות. כל עוד נושים מובטחים נפרעים בעדיפות מלאה מנושים נזיקיים, תשלומי הפיצויים לניזוקים לא ימומנו מן הסכומים העומדים לפירעון החובות המובטחים. לפיכך, הנושים המובטחים לא יתמחרו את עלויות הנזק הצפויות מפעילות החברה במחיר המימון. ממילא, עלויות אלה ייחסכו מבעלי מניותיה. הנושים המובטחים אף לא יפקחו על שיעורי החשיפה של החברה לסיכונים נזיקיים. מבחינתם, העניין היחיד הראוי לפיקוח הוא שווי נכסיה של החברה, המשמשים להם כבטוחה.⁷⁵ מימון ממונף של חברה, היינו מימון הנשען על נטילת אשראי, עשוי להגדיל את תוחלת הרווח לבעלי המניות. לפיכך, קיים חשש כי בעלי המניות והנושים המובטחים יחדיו יתירו לחברה לפעול באופן רווחי אף אם הוא מזיק, שכן הם ייהנו מרווחיותה בלא לשאת בעלויות הנזק.⁷⁶ מנגד, נושיה הניזוקים של החברה אינם מסוגלים לתמחר את עלויות הנזק. הלא נושים נזיקיים הם נושים מאונס. הם אינם בוחרים להתקשר עם החברה וממילא אין הם מתמחרים דבר. זאת ועוד, נושים אלה הם, על פי רוב, נושאי נזק חלשים. אין להם יכולת מוכחת לפזר את הנזק ביעילות. כאשר הם יסבלו נזק מן החברה, הדבר יפגע בהם באופן אישי ובאורח חמור.

74 David W. Leebron, *Limited Liability, Tort Victims, and Creditors*, 91 COLUM. L. REV. 1565, 1632 (1991) (ההחצנות יבוטאו, בין השאר, בכך שלמנהלים ייפתח פתח לקבלת החלטות שגויות ובלתי יעילות; פעילות החברה לא תבוטח; מוצרי החברה לא יתומחרו בהתאם).

75 שם, בעמ' 1637–1640.

76 Henry Hansmann & Renier Kraakman, *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate* Leebron; *Torts*, 100 YALE L.J. 1879, 1882–1884 (1991). לעיל ה"ש 74, בעמ' 1636–1940.

(2) הגינות וצדק

19.24 שלא כנושים הרצוניים, נושים נזיקיים הפכו בעל כורחם לנושים.⁷⁷ לפיכך, אין הם מסוגלים לתמחר סיכונים מבעוד מועד.⁷⁸ בשעה שהמזיק הופך לחדל פירעון, הם נפגעים ממנו פעמיים. לא זו בלבד שהם סבלו ממנו נזק, בשל מצבו הכספי העגום, אלא שהם גם לא יצליחו לקבל ממנו פיצוי ממוני על סבל זה. לא כן הנושים הרצוניים. הללו מתקשרים עם החייב מבעוד מועד ומביאים בחשבון את הסיכונים הכרוכים בהתקשרות משפטית זו. לנושים הרצוניים יש יכולת להתקין עצמם לחדלות הפירעון של החייב. הם יכולים לתמחר את מעמד הפירעון היחסי שלהם במחיר ההתקשרות עם החייב. לפיכך, הפגיעה בהם אינה כה חמורה ואנושה. אמנם כבר הערתי כי לא כל הנושים הרצוניים מתקשרים עם החייב באופן כה מחושב. עובדים, ולא פעם אף ספקים ונותני שירותים, לא בהכרח מתמחרים את סיכוני חדלות הפירעון של הצד שכנגד במחיר העסקה הנקשרת ביניהם. אולם, המלווים המקצועיים, כגון בנקים וחברות אשראי, מתמחרים באופן שגרתי ומושכל את סיכוני חדלות הפירעון של לווייהם. מוסדות אלה אף דואגים, כמצוות אנשים מלומדה, לתמוך את הלוואותיהם בבטוחות אישיות וקנייניות אשר יגדילו את הסיכויים לפירעון. מוסדות אלה הם, בדרך כלל, גופים גדולים ואיתנים באופן יחסי. הם מסוגלים להתמודד עם הפסד כספי עקב אי פירעון חוב כלפיהם טוב יותר מנושה בעל כורחו אשר לא שיער כי החייב יגרום לו נזק. בנקים ומוסדות אשראי מפזרים את נזקי אי הפירעון ורושמים חובות אבודים המנוכים מהכנסותיהם החייבות במס. חוש הצדק מתקשה אפוא לגנון על כלל משפטי המערך את החובות לבנקים ולחברות האשראי על פני הנושים הנזיקיים. אכן, שיקולי "כבשת הרש" זועקים כאן חמס במלוא מובן המילה. קביעת דין אחד לנושים הנזיקיים, הבלתי רצוניים, ולנושים הרצוניים, שלא לומר: דחייתם של הנושים הנזיקיים מפני נושים רצוניים מובטחים, משולה במידת-מה להעברה כפויה של עושר מן הנושים הנזיקיים (דרך חדל הפירעון) לכיסיהם של הנושים הרצוניים.⁷⁹ ודוקו, שיקולי הצדק לא יוכלו, לטעמי, להתעלם משיקולי היעילות שנמנו לעיל להעדפת חובות המובטחים בשעבודים על פני יתר הנושים, ולבטלם כליל. ברם, שיקולי הצדק מבקשים למתן את השוני הקיצוני שיוצרת עדיפות מוחלטת לטובת שעבודים רחבי היקף, ולאזנו באופן הוגן יותר.⁸⁰

77 Kraakman ו-Hansmann מבחינים בין נושה נזיקי לבין נושה חוזי באופן הזה: "The critical question is whether the victim was able, prior to the injury, to assess the risks she took in dealing with the firm and to decline to deal if those risks seemed excessive in comparison with the net advantages she otherwise derived from the transaction. In other words, the question is whether the victim can reasonably be understood to have contracted with the firm in substantial awareness of the risks of injury involved. If so, then the liability should be considered contractual... If not, the victim should be considered an involuntary creditor." Hansman & Kraakman, לעיל ה"ש 76, בעמ' 1920–1921.

78 לשון אחר, לנושים כאמור אין כוח מיקוח מול החייב. ראו William P. Hackney & Tracey G. Benson, *Shareholder Liability for Inadequate Capital*, 43 U. PITT. L. REV. 837, 863–864 (1982).

79 דגן, לעיל ה"ש 71, בעמ' 273–274. לטענה דומה בעניין תביעת השבה ראו Andrew Kull, *Restitution in Bankruptcy: Reclamation and Constructive Trust*, 72 AM. BANKR. L.J. 265 (1998).

80 על שיקולים חלוקתיים דומים להגבלת עדיפותם של שעבודים רחבי היקף כלפי יתר הנושים, ראו לעיל פסקה 16.49.

(ב) הצעות לשיפור מעמד הנושים**(1) חבות אישית יחסית של בעלי המניות**

19.25 הטענות האמורות באשר למעמד הפירעון של נושים נזיקיים גרמו לכותבים שונים להציע חלופות פירעון בעבורם. Henry Hansmann ו-Renier Kraakman ביקשו למקד את פתרון המוצע בשורש הבעיה. לשיטתם, עיקר בעיית היעילות נובע מן העיוותים שיוצרת האחריות המוגבלת של בעלי המניות. בעיניהם, אין הצר שווה בנוזק המלך.⁸¹ לפיכך, הם הציעו להטיל על בעלי המניות של חברה אחריות בלתי מוגבלת כלפי הנושים הנזיקיים שלה.⁸² לפי הצעתם, האחריות הבלתי מוגבלת של בעלי המניות לא תהיה אחריות יחד ולחוד, כי אם אחריות יחסית לשיעור ההחזקות של כל בעל מניות (*pro rata*).⁸³ הטלת האחריות על בעלי המניות תיאלץ את החברה ואת בעלי מניותיה להתחשב במלוא עלויות הנזקים שפעילות החברה מייצרת.⁸⁴ בכך תתוקן בעיית היעילות. לאור הצעה זו שלהם, מוסיפים Kraakman ו-Hansmann ומבהירים כי אימוצה ידרוש עדכון של סדר פירעון החובות בעת חדלות פירעון של החברה. לדבריהם, הנושים הנזיקיים של חברה כאמור יהיו שונים מיתר נושיה. הנושים הנזיקיים לא יתמודדו עוד על קופת חדלות הפירעון לבדה, כי אם יוכלו להיפרע אף מבעלי המניות של החברה. הרחבת מקורות הפירעון לנושים הנזיקיים מצדיקה את דחייתם מפני כל יתר נושי החברה. הנושים הנזיקיים לא ייפרעו עוד באופן שוויוני עם יתר הנושים הלא-מובטחים של החברה. הנושים הנזיקיים יהפכו, מכוח הצעתם, לנושים נדחים. עדיפותם תהיה רק על פני בעלי המניות.⁸⁵

(2) עדיפות פירעון על פני נושים רצוניים

19.26 David Leebron ביקר אף הוא את ההסדר המשפטי הנוהג של מעמד הנושים הנזיקיים. אף לשיטתו, האחריות המוגבלת של בעלי המניות מעוותת את התחשבות החברה בעלויות הנזק.⁸⁶ אולם, שלא כ-Hansmann ו-Kraakman, הוא סבר כי האחריות המוגבלת אינה שורש כל רע בהקשר זה. Leebron טען כי לצד ההחצנות השליליות, עדיין פועלה של האחריות המוגבלת של בעלי המניות הוא רב תועלת. לטעמו, האחריות המוגבלת אינה אך עיקרון משפטי המעביר את נטל סיכוני הפסדיה של חדלות הפירעון של החברה מבעלי המניות אל הנושים, כי אם עיקרון המפחית את סך כל הסיכונים שכלל המשקיעים נחשפים להם. לפי עיקרון של אחריות בלתי מוגבלת, בין יחד ולחוד ובין אחריות

81 להשקפה כללית דומה ראו גם Henry G. Manne, *Our Two Corporation Systems: Law and Economics*, 53 VA. L. REV. 259, 263 (1967); Richard A. Posner, *The Rights of Creditors of Affiliated Corporations*, 43 U. CHI. L. REV. 499, 506–507 (1976); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Limited Liability and the Corporation*, 52 U. CHI. L. REV. 89 (1985).

82 Hansmann & Kraakman, לעיל ה"ש 76.

83 שם, בעמ' 1880.

84 מחברים אלה אינם חוששים מפני החשיפה הכספית הגדולה אשר בעלי המניות ייחשפו אליה ומפני השפעותיה על נכונותם להשקיע השקעות בחברה מעיקרא. לטעמם, שיעור האחריות היחסית של בעלי המניות יהיה, ברוב המקרים, בשיעור בר ביטוח – שם, בעמ' 1903–1909.

85 שם, בעמ' 1901–1902.

86 Leebron, לעיל ה"ש 74.

יחסית, אין המבקש להשקיע בחברה מסוגל לחשב את שיעור ההפסד המרבי העלול להיגרם לו עקב ההשקעה בחברה. לעומת זאת, במשטר של אחריות מוגבלת, ההפסד המרבי הצפוי הן לבעלי המניות והן לנושים הוא בשיעור השקעותיהם בחברה, ולא יותר. האחריות המוגבלת מעודדת יזמות עסקית, בהפחיתה את הסיכונים הכרוכים בהשקעות במיזמים וברעיונות חדשים.⁸⁷ זאת ועוד, Leebron הדגיש את תרומתו של עקרון האחריות המוגבלת ליכולתם של משקיעים לגוון את השקעותיהם במיזמים שונים ובלתי תלויים.⁸⁸ אשר להפסדים שייגרמו לנושים בלתי רצוניים עקב האחריות המוגבלת, Leebron הקהה מעט את עוקץ הבעיה. הוא הבהיר כי לעוולות נזיקיות רבות יהיו אחראים, לצד החברה, נושאי משרה אשר התקיימו אצלם באופן אישי כל יסודותיהן של אותן עוולות נזיקיות.⁸⁹ אף כי נושאי משרה אלה אינם בעלי יכולת פירעון גבוהה, החבות האישית, כשלעצמה, תאלץ אותם להתחשב בעלויות הנזק ולהניא את החברה ממעורבות בפעילות מזיקה כאמור.⁹⁰ בעיית החצנת הנזק תיוותר, לטעמו, רק כאשר נושאי המשרה אינם חבים חבות אישית בעוולה. ברם, לטעמו, הפתרון לבעיה זו אינו ביטול האחריות המוגבלת, שכן בכך יאבדו גם יתרונותיו של העיקרון. תחת זאת, מציע Leebron לגרום לנושי החברה להתחשב בעלויות הנזק. כאמור, מעמד הפירעון הרעוע של הנושים הנזיקיים בדין הנוהג ממריץ אף את הנושים הרצוניים של חברה, לצד בעלי מניותיה, להתעלם מהפעילות המזיקה של החברה ומהשפעותיה על הנושים הנזיקיים. זאת, אף שנושים רצוניים רבים עשויים לבקר היטב את פעילותה העסקית של חברה. יתרה מזו, הוא מודה בפה מלא כי לא השתכנע ממגוון ההסברים שהוצעו בספרות למתן עדיפות לנושים בעלי שעבודים על פני נושים אחרים של חייב. לאור זאת, Leebron מציע לקבוע עדיפות פירעון לנושים הנזיקיים על פני כל הנושים הרצוניים של חברה.⁹¹ עדיפות זו תגרום לנושים הרצוניים להתחשב בעלויות הנזק (העדיפות מהן בפירעון) ולתמחר אותן במחיר האשראי שיגבו מן החברה (ובעקיפין – מבעלי מניותיה). בכך תושג, לדעתו, התוצאה הרצויה.

87 שם, בעמ' 1588–1595.

88 שם, בעמ' 1595–1600. ראו גם FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHER, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW Ch. 2 (1991).

89 Leebron, לעיל ה"ש 74, בעמ' 1626–1627. לאחריות אישית של מעוולים בשל פעילותם בחברה ראו גם ע"א 407/89 צוק אור בע"מ נ' קאר סקוירטי בע"מ, פ"ד מח(5) 661 (התשנ"ה-1994); ע"א 725/78 בריטיש קנדיאן בילדרס בע"מ נ' אורן, פ"ד לה(4) 253 (התשמ"א-1981).

90 Leebron, לעיל ה"ש 74, בעמ' 1632–1633.

91 שם, בעמ' 1643–1649. להצעה דומה מוקדמת יותר ראו ROBERT C. CLARK, CORPORATE LAW §2.4 (1986). להצעות דומות בשנים האחרונות ראו Dagan, לעיל ה"ש 71, Note, *Tort Creditor Superpriority*; and Other Proposed Solutions to Corporate Limited Liability and the Problem of Externalities, 2 GEO. MASON L. REV. 439 (1995); Note, *Switching Priorities: Elevating the Status of Tort Claims in Bankruptcy in Pursuit of Optimal Deterrence*, 116 HARV. L. REV. 2541, 2562 (2003). ראו גם, Note, *Tort Creditor Priority in the Secured Credit System: Asbestos Times, The Worst of Times*, 36 STAN. L. REV. 1045, 1080–1083 (1984); Kathryn R. Heidt, *Cleaning Up Your Act: Efficiency Considerations in the Battle for the Debtor's Assets in Toxic Waste Bankruptcies*, 40 RUTGERS L. REV. 819, 851–862 (1988); Lynn M. LoPucki, *The Unsecured Creditor's Bargain*, 80 VA. L. REV. 1887, 1907–1916 (1994).

(ג) הצעת – מניעת עדיפות מנושים נזיקיים והגדלת הפירעון לנושים לא-מובטחים

19.27 עמדת שונה מהצעותיהם של מלומדים אלה. אכן, אף דעתי אינה נוחה ממעמדם בדין הנוהג של הנושים הנזיקיים. נחיתותם לעומת הנושים המובטחים פוגעת ביעילות הפעילות המסחרית של החברה והיא קשה מבחינת ההגינות והצדק. ברם, לטעמי, אופן התיקון הראוי אינו זניחת האחריות המוגבלת של בעלי המניות ולא העדפה בררנית ומוחלטת של הנושים הנזיקיים מכל הנושים הרצוניים. אני שותף לחששו של Leebbron כי העמסת החבות הכספית כלפי נושים נזיקיים על כתפי בעלי המניות עלולה להרתיע הרתעת יתר מפני השקעות בחברות. ככל שהפעילות המזיקה של חברות הולכת ומסתעפת, בשל האצת ההתפתחות המדעית והטכנולוגית בעולם, שיעורי החבויות הנזיקיות נוסקים.⁹² שיעורי חבויות כאמור קשה לבטח. לפיכך, החשיפה האפשרית של בעלי המניות, על פי הצעתם של Hansmann ו-Kraakman, עלולה להיות קשה מנשוא. אף ההצעה החלופית, להעדיף את הנושים הנזיקיים על פני כלל הנושים הרצוניים, לוקה. מוקדם יותר הדגשתי כי, לעניות דעתי, קיימים נושים שונים אשר חרף כינויים "נושים רצוניים" אין הם מתמחרי סיכונים יעילים ומושכלים. כך הדבר, למשל, בנוגע לספקים ולנותני שירותים זעירים או בינוניים. נושים "רצוניים" אלה אף אינם נושאי סיכון יעילים. לפיכך, ההצעות השליליות מפעילות חברה פוגעות בהם באופן דומה לפגיעה בנושים הנזיקיים. נושים רצוניים כאמור אינם משתתפים בהחצנת סיכונים של חדלות הפירעון של החברה אל עבר הנושים הנזיקיים, כי אם סובלים מהחצנות אלה לצד הנושים הנזיקיים. על כן, סבורני כי כל פתרון של מתן עדיפות מוחלטת לאחד מנושים אלה על פני האחר לא יצלח. אין זה ראוי להקנות לנושים נזיקיים עדיפות מוחלטת על פני ספק בינוני, אולם גם אין זה ראוי להעדיף את הספק האמור על פני נושים נזיקיים, באמצעות תניית שיור בעלות, עיכבון, קיזוז או כל אמצעי אחר. הצד השווה שבנושים אלה הוא: כולם כאחד נפגעים מן ההחצנה הנגרמת עקב העדיפות המוחלטת של נושים מובטחים בעלי שעבודים רחבי היקף.⁹³ לפיכך, הצעתי היא לתקן את עיוותי העדיפות המוחלטת כלפי כל הנושים כאחד. תיקון זה ייעשה באמצעות אימוץ עקרון העדיפות החלקית של בעלי שעבודים על פני יתר הנושים, רצוניים ונזיקיים כאחד. לנושים בעלי שעבודים רחבי היקף תהיה אפוא עדיפות על פני יתר הנושים. ברם, מסכום החובות המובטחים יופרשו 15% לטובת פירעון ליתר הנושים.⁹⁴ יתר הנושים, רצוניים ונזיקיים כאחד, ייפרעו מתוך השיעור המופרש האמור באופן שוויוני. גישה זו היא אף גישתם

92 על חבויות נזיקיות בשיעורים כאמור ועל השפעותיהן במצבי חדלות פירעון ראו, למשל, Note, *The Manville Bankruptcy: Treating Mass Tort Claims in Chapter 11 Proceedings*, 96 HARV. L. REV. 1121 (1983); Thomas A. Smith, *A Capital Markets Approach to Mass Tort Bankruptcy*, 104 YALE L.J. 367 (1994); Mark J. Roe, *Bankruptcy and Mass Tort*, 84 COLUM. L. REV. 846 (1984); Alan N. Resnick, *Bankruptcy as a Vehicle for Resolving Enterprise-Threatening Mass Tort Liability*, 148 U. PA. L. REV. 2045 (2000); Yair Listokin & Kenneth Ayotte, *Protecting Future Claimants in Mass Tort Bankruptcies*, 98 NW. U. L. REV. 1435 (2004); G. Marcus Cole, *A Calculus Without Consent: Mass Tort Bankruptcies, Future Claimants, and the Problem of Third Party Non-Debtor Discharge*, 84 IOWA L. REV. 753 (1999).

93 על חוסר היעילות הנגרם מן העדיפות המוחלטת של שעבודים כאמור ראו לעיל פסקאות 16.30–16.34.
94 לעיל פסקה 16.47.

של Fried ו-Bebchuk שבוארה בהרחבה בפרק שישה-עשר לעיל.⁹⁵ בפרק האמור הצבעתי על היתרונות שבעדיפות החלקית של שעבודים רחבי היקף לעומת העדיפות המוחלטת. מצד היעילות, הפרשת חלק מן הנכסים המשועבדים לצורך פירעון ליתר הנושים תמריץ את הנושים המובטחים לפקח ביתר אדיקות על פעילותה של הנהלת החברה ועל סיכוני חדלות הפירעון שזו עלולה להשית על החברה. אכן, אחד הסיכונים שעליהם ייתנו הנושים המובטחים את דעתם במשטר העדיפות החלקית יהיה הסיכון הנוזקי הנובע מפעילות החברה ומעלויותיו המשפטיות. הנושים המובטחים יגרמו אפוא להנהלת החברה להתחשב בעלויות הכרוכות בסיכונים אלה. עקרון העדיפות החלקית הוא גם הגון וצודק יותר מעקרון העדיפות המוחלטת לטובת נושה זו או אחר. יש צדק בהעדפת נושים שאינם מסוגלים לתמחר את סיכוני חדלות הפירעון באופן מושכל, אולם, קשה לברר בדיוקנות מי מכל הנושים הללו ראוי לבכורה לעומת כל היתר. על כן, ראוי כי כל הנושים יחלוקו. אשר ליחס בינם לבין הנושים המובטחים, הנה עדיפות מוחלטת של הנושים שאינם מתמחרים סיכונים על פני הנושים המובטחים אמנם צודקת אף היא, אולם שכר הצדק במקרה זה ייצא בהפסדה המוחלט של יעילות שוק האשראי. ביטול כל עדיפות שהיא לשעבודים יביא לידי הפסד היתרונות הטמונים בשעבודים שנדונו בהרחבה בפרק חמישה-עשר. על כן, הפתרון הכולל הראוי בעיניי הוא אימוץ עדיפות חלקית לנושים המובטחים בשעבודים רחבי היקף. מתוך החלק המופרש משעבודים אלה, ומכל סכום נוסף שיימצא בקופה לאחר פירעון החובות המובטחים, ייפרעו כל יתר הנושים, רצוניים ושאינם רצוניים כאחד, פירעון שוויוני.

3. שכר העובדים – מעדיפות לזכאות כלפי הביטוח הלאומי

19.28 לפי הדין שחל, טרם חוק חדלות פירעון, שני אפיקים היו פתוחים לפני העובד והקנו לו יתרון על פני יתר נושיו של חדל הפירעון. האפיק האחד הוא דין הקדימה שחוב שכר העבודה זכה לו. האפיק האחר הוא תשלום גמלה של המוסד לביטוח לאומי בגין חוב שכר העבודה. ההיזקות לשני האפיקים בדין והחיבורים השונים ביניהם לא הניחו את דעתו. לעניות דעתי, אופן הפירעון האמור לעובדיו של חדל הפירעון בגין שכר עבודתם לקה בשלושה אלה:

- (א) יתרונות הפירעון של חובות בגין שכר עבודה לקו בכפילות מיותרת.
- (ב) הזכאות לגמלת המוסד לביטוח לאומי נשללה, שלא בצדק, מעובדיה של חברה בהבראה.
- (ג) דין הקדימה, שזכות החזרה של המוסד לביטוח לאומי נהנתה ממנו, אינו צודק.

נעמוד על שלושה עניינים אלה כסדרם.

(א) ייחוד גמלת הביטוח הלאומי וביטול דין הקדימה לעובד

19.29 חוב שכר העבודה של עובד עשוי היה להיפרע מקופתה של חדלות הפירעון בדין קדימה, אולם, כאמור, דין קדימה זה מוגבל בסכום. הסכום שנהנה מדין קדימה לכל עובד לא היה גבוה. אם המעביד חדל הפירעון חב לעובד גם פיצויי פיטורים, צמח סכום זה עד פי אחד וחצי (150%). יתרון פירעון זה לעובד אינו מענה חברתי משכנע על מעמדו המסורתי החלש של העובד. לא אחת, מעביד הנקלע

95 Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, 105 YALE L.J. 857, 859, 864–871, 882–883, 907–908 (1996)

לחדלות פירעון מעכב לעובדיו משכורות אחדות. בהנחה שהדין רואה בעובדים אוכלוסיית נושים הראויה להגנה יתרה והוא רגיש לזכויותיהם הכספיות, הקצבת הסכומים האמורים בדין קדימה נראית כמזור רפה ביותר לעובדים. אמנם עדיף חוב בדין קדימה כאמור מלא כלום, אולם לא מסכום נמוך כל כך ייושעו העובדים. לכאורה, אפוא, מתבקש פתרון פשוט ביותר: תיקון החוק וקביעת סכום גבוה בהרבה שייהנה מדין קדימה לכל עובד. דא עקא, פתרון זה, אף כי אפשרי הוא, אין הוא נטול קשיים. בשל חדלות הפירעון של המעביד וקיומם של נושים נוספים, הגדלת הסכומים שיופרשו רק לעובדים בדין קדימה תפחית עוד יותר את סכומי הפירעון, המדולדלים בלאו הכי, ליתר הנושים. לנוכח המצוקה הכספית של המעביד, והשאיפה לאזן בין הדאגה לעובדים, מצד אחד, לבין הדאגה ליתר הנושים, מצד אחר, מגבילים הדינים במדינות שונות את דין הקדימה לשכר העבודה.⁹⁶ לפיכך, הרגישות לזכויות העובדים דווקא בעת צרה כספית של מעבידים הביאה את המחוקק לידי הושטת סעד לעובדים מן הקופה הלאומית. כל עובד זכאי לגמלה מן המוסד לביטוח לאומי בגין שכר העבודה שטרם שולם לו. בשל כוחה הכספי העדיף של המדינה, נהנה העובד מגמלה בשיעור גבוה עשרת מונים מדין הקדימה העומד לזכותו בקופת חדלות הפירעון של מעבידו. זהו מענה הולם וממשי למצוקתם הכאובה של העובדים. יש בו כדי לפצות את העובד על עיכובי השכר שמהם סבל בשל קשייו הכספיים של מעבידו. ואולם, לעניות דעתי, קיומו של מנגנון מפצה זה מייתר את הצורך בדין הקדימה הקבוע לעובד בהליך חדלות הפירעון של מעבידו.⁹⁷ משנקבע כי העובד זכאי לתשלום חוב השכר, שהצטבר לזכותו, מן המוסד לביטוח לאומי, אין עוד כל טעם לזפותו אף בדין קדימה בפירעון החובות של מעבידו. אכן, יש שחוב השכר לעובד מסוים גבוה מתקרת הגמלה של המוסד לביטוח לאומי. על פי הדין שחל לפני חוק חדלות פירעון, בנסיבות אלה זכה העובד עוד בדין קדימה בנוגע לסכום חובו החורג מגמלת המוסד לביטוח לאומי, עד שיעור תקרת דין הקדימה שהייתה קבועה בחוק.⁹⁸ ברם, משבחרה המדינה – ובצדק – להירש למצוקות השכר של העובד בשל חדלות הפירעון של מעבידו, מדוע יש לקצוב את תמיכתה לשיעורין ולהשית את יתרת הפירעון על קופת המעביד חדל הפירעון? נכון יותר בעיניי למצות את הפירעון המועדף של שכר העבודה לעובד באמצעות גמלת המוסד לביטוח לאומי. בכך אכן תשתחרר קופת חדלות הפירעון מעול חובות אלה ותעמוד לרשות יתר נושיה. אם התקרה של גמלת המוסד לביטוח לאומי גבוהה מחוב שכר העבודה הממוצע של מעבידים חדלי פירעון, די בה. קיומם של חובות שכר עבודה החורגים מתקרה זו אינו מצדיק בעיניי נגיסה נוספת לטובת העובדים על חשבון יתר נושי חדל הפירעון. אם, לעומת זאת, חוב שכר העבודה הממוצע של מעבידים חדלי פירעון גבוה מתקרת הגמלה של המוסד לביטוח לאומי, ראוי לתקן את החוק ולעדכן את שיעור הגמלה המרבי בהתאם. ודוק, הצעתי היא לייחד את הפירעון המועדף לעובד ולפורעו באמצעות המוסד לביטוח לאומי.⁹⁹ עם זה, ברי כי כל יתרה בשל חוב שכר עבודה ופיצויי פיטורים שתיוותר לטובת עובד לאחר קבלת השיעור המרבי של גמלת המוסד לביטוח לאומי, תהווה חוב בר תביעה כלפי קופת חדלות הפירעון, אלא שמעמד הפירעון של חוב זה יהיה של חוב לא-מובטח. הוא ייפרע על בסיס עקרון

96 לעיל פסקה 19.8.

97 עמדה דומה הובעה על ידי ועדת Cork באנגליה. ראו Cork Report ¶¶ 1429–1433.

98 סעיף 192(א)(1) לחוק הביטוח הלאומי.

99 לדעה דומה ראו עומר קמחי "מעמדם וזכויותיהם של העובדים בהליך הקפאת הליכים – מבט השוואתי" משפט ועסקים יט 101 (התשע"ו).

השוויון יחד עם יתר החובות הלא-מובטחים. בהקשר זה, ראוי לשוב ולציין כי הצעתי – להמיר את העדיפות המלאה של שעבודים רחבי היקף בעדיפות חלקית – תשפר באופן יחסי גם את שיעור הפירעון שיזכה לו העובד מקופת חדלות הפירעון כחוב לא-מובטח.

(ב) זכאות העובד לגמלה בהבראת חברה – עניין קלאבמרקט

19.30 לפי לשון חוק הביטוח הלאומי, גמלת המוסד לביטוח לאומי עמדה לפני חוק חדלות פירעון לרשותו של עובד שמעבידו הוכרז כפושט רגל או שניתן צו פירוק נגדו.¹⁰⁰ ברם, אם המעביד הוא חברה שנכנסה להליך הבראה, עובדיו לא זכו לגמלה האמורה. המוסד לביטוח לאומי סבר כי אכן יש לפרש את חוק הביטוח הלאומי בעניין זה פירוש דווקני, לפי לשונו. לטעמו, כאשר המעביד נתון בהליך הבראה, ומקור פרנסתם של העובדים נשמר, אין צורך שהמדינה תתמוך מבחינה כלכלית בעובדים ותישא בנטל כלכלי כבד זה. אכן, בעניין קלאבמרקט הביע המוסד לביטוח לאומי נכונות לאשר גמלה לעובדי החברה אשר יפוטרו על פי התכנית להבראתה. לעומת זאת, לעובדי החברה הממשיכים לעבוד בעת הבראתה סירב המוסד לביטוח לאומי לאשר את הגמלה. בית המשפט המחוזי, מפי השופטת אלשיך, דחה את עמדת המוסד לביטוח לאומי וחייב אותה לשלם את הגמלה לעובדי קלאבמרקט, הגם שההליך המשפטי שננקט בעניין חברה זו היה הליך של הבראה.¹⁰¹ ואולם, הרכב מורחב של בית המשפט העליון הפך את פסיקתו של בית המשפט המחוזי. בית המשפט העליון קיבל את עמדתו של המוסד לביטוח לאומי וקבע כי חוק הביטוח הלאומי אינו מזכה בגמלה את העובדים של חברה בהליך הבראה.¹⁰² בית המשפט העליון נימק את פסיקתו בנימוקים אחדים. **נימוק אחד** הוא הפרשנות המילולית של חוק הביטוח הלאומי. לפי לשונו, סעיף 182 לחוק הביטוח הלאומי מזכה עובד בגמלה האמורה אם ניתן נגד מעבידו צו הכרזה בפשיטת רגל או צו פירוק. הסעיף אינו מתייחס באופן מפורש לצו הקפאת הליכים. בית המשפט העליון סבר שאין זה ראוי להרחיב את גדרו הסעיף ולצקת לתוכו תוכן נוסף בדרך של פסיקה. אליבא דבית המשפט העליון, הרחבת הסעיף היא עניין למחוקק לענות בו.¹⁰³ **נימוק שני** הוא שמתן הגמלה על ידי המוסד לביטוח הלאומי לעובדי החברה יזכה את יתר הנושים הלא-מובטחים של החברה בנתח פירעון גבוה יותר, שכן העובדים ייפרעו מן הביטוח הלאומי, ולא מקופת החברה. בית המשפט הבהיר שהגמלה נועדה להיטיב עם עובדי החברה ולא עם יתר נושיה.¹⁰⁴ **נימוק שלישי** של בית המשפט העליון לשלילת הגמלה בהבראה הוא כי, בשונה מפירוק, בהליך הבראת החברה שומרים העובדים על מקום עבודתם ואינם מפוטרים. מכיוון שהעובדים יוסיפו להשתכר בחברה גם מכאן ואילך פוחת הצורך ופוחתת החשיבות של תשלום הגמלה לעובד על שכרו מן העבר שטרם נפרע.¹⁰⁵

100 סעיף 182 לחוק הביטוח הלאומי.

101 פש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05, בש"א 24176/05 הנאמנים של קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ נ' המוסד לביטוח לאומי (פורסם בנבו, מיום כ"ו חשוון התשס"ח, 7.11.2007).

102 עניין קלאבמרקט, לעיל ה"ש 26.

103 שם, פסקאות 40–44 לפסק דינו של הנשיא גרוניס.

104 שם, פסקאות 30–32 לפסק דינו של הנשיא גרוניס.

105 שם, פסקאות 33–36 לפסק דינו של הנשיא גרוניס.

19.31 עם כל הכבוד לבית המשפט העליון, מבחינה עיונית מהותית פסיקתו של בית המשפט המחוזי בעניין קלאבמרקט נכונה בעיניי. לעניות דעתי, הנמקותיו האמורות של בית המשפט העליון לשלילתה של גמלת הביטוח הלאומי מעובדי חברה שנכנסה להליך הבראה אינן עומדות במבחן הביקורת. הנימוק הראשון מצמצם את הפיתוח של דיני חדלות הפירעון באמצעות פרשנות של בית המשפט. תחת זאת, בית המשפט בחר להותיר כל פיתוח כאמור להסדרה חקיקתית מפורשת וישירה בלבד, חרף השנים הרבות מאז שמתעורר הצורך המסחרי ועד למתן המענה לו בחקיקה.¹⁰⁶ יוער כי שנים אחדות קודם לפסיקתו בעניין קלאבמרקט, גילה בית המשפט העליון, בעניין דיור לעולה, נכונות להחלה שיפוטית של דין ביטול עסקאות בהבראה על דרך ההיקש לפירוק, ללא ביסוס מפורש לכך בחקיקה.¹⁰⁷ שני פסקי הדין הללו של בית המשפט העליון אינם עולים בקנה אחד. זאת ועוד: עניין קלאבמרקט נפסק בבית המשפט העליון לאחר שנחקק תיקון מס' 19 לחוק החברות. תיקון זה הוסיף לחוק, בין השאר, את סעיף 350טז לחוק החברות. סעיף זה מחיל בהליכי הבראה את הדינים החלים בפירוק חברה לפי פקודת החברות. מגמת הסעיף היא לאחד ולהשוות את דיני הפירוק וההבראה. שאלה היא אם לא יכול היה בית המשפט העליון להחיל את גמלת הביטוח הלאומי גם בהבראה באמצעות היקש להוראת סעיף 350טז האמורה.¹⁰⁸

19.32 הנימוק השני של בית המשפט העליון התמקד בזהותו של המוטב הנהנה ממתן הגמלה לעובדים בהבראה. לשיטת בית המשפט העליון, הקצאת הגמלה לעובדים על ידי צד שלישי, קרי: המוסד לביטוח לאומי, תותר ערך כלכלי גבוה יותר בקופת החברה המבריאה לטובת יתר נושיה. כלומר, הנהנים מהטבת הגמלה יהיו יתר נושי החברה, ולא דווקא עובדיה. ואולם, לפי הדין, כאשר המוסד לביטוח לאומי שילם לעובד של החברה את הגמלה האמורה, הוא היה זכאי לתבוע את קופת החברה כחליף של העובד. זוהי תביעת שיכוב. לאור תביעת שיכוב זו, תשלום הגמלה לעובד על ידי הביטוח הלאומי לא העלה ולא הוריד מבחינת הערך הכלכלי שנתר ליתר נושי החברה. מבחינת קופת החברה ומבחינת יתר נושיה, תשלום הגמלה לעובדים אך החליף את זהותו של בעל הזכות כלפי הקופה לתבוע את השכר הבלתי פרוע. לא היה בתשלום הגמלה כדי לשנות את שווי הקופה שנתר ליתר נושי החברה.¹⁰⁹

19.33 הנימוק השלישי הקהה מחשיבות הגמלה בהליך הבראה בשל המשך העסקת העובדים בחברה בהליך זה. ואולם, תשלום גמלת המוסד לביטוח לאומי לעובדי חברה שנקלעה לקשיים כספיים לא נועד לשמש תחליף להשתכרות עתידית שלהם. גמלה זו אינה מהווה גמלת אבטלה או הבטחת הכנסה.

106 ראו עוד לעיל פסקאות 4.52–4.55.

107 ע"א 3911/01 כספי נ' נס, רואה-חשבון (הנאמן לנכסי דיור לעולה בע"מ), פ"ד נו(6) 752 (התשס"ג-2002).

108 ראו גם יורם דנציגר, יואב פויזנר ורענן בן ישי "חקיקה שיפוטית בדיני חדלות פרעון" משפט ועסקים יג 61 (התש"ע).

109 ראו גם קמחי, לעיל ה"ש 99, בעמ' 121–122.

ייעודה של גמלה זו הוא לשמש מקור לפירעון חובות של שכר עבודה לעובדים שצבר מעביד **בעבר**, עובר להליך חדלות הפירעון. כאמור, הגמלה היא תחליף לפירעון חובות אלה מן המעביד עצמו. זכאותם של העובדים לפיצוי כאמור בגין העבר אינה תלויה כלל ועיקר בשאלה אם יש לעובדים עתיד של עבודה אצל המעביד הנוכחי, אם לאו. לפיכך, כל הבחנה בין עובדים המושתתת על ההליך הרשמי של חדלות הפירעון שבו נתון המעביד, או על גורל כל עובד בהליך חדלות הפירעון שבו נתון המעביד, היא הבחנה בלתי עניינית. לטעמי, ראוי כי כל עובד אשר נצבר לזכותו שכר עבודה בגין עבודתו, עובר להליך של חדלות פירעון, יהיה זכאי לגמלה מן המוסד לביטוח לאומי. אחת היא אם שמו של הליך חדלות הפירעון הוא פשיטת רגל, פירוק או הבראה. אמנם הבראת חברה עשויה להסיר בעתיד מעל המדינה את עולם של העובדים. כאשר הבראת חברה מצליחה ועובדים רבים זוכים לשמור את מקום עבודתם, נחסכות מן המדינה עלויות הכרוכות באבטלה ועלויות חברתיות נלוות. ברם, לחיסכון עתידי זה אין קשר לזכאות העובדים לקבל את אשר חבים להם בגין עבודתם בעבר.

19.34 חוק הביטוח הלאומי ופרשנותו על פי בית המשפט העליון אף יצרו הבחנה רשמית ובלתי עניינית בין סוגים שונים של הליכי חדלות פירעון. החוק זיכה עובדים בגמלת המוסד לביטוח לאומי כאשר מעבידם הוכרז כפושט רגל. מן הסתם, בעיני המחוקק, פשיטת רגל נתפשת כהליך של חדלות פירעון של חייב בשך ודם המקביל לפירוק חברה. ברם, דבר זה אינו נכון. הראיתי לעיל כי הליך פשיטת רגל של חייב בשך ודם ידמה לעתים לפירוק חברה ולעתים ידמה להבראתה. אכן, הליך פשיטת רגל המסתיים בפשרה או בהסדר בין החייב לבין נושיו דומה להבראת חברה, ולא לפירוקה. הסדר או פשרה עשויים להתגבש בין החייב לבין נושיו אף לאחר הכרזתו כפושט רגל.¹¹⁰ חוק הביטוח הלאומי זיכה עובדים בגמלה משהוכרו מעבידם כפושט רגל. החוק לא הבחין לעניין זכאות זו בין פשיטת רגל המסתיימת במימוש נכסים ובסיום יחסי העבודה בין העובדים למעבידם, לבין פשיטת רגל המסתיימת בפשרה או בהסדר המאפשרים לעובדים להוסיף לעבוד אצל המעביד. מדוע אפוא כאשר המעביד מאוגד כחברה, הבחין החוק בין הליך של חדלות פירעון המתאפיין במימוש נכסים (הפירוק), אשר במהלכו זכאים העובדים לקבל את הגמלה, לבין הליך המתאפיין בפשרה ובהמשכיות (ההבראה), אשר במהלכו נשללת מהם זכאות זו?¹¹¹

19.35 מצב משפטי זה אף עיוות מאוד את פתיחתם של הליכי חדלות הפירעון בישראל ואת ניהולם. השוני בין הליך הפירוק לבין הליך ההבראה בנוגע לזכאות העובדים לגמלת המוסד לביטוח לאומי גרם לעובדים ללחוץ על בתי המשפט לקבל צו פירוק רשמי של החברה-המעבידה. העובדים היו ערים לכך שרק הוצאת צו רשמי כאמור תסלול לפניהם את הדרך ללשכת המוסד לביטוח לאומי לקבלת הגמלה. כעובדים קשי יום, אשר משכורתם לא שולמה זה כמה חודשים, צעדם היה אך טבעי ומובן. ברם, מנקודת הראות של ההליך הרצוי בעניינה של החברה, ייתכן שדווקא הליך ההבראה עדיף מפירוק.

110 סעיף 52 לפקודת פשיטת הרגל.

111 ראו גם עניין קלאבמרקט בבית המשפט המחוזי, לעיל ה"ש 101, בפסקאות 3–6 לפסק הדין.

כאשר יש סיכוי, באמצעות הליך של הבראה, לשמר שווי עסקי של החברה, אשר עלול לרדת לטמיון בפירוקה, אין למהר ולפרקה. ניסיונם של העובדים להטות את בית המשפט להוציא צו פירוק גם במקרים אלה עלול היה לפגום במאמץ להצלת החברה. אמנם, לא פעם ניסו עובדים, וגם בעלי תפקיד, לפעול בבתי המשפט למען הבראת חברות, אולם בהליך הרשמי של פירוק. מטרתם הייתה ברורה: העובדים ביקשו לשמור את מקום עבודתם, ובו בזמן לזכות בגמלת המוסד לביטוח לאומי. ברם, מטריית הפירוק הנפרשת מעל לחברה מסכלת לא פעם את מאמצי ההבראה. לסוג ההליך נודע תפקיד לא-מבוטל בעיצוב התודעה בנוגע לעתיד החברה. המתקשרים עם החברה עלולים לפרש את הסוג הרשמי, הפירוק, כסוג של הליך הגורם לחיסול עסקיה של החברה, ולא להמשכם ולשיקומם. בתי המשפט היו ערים למצוקתם של העובדים. במאמץ להקל עליהם, לא פעם נעתרו בתי המשפט וציוו על פירוק החברה, חרף הכוונה לנסות ולשקמה, כדי שהעובדים יזכו בתשלום הגמלה. בעיניי, כל הפיתולים הללו, ושקילת השיקולים הרשמיים והבלתי ענייניים באשר לסוג של הליך חדלות הפירעון, היו מיותרים. כאשר ראוי להבריא חברה, יש לצוות על הבראתה, וכאשר ראוי לפרקה, יש לצוות על פירוקה. מהחלטה כבדת משקל זו יש לנפות כל שיקול טקטי. שאלת זכאותם של העובדים לגמלת המוסד לביטוח לאומי היא בעיניי שיקול טקטי בהקשר זה. יש להסירה ממסכת השיקולים אם לפרק חברה או להבריאה. שיקול זה יוסר מעל סדר היום לכשיושאו תנאי הזכאות של העובדים לגמלת המוסד לביטוח לאומי עת מעבידם נקלע להליך של חדלות פירעון, תוך ביטול כל הבחנה בין הליך אחד למשנהו. על כן, על רקע מצבור ביקורות אלה, נכון היה בעיניי לתקן את חוק הביטוח הלאומי ולקבוע בו במפורש כי עובדים זכאים לגמלת המוסד לביטוח לאומי אף כשנפתח הליך הבראה של מעבידם. תיקון כאמור נכלל בחוק חדלות פירעון.¹¹²

(ג) ביטול דין הקדימה לטובת המוסד לביטוח לאומי

19.36 מששילם המוסד לביטוח לאומי גמלה לעובד שמעבידו נקלע להליך של חדלות פירעון, צומחת למוסד זכות חזרה כלפי המעביד.¹¹³ המוסד לביטוח לאומי הופך לנושה של קופת חדלות הפירעון. זכות חזרה כאמור מקובלת במשפט האזרחי. מי שפרע את חוב חברו, זכאי לשוב ולהיפרע מן החייב המקורי.¹¹⁴ לפי עיקרון זה, החוק קובע כי מששילם המוסד לביטוח לאומי לעובד את הגמלה, ייחנה המוסד מדין הקדימה שנקבע לאותו עובד כלפי קופת חדלות הפירעון.¹¹⁵ מכיוון שהמוסד לביטוח

112 להלן פסקה 19.44.

113 סעיף 192 לחוק הביטוח הלאומי.

114 ביטוי לכך מצוי, בין השאר, בסעיף 9 לחוק הערבות, התשכ"ז-1967 (זכות ערב שפרע לחזור ולתבוע את החייב העיקרי), ובסעיף 14 לחוק המשכון (זכותו של הפודה משכון לחזור אל החייב העיקרי). עם זה, הפורע חוב של הזולת בלי שהיה חייב לכך כלפיו, אינו זכאי להשבה, אלא אם כן לא הייתה לזוכה סיבה סבירה להתנגד לפירעון החוב, כולו או מקצתו. ראו סעיף 4 לחוק עשיית עושר ולא במשפט, התשל"ט-1979.

115 סעיף 192(א)(1) לחוק הביטוח הלאומי.

לאומי יורש למעשה את תביעתו של העובד, הוא יורש אותה עם מעלת הפירעון שלה.¹¹⁶ הצעתי לעיל, כי דין הקדימה לעובדים יבוטל כליל וכי הפירעון המועדף של העובדים יתמצה בקבלת גמלה מן המוסד לביטוח לאומי. תוצאת הצעה זו היא כי זכות החזרה של המוסד לביטוח לאומי כלפי קופת חדלות הפירעון תזכה למעמד של חוב לא-מובטח בלבד. באין דין קדימה לנושה העיקרי, לא יוכל הנושה החלופי ליהנות מדין קדימה. ואולם, לדידי, שלילת דין קדימה מן המוסד לביטוח לאומי היא ראויה בלי קשר לשאלת מעמד הפירעון של העובדים. רצוני לומר, אפילו כאשר דין הקדימה של חוב שכר עבודה חל, מלבד זכאות העובדים לגמלה מן המוסד לביטוח לאומי, עדיין לא היה זה ראוי שהמוסד לביטוח לאומי נהנה מדין קדימה לזכות החזרה שלו. בעניין זה אני שותף לביקורתם של שלום לרנר וצפורה כהן.¹¹⁷ אכן, דין הקדימה נועד לקדם ערך חברתי של הגנה על העובד. העובד נתפש בעיני החוק כנושה חלש יחסית הראוי להגנה מיוחדת. המוסד לביטוח לאומי אינו זקוק להגנה כלכלית דומה. איתנות הכספית של המוסד לביטוח לאומי ויכולתו לשאת בתשלומי הגמלאות לעובדים אינן כה רעועות עד כי יש להעדיפו על פני יתר הנושים בקופת חדלות הפירעון. אמנם המוסד לביטוח לאומי שילם לעובדים את שכר עבודתם במקום מעבידם, אך עניין זה אינו מצדיק, כשלעצמו, את העדפתו בפירעון החובות של החייב. ראיית המוסד לביטוח לאומי כ"יורש" של תביעות העובדים לכל דבר ועניין היא ראייה טכנית ופשטנית. ראייה זו מתעלמת משיקולי המדיניות שביסוד מתן דין הקדימה לעובדים מעיקרא. שיקול זה הוא שיקול אישי הנוגע לעובדים בלבד. יישום טכני של הדין הנובע ממנו אף לטובת המוסד לביטוח לאומי זיכה את המוסד לביטוח לאומי בעדיפות נטולת הצדקה עניינית. מניעת דין הקדימה מן המוסד לביטוח לאומי משתלבת באופן טבעי בהמלצתי שהובאה לעיל לבטל לחלוטין כל עדיפות פירעון לטובת רשויות השלטון.¹¹⁸

ד. חוק חדלות פירעון

19.37 דומה, כי הצעת החוק הפנימה חלק מן הביקורת שהובאה לעיל נגד מתן דין קדימה לרשויות השלטון. ואולם, כפי שיובהר להלן, מאז פרסום הצעת החוק הממשלתית ועד לחקיקת חוק חדלות פירעון נסוגו הממשלה והכנסת במידה שאינה מבוטלת מן הרעיון המבורך של צמצום דין הקדימה לרשויות השלטון. על כך יש להצטער. הצעת החוק גם הציעה לבטל את העדיפות הכפולה לעובדים, קרי: הן דין קדימה בקופת החייב והן זכות לגמלה מן המוסד לביטוח לאומי, אך חוק חדלות פירעון קובע לבסוף אחרת. שינויים אלה בחקיקה יפורטו להלן.

116 עיקרון דומה נקבע במשפט הפרטי באשר לערב שפרע לנושה בעל שעבוד, או לאדם שלישי שפדה משכון מידי נושה. שניהם ייהנו ממעמד של נושה מובטח כלפי החייב העיקרי. ראו סעיף 12 לחוק הערבות וסעיף 14 לחוק המשכון.

117 לרנר, לעיל ה"ש 41, בעמ' 228–229; כהן, לעיל ה"ש 3, בעמ' 624–625.

118 לעיל פסקה 19.19. ראו עוד Mokai, לעיל ה"ש 63, בעמ' 131.

1. רשויות השלטון

(א) צמצום דין קדימה למדינה ולשלטון המקומי – האמנם?

19.38 דברי המבוא להצעת החוק מפרשים את מגמת החקיקה בהתייחס למעמד הפירעון של חובות לרשויות השלטון. המגמה היא –

“ביטול הרוב המכריע של החובות בדין קדימה. זאת מתוך רצון לקיים את עקרון השוויון בין הנושים ולהגדיל את חלקם של הנושים הכלליים בקופת הנשייה. חלק גדול מהחובות שחל עליהם היום דין קדימה הם חובות מס למדינה, ומוצע לבטל את דין הקדימה על חובות אלה.”¹¹⁹

הצעת החוק נימקה את ההצעה לביטול מעמד דין הקדימה לרשויות השלטון בכך שאין הצדקה להעדיף את המדינה, אשר היא מפזרת נזק טובה יותר, על פני נושים אחרים של החייב.¹²⁰ ואולם, בשורה זו דעכה באופן חלקי ערב חקיקתו של חוק חדלות פירעון. החוק שומר, במידה שאינה מבוטלת, על דין הקדימה של רשויות השלטון. החוק מותיר דין קדימה לחובות השלטוניים דלקמן: ניכויים במקור; חוב מס ערך מוסף; חובות מס או תשלומי חובה אחרים שרשות המסים, המוסד לביטוח לאומי או רשות מקומית פרסה לחייב את תשלומם לפני שנפתח ההליך של חדלות הפירעון.¹²¹

(ב) ניכויים במקור של מס הכנסה ודמי ביטוח לאומי

19.39 חוק חדלות פירעון שומר על הוראת הדין שקדם לו ומקנה דין קדימה לניכויי מס הכנסה שהחייב ניכה במקור משכר עבודה של עובדיו וטרם העבירם לידי רשות המסים.¹²² החוק מרחיב את סוגי הניכויים במקור שיזכו לדין קדימה בהשוואה לדין שקדם לו ומוסיף גם ניכויים של דמי ביטוח לאומי שהחייב ניכה משכר העבודה של עובדיו וטרם העבירם למוסד לביטוח לאומי.¹²³ הרחבה זו היא ראויה וצודקת. כפי שהוער לעיל, כספים שנוכו במקור כתשלום חובה אינם שייכים במהות לחייב שניכה אותם, כי אם לרשות השלטונית שלמענה נוכו הכספים.¹²⁴ החייב המנכה מחזיק את הכספים בנאמנות בעבור הרשות השלטונית. לפיכך, עליו למסור את הכספים המנוכים לידי הרשות השלטונית גם לאחר שהחייב הפך לחדל פירעון.¹²⁵ מהות קניינית זו מוציאה, לאמיתו של דבר, את הכספים מקופת החייב. כפי שהבהרתי לעיל, לדידי אפוא, אין לראות ברשויות השלטון בהקשר זה משום נושים בעלי דין קדימה גרידא, אלא נהנים בנאמנות.

119 מבוא להצעת חוק חדלות פירעון, בעמ' 597.

120 דברי ההסבר לסעיף 234(א) להצעת החוק, שם, בעמ' 719.

121 סעיף 234(א) לחוק חדלות פירעון.

122 סעיף 234(א)(1) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 354(א)(2) לפקודת החברות.

123 שם.

124 לעיל פסקה 19.21.

125 שם.

(ג) חוב מס ערך מוסף

19.40 הרחבה נוספת שחוק חדלות פירעון מרחיב בדין הקדימה לטובת רשויות השלטון היא מתן דין קדימה לחובות מס ערך מוסף שחב בהם החייב ואשר נוצרו ב-12 החודשים האחרונים שקדמו לצו פתיחתו של הליך חדלות הפירעון.¹²⁶ הצדקה לדין קדימה זה, חרף המגמה הכללית לביטול דין קדימה לטובת רשויות השלטון, בוטאה בדברי ההסבר להצעת החוק כך:

“מטעם שגם ביחס לחובות מס ערך מוסף מתקיים הרציונל שלפיו מוחזקים כספי מס ערך מוסף בידי המוכר (המנכה) במעין נאמנות בעבור רשויות המס.”¹²⁷

ואולם, הגישה שלפיה תשלומי מס ערך מוסף שחברה מחויבת בתשלומם מוחזקים בידיה בנאמנות מטעם הקונה ששילם לה לטובת רשויות המס לא קנתה לה שביתה בפסיקה. השופט גרוניס סבר כי חובת תשלום זו היא חוב של החברה כלפי רשויות המס ואין הכספים מוחזקים בנאמנות בעבור הרשויות.¹²⁸ לבד מכך, אם אמנם מדובר בכספים המוחזקים בנאמנות, ראוי היה להחריגם כליל מקופת חדלות הפירעון ללא כל מגבלה של זמן שבו נוצרו חובות התשלום למע"מ. מוקשה בעיניי אפוא מדוע זה הכיר המחוקק בחובות מע"מ כ"מעין נאמנות" הזכאים ליחס מועדף, אך – מצד שני – הגביל עדיפות זו לחובות שנוצרו ב-12 החודשים האחרונים שקדמו לצו פתיחתו של הליך חדלות הפירעון בלבד. לעניות דעתי, כספי המע"מ אינם מוחזקים בנאמנות. ולפיכך, אין הצדקה להכיר בהם כחוב בעל מעמד עדיף בהליך חדלות פירעון של החייב.

(ד) חובות מס שנפרסו לפני פתיחת ההליך

19.41 חוק חדלות פירעון הוסיף דין קדימה חדש לטובת רשות המסים, המוסד לביטוח לאומי והרשויות המקומיות, אשר לא היה בנמצא בדין שקדם לו. כל חוב מס שאחת מרשויות השלטון האמורות פרסה לחייב את תשלומו, בהסכמתו, לפני מתן הצו לפתיחתו של הליך חדלות פירעון, ייהנה מדין קדימה.¹²⁹ הרשות השלטונית זכאית ליהנות מדין קדימה זה בגין חובות של שלוש שנים לכל היותר. הטעם של מציעי החוק להכרה בדין קדימה כאמור הוא –

“חריג זה נועד למנוע את החשש שהפגיעה בדין הקדימה של רשות המסים תגרום לכך שהרשות תימנע מלפרוס חובות מס של נישומים הנמצאים בקשיים כלכליים. אם כך יקרה, עלולה להיפגע יכולתם של החייבים לצלוח משברים כלכליים זמניים ולהשתקם. כדי למנוע זאת, מוצע להותיר לרשות המסים את דין הקדימה אם פרסה, בהסכמת החייב, חוב מס שהגיע מועד תשלומו.”¹³⁰

126 סעיף 234(א)(3) לחוק חדלות פירעון.

127 דברי ההסבר לסעיף 234(א) להצעת חוק חדלות פירעון, בעמ' 719.

128 עניין **ח.א. מזון**, לעיל ה"ש 67, בעמ' 474–477. ואולם ראו שם גם את עמדת השופט טירקל בעמ' 487–488.

129 סעיף 234(א)(4) לחוק חדלות פירעון.

130 דברי ההסבר לסעיף 234(א) להצעת חוק חדלות פירעון, בעמ' 719–720.

19.42 בכל הכבוד, לעניות דעתי, דין קדימה זה אינו עומד במבחן הביקורת. טעמים אחדים לביקורת על הוראה זו. ראשית, החשש המתואר בדברי ההסבר שלעיל הוא חשש הצופה התנהלות נוקשה של רשות שלטונית רק בשל ביטול דין קדימה שממנו היא נהנית בדין הקיים, הגם שמציעי החוק מבהירים בעצמם כי דין קדימה זה אינו מוצדק מעיקרא. ספק אם ראוי להתחשב בחשש כאמור ולתת הטבה לרשות המסים בשל התנהלות אפשרית בלתי צודקת כאמור מצד הרשות השלטונית. על רשות שלטונית לשקול אם לפרוס תשלומי חובות של האזרח לפי שיקולים ענייניים של יכולת הפירעון של האזרח ולא לפי שיקול מעמד הפירעון של חובותיה בעת חדלות פירעונו. שנית, דין הקדימה המוצע יוצר לרשות המסים תמריץ שלילי דווקא, בכיוון ההפוך. התנאי הנדרש להפיכת כל חוב שטרם נגבה לטובת רשויות המס, ללא הגבלת סכום, לחוב הנהנה מדין קדימה בחדלות הפירעון של החייב, הוא פריסת החוב. מתעורר אפוא חשש מעשי כי עובר למתן הצו לפתיחתו של הליך חדלות הפירעון תפרוס רשות המסים כל חוב שטרם נגבה, ולו פריסה מועטת, רק לצורך רכישת העדיפות כאמור. לפי דרישת הסעיף המוצע, הפריסה צריך אמנם שתיעשה בהסכמת החייב, אולם – במצוקתו כי רבה – ישמח החייב מן הסתם לכל פריסה, בכל עת. את מחיר העדיפות לא ישלם החייב, אלא זהו סיכון המוחצן אל כתפי יתר הנושים אשר יידחו מפני דין הקדימה של רשות המסים. חוששני כי, מבחינה מעשית, התנהלות כאמור תעקר מתוכן את המגמה המוצהרת הכללית של ביטול דין הקדימה לטובת רשויות השלטון. הלכה למעשה, היא תקנה דין קדימה לחובות מס לרוב. שלישיית, חוק חדלות פירעון מגלה חוסר עקיבות בשאלה אם להקנות לנושים זכויות עודפות או הקלות בגדרי ההליך לשם מיתון פעולתם עובר להליך, אם לאו. בסוגיה דנן, דברי ההסבר מציינים כי העדיפות ניתנת לרשות מסים שתפרוס את החוב מחשש שאלמלא כן תכביד הרשות את אמצעי הגבייה נגד החייב עובר להליך. ואולם, בסוגיית זכותו של נושה להגיש בקשה לפתיחת הליך של חדלות פירעון קובע החוק כי נושה יהיה זכאי להגיש בקשה רק אם העמיד את חובו לפירעון לפי תניות חוזיות המזכות אותו בכך, או אם מועד פירעון חובו יחול לכל המאוחר בתוך שישה חודשים ממועד הגשת הבקשה.¹³¹ כלומר, נראה כי החוק רואה דווקא בחיוב נקיטת אמצעי גבייה עובר להליך מצד הנושה (כבסיס שיכשיר הגשת בקשה לפתיחת הליכים על ידיו) והוא אינו מעודד מהלכים מתונים יותר מצידו באמצעות הקלות בגישה להליך או בהתנהלות בתוך ההליך עצמו. דומני כי הדברים אינם מתיישבים זה עם זה מבחינה עיונית.

2. חובות שכר לעובדים

(א) כללי

19.43 הצעת חוק חדלות פירעון ביקשה לאמץ את הגישה שהוצגה בדיון העיוני שלעיל. הצעת החוק הציעה לבטל כליל את דין הקדימה הקבוע בדין הקיים לחוב שכר עבודה של החייב כלפי עובדיו. תחת זאת, הציעה הצעת החוק כי העדפתם של העובדים על פני יתר נושי החברה תתועל באופן בלעדי לקבלת גמלה מן המוסד לביטוח לאומי בגין חוב שכר שטרם נפרע להם עובר לפתיחת ההליך. מאליו יובן עוד כי ביטול דין קדימה בקופת חדלות הפירעון בגין חוב של שכר עבודה, ישלול מן המוסד

131 סעיף 9(ג) לחוק חדלות פירעון. לדיון נרחב בסוגיית זכות הנושה לבקש לפתוח בהליך של חדלות פירעון ראו לעיל פרק שביעי.

לביטוח לאומי דין קדימה כאמור בתביעת השיכוב שתעמוד לזכותו כלפי הקופה האמורה. זכות השיכוב של המוסד לביטוח לאומי הייתה אפוא חוב לא-מובטח.¹³² חוק חדלות פירעון השיב לבסוף גם את דין הקדימה לשכר העבודה של העובדים אך לא לתביעת השיכוב של המוסד לביטוח לאומי.

(ב) זכאות לגמלת הביטוח הלאומי בהבראת חברה

19.44 חוק חדלות פירעון פוסע כברת דרך מסוימת לביטולה של הלכת קלאבמרקט.¹³³ החוק מזכה את עובדי החייב בגמלת הביטוח הלאומי בגין חובות שכר גם בהליך של הבראת חברה.¹³⁴ כפי שהבהרתי לעיל, כיוון זה של החקיקה ראוי בעיניי. עם זה, כאשר מורה בית המשפט על הפעלת עסקו של המעביד ולא על פירוקו יוגבל שכר העבודה שבגינו זכאי העובד לתבוע את הגמלה לתקופה מרבית של 5 חודשים שקדמו למתן הצו לפתיחת הליכים.¹³⁵ יוער, כי הוראת חוק זו נקבעה כהוראת שעה לשלוש שנים. בתום תקופה זו תיבחן ההוראה מחדש, לרבות עלותה התקציבית.¹³⁶

(ג) דין קדימה לשכר העבודה ולפיצויי פיטורים

19.45 לצד הזכאות של עובדים לגמלת הביטוח הלאומי בעת הליך חדלות פירעון של מעבידם, השיב חוק חדלות פירעון את דין הקדימה של שכר העבודה ופיצויי פיטורים שהצעת החוק הציעה לבטל.¹³⁷ דין הקדימה בעד שכר העבודה לא יעלה על 25,630 ש"ח ובעד חוב פיצויי פיטורים יחד עם חוב שכר עבודה לא יעלה על 39,945 ש"ח.¹³⁸ עם זה, החוק קובע דין קדימה זה באופן שיורי. רוצה לומר: שכר העבודה ופיצויי הפיטורים ייהנו מדין קדימה זה בקופת חדלות הפירעון רק אם לא היה די בגמלת הביטוח הלאומי כדי לפורעם.¹³⁹ בפקודת פשיטת הרגל ובפקודת החברות דר דין הקדימה של חוב שכר העבודה לצד זכאות העובד לגמלת הביטוח הלאומי. העובד בחר כיצד ייפרע ומהיכן. לעומתן, חוק חדלות פירעון אינו מאפשר לעובד ליהנות מדין קדימה בגין שכר עבודתו ופיצויי פיטוריו אלא רק לאחר שנפרע תחילה את גמלתו מן הביטוח הלאומי.

- 132 דברי ההסבר לסעיף 234(א) להצעת חוק חדלות פירעון, בעמ' 719 ("מוצע לבטל את דין הקדימה לגבי חובות בגין שכר עבודה. השינוי המוצע לא יפגע ברשת הביטחון המרכזית של העובדים שהיא גמלת הביטוח הלאומי, אלא בעיקר בעדיפות המוקנית כיום לביטוח הלאומי").
- 133 לעיל ה"ש 26.
- 134 סעיף 369(3) לחוק חדלות פירעון, המתקן את סעיף 182 לחוק הביטוח הלאומי.
- 135 סעיף 377(2)(ג) לחוק חדלות פירעון, המתקן את סעיף 183 לחוק הביטוח הלאומי. עוד יוער כי חוק חדלות פירעון מתקן את הגדרת "שכר עבודה" שבגינו זכאי עובד לתבוע את תשלום הגמלה מן המוסד לביטוח לאומי (בין בהליך של פירוק ובין בהליך של הבראה) ומגבילו לשיעור מרבי של חמש פעמים השכר הממוצע במשק. ראו סעיף 377(2)(ג) לחוק חדלות פירעון, המתקן את סעיף 180 לחוק הביטוח הלאומי. לבסוף, יצוין כי סעיף 369(6) לחוק חדלות פירעון תיקן את סעיף 189 לחוק הביטוח הלאומי, החוק המתקן קובע כי תביעת הגמלה מצד העובד תוגש כיום במישרין למוסד לביטוח לאומי ולא, כבעבר, לבעל התפקיד.
- 136 סעיף 377 לחוק חדלות פירעון.
- 137 שם, סעיף 234(א)(5).
- 138 שם, סעיף 234(א)(5)(א). סכום זה יתעדכן מדי שנה אזרחית לפי שיעור התנודות בשכר הממוצע במשק כמשמעותו בחוק הביטוח הלאומי. שם, סעיף 234(א)(5)(ג).
- 139 שם, סעיף 234(א)(5)(ב).

(ד) ביטול דין קדימה לתביעת השיבוב של הביטוח הלאומי

19.46 לפי חוק חדלות פירעון, יתרת שכר עבודה ופיצויי פיטורים שלא כוסתה בגמלת הביטוח הלאומי עשויה ליהנות מדין קדימה כלפי קופת חדלות הפירעון. החוק מבהיר מפורשות כי דין קדימה זה מיוחד לתביעת השכר של העובד. המוסד לביטוח לאומי ששילם לעובד קודם לכן גמלה זכאי לתביעת שיבוב כלפי קופת חדלות הפירעון. ואולם, תביעת שיבוב זו (שמקורה בתשלום גמלה בעד שכר עבודה של העובד) לא תיהנה מדין הקדימה האמור בגין שכר עבודה של העובד.¹⁴⁰ כפי שכבר הובהר בדיון העיוני לעיל, זוהי הוראה ראויה ומוצדקת.

3. חוב מזונות

19.47 חוק חדלות פירעון שומר על הדין הקיים בקובעו דין קדימה ל"חוב מזונות שהחבות בו היא לפי פסק דין ושמועד פירעונו חל לפני מתן הצו לפתיחת הליכים".¹⁴¹ חשיבות ההגנה על התא המשפחתי הבסיסי והדאגה לו הובהרה לעיל. שמירת דין קדימה זה היא רצויה וראויה.

140 סעיף 369(8) לחוק חדלות פירעון, המתקן את סעיף 192(א)(1) לחוק הביטוח הלאומי.
141 שם, סעיף 234(א)(2).

שער חמישי

שמיטת חובות לבני אדם

פרק עשרים

פירעון טרם שמיטה

א. כללי

20.1 כאשר אדם מבקש לפתוח בעניינו הליך של חדלות פירעון הריהו מבקש להתמרק מחובותיו בסוף ההליך.¹ כפי שכבר הובהר לעיל, שמיטת החובות לחייב, אשר בלשון חוק חדלות פירעון – ולפניו, בלשון פקודת פשיטת הרגל – מכונה "הפטור",² היא מותרו של הליך זה על פני כל מסגרת משפטית לאיחוד חובות הנדונים והנגבים במערך ההוצאה לפועל. יכולת ההתחדשות הכלכלית כשהוא ממורק מחובותיו היא היעד שאליו חותר כל חייב הפונה להליך של חדלות פירעון. ברם, עד שהחייב זוכה לשמיטת חובותיו עליו לפסוע כברת דרך מסוימת אשר בה יש לדאוג גם לזכויות נושיו. אלה האחרונים זכאים לפירעון מן החייב, גם אם פירעון זה יהיה חלקי בלבד. העימות שבין שני ערכי יסוד אלה, זיכוי החייב בדף כלכלי חדש בחייו מזה וזכות הנושים לפירעון חובם מזה, הוא המכונן את הליך חדלות הפירעון המהווה פרוזדור לטרקלין שמיטת החובות.³ שער זה יעסוק ביחס שבין הפרוזדור לבין הטרקלין האמורים. הפרק הנוכחי יבחן מקרוב את כללי הדין שנועדו לקדם את הפירעון לנושים עובר לשמיטת החובות לחייב. הפרק הבא יתמקד בהיבט הערכי ובהיבט המשפטי של שמיטת החובות.

ב. דגמים אפשריים לפירעון לנושים

20.2 הנושים עשויים להיפרע מנכסי החייב באופנים שונים. שני רכיבי הרכוש הזמינים לצורך פירעון החובות הם: (א) נכסיו הקיימים של החייב נכון לפתיחת ההליך; (ב) רכושו העתידי, קרי: הכנסותיו מכאן ואילך. ישנן שיטות משפט המאפשרות להיפרע רק מאחד מרכיבי הרכוש האמורים ומותרות את הרכיב האחר מחוץ להישג ידם של הנושים. לעומתן, יש שיטות משפט המאפשרות פירעון במצטבר הן מן הרכוש הקיים והן מן ההכנסות העתידיות.

1 מספר הבקשות לפתיחת הליך פשיטת רגל בישראל בחמש השנים האחרונות הסתכם כדלקמן: בשנת 2011 – 9,642; בשנת 2012 – 10,806; בשנת 2013 – 12,144; בשנת 2014 – 14,632; בשנת 2015 – 16,810; בשנת 2016 – 19,277. המידע לקוח מתוך אתר הכונס הרשמי והאפורופוס הכללי: http://147.237.72.63/Poshtim/Main/Dochot/wfirmDoch_StatisticYear.aspx.

2 סעיף 174 לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 61 לפקודת פשיטת הרגל.

3 אכן, שני ערכי יסוד אלה ניצבים זה אחר זה ברשימת תכליותיו של החוק. ראשית ניצב לו ערך השיקום הכלכלי של החייב ואחריו ניצב ערך פירעון החובות לנושים. ראו סעיף 1 לחוק חדלות פירעון.

1. ארצות הברית – פירעון חלופי**(א) מימוש נכסים קיימים**

20.3 מסלול פירעון אחד אשר קיים ב-Bankruptcy Code האמריקני הוא מימוש נכסיו הקיימים של החייב. מסלול זה מוסדר ב-Chapter 7 של הקוד האמריקני. הנאמן שהתמנה בהליך מרכז את נכסיו של החייב ומעמידם למכירה. אחדים מן הנכסים נחשבים נכסים אישיים המוגנים מפני מכירה והם נותרים לשימוש של החייב (exempt property).⁴ תמורת המכירה היא הקופה הכספית שממנה ייפרעו נושי החייב לפי סדר העדיפות הקבוע בדין. פעולות אלה אינן אורכות בהכרח זמן רב. הנאמן עשוי להשלימן בתוך שבועות או חודשים אחדים. לאחר מימוש הנכסים ופירעון התמורה לנושים מסתיים ההליך מבחינה מהותית והחייב יזכה לשמיטת חובו (discharge, בלע"ז).⁵ בית המשפט יצווה על שמיטת החובות בתוך כארבעה חודשים מיום פתיחת ההליך.⁶ במסלול זה, ההכנסות החודשיות של החייב אינן משמשות כמקור לפירעון החובות.

(ב) תשלומים מהכנסות עתידיות

20.4 מסלול פירעון חלופי אשר קיים ב-Bankruptcy Code האמריקני הוא מסלול Chapter 13 לקוד. מסלול זה נשען על תשלום עתי של החייב מתוך הכנסותיו לקופה שתשמש לפירעון לנושים. גובה התשלום החודשי שבו יחויב החייב נקבע על ידי הנאמן. פרק הזמן המרבי עד לשמיטת יתרת חובות החייב הוא שלוש שנים מתחילת התשלומים העתיים, אם הכנסת החייב נמוכה מן ההכנסה החציונית לתא משפחתי הדומה לשלו במדינת תושבותו.⁷ אם הכנסת החייב שווה להכנסה החציונית במדינת תושבותו או גבוהה ממנה, משך הזמן המרבי עד לשמיטת החובות הוא חמש שנים.⁸ כמקביל

4 Dalie Jumenez, *The Distribution of Assets in Consumer Chapter 7 Bankruptcy*, 83 AM. BANKR. L.J. 795 (2009); Michaela M. White & James P. Caher, *The Dog That Didn't Bark: Domestic Support Obligations and Exempt Property After BAPCPA*, 41 FAMILY L. Q. 299 (2007); Jeremy Berkowitz & Richard Hynes, *Bankruptcy Exemptions and the Market for Mortgage Loans*, 42 J. L. & ECON. 809 (1999); Richard E. Mendales, *Rethinking Exemptions in Bankruptcy*, 40 B.C. L. REV. 850 (1998).

5 John C. McCoid II, *Discharge: The Most Important Development in Bankruptcy History*, 70 AM. BANKR. L.J. 163 (1996); Charles J. Tabb, *The Historical Evolution of the Bankruptcy Discharge*, 65 AM. BANKR. L.J. 325, 333–335 (1991); Jay Cohen, *The History of Imprisonment for Debt and Its Relation to the Development of Discharge in Bankruptcy*, 3 J. LEG. HIST. 153 (1982); THOMAS H. JACKSON, *THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW* 225–252 (1986); Max Radin, *Discharge in Bankruptcy*, 9 N.Y.U. L. Q. 39 (1932).

6 United States Courts, *Discharge in Bankruptcy – Bankruptcy Basics*, available at: <http://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/discharge-bankruptcy-basics>.

7 Bankruptcy Code §1322(d)(2).

8 שם, §1322(d)(1), לביקורות אמפיריות על Chapter 13, המלמדות כי תכניות הפירעון שנקבעות בו משולמות כסדרן רק בכשליש מן המקרים, ראו 1997 REPORT OF THE NATIONAL BANKRUPTCY REVIEW.

Chapter 7-ב, גם מסלול זה מייחד מקור כספי בלעדי לפירעון החובות לנושים. ברם, מקור הפירעון זאת הפעם הוא חילופו של מקבילו: ההכנסות החודשיות לבדן משמשות לפירעון החובות, בעוד שנכסיו הקיימים של החייב אינם ממומשים, והם נותרים לשימוש.

2. ישראל – פירעון מצטבר

20.5 הדין בישראל אינו מנתב את החייב ואת נושיו לבחירה בין שתי חלופות לפירעון – מימוש נכסים קיימים או פירעון מתוך ההכנסות של החייב לאורך תקופת ההליך. פקודת פשיטת הרגל הקנתה לנאמן את נכסיו של החייב. נוסף לכך, הוסמך בית המשפט לקצוב לחייב תשלומים עתיים במשך ההליך. שני מקורות אלה לפירעון הם זמינים לנאמן לשם פירעון החובות לנושים. רוצה לומר: בישראל, יש לפרוע חובות לנושים בהליך של חדלות פירעון של בני אדם באופן מצטבר, הן מתמורת המימוש של נכסי החייב והן מהכנסותיו במשך ההליך.⁹ הגישה בדבר הפירעון המצטבר אינה רק תוצר של הדין המנדטורי. גישה זו היא גישה ערכית המשקפת איזון בין תכלית שמיטת החובות לחייב לבין התכלית של פירעון ראוי והגון של החובות לנושיו. עד שהדין בא לשחרר חייב מחובותיו בתום פרק זמן מוגבל שבו יתנהל ההליך, נדרש החייב למצות תחילה את מגוון האמצעים הכלכליים העומדים לרשותו בפרק זמן זה לשם פירעון החובות לנושיו. גישה זו באה לידי ביטוי הן בנייר העמדה של הכונס הרשמי משנת התשע"ב-2012, אשר התווה את המדיניות העדכנית לניהול הליכי פשיטת רגל וניתובם אל עבר שמיטת החובות,¹⁰ הן בדו"ח ועדת חריס משנת התשע"ו-2015¹¹ ולבסוף גם בחוק חדלות פירעון. עם זה, יצוין כי מבחינה עובדתית משך זמן התשלומים בהליך של חדלות פירעון משפיע באופן זניח על שיעור הפירעון לנושים.¹²

COMMISSION, *Bankruptcy: The Next Twenty Years* 90; Scott F. Norberg & Andrew J. Velkey, *Debtor Discharge and Creditor Repayment in Chapter 13*, 39 CREIGHTON L. REV. 473, 476 (2006); Stephen L. Poe, *Consumer Bankruptcy: A Proposal to Reform Chapters 7 and 13*, 104 DICK. L. REV. 579, 589 (2000). Jean Braucher, *A Fresh Start for Personal Bankruptcy Reform: The Need for a Single Portal*, 55 AM. U. L. REV. 1295, 1320–1321 (2006).

9 גישה זו נוהגת במדינות רבות בעולם. ראו WORLD BANK, WORKING GROUP FOR THE TREATMENT OF THE INSOLVENCY OF NATURAL PERSONS ¶¶ 220–222, 262, 316 (2014), available at: <http://documents.worldbank.org/curated/en/120771468153857674/World-Working-group-for-the-treatment-of-the-insolvency-of-natural-persons>.

10 מתווה הכונס הרשמי האמור נודע ברבים בשם "הרפורמה בפשיטת-רגל". עיקרי המתווה מובאים בדו"ח הוועדה לבחינת תכנית הפירעון בהליך פשיטת הרגל סעיפים 33.1–42 ונספח ג' (מיום כ"ו חשוון התשע"ו, 8.11.2015) (להלן: **ועדת חריס**), זמין באתר: <http://www.justice.gov.il/Units/ApotroposKlali/PressRoom/Documents/haris.pdf>.

11 לעיל ה"ש 10. להרחבה על דו"ח ועדת חריס והמלצותיה ראו להלן פסקאות 20.17–20.27.

12 Hulya Eraslan, Gizem Koşar, Wenli Li & Pierre-Daniel G. Sarte, ; ¶ 264, 9, לעיל ה"ש 9, WORLD BANK *An Anatomy of U.S. Personal Bankruptcy Under Chapter 13*, FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK STAFF REPORT NO. 764, available at: <https://ssrn.com/abstract=2726511> (2016-01-01).

ג. מימוש נכסים קיימים**1. בית המגורים**

20.6 אחד הנכסים החשובים ובעלי ערך כספי, העשוי לעמוד לרשות הנושים לפירעון חובותיהם, הוא בית המגורים של החייב. נטילת בית המגורים מן החייב ומימושו אינם דבר של מה-בכך. הם שוללים מן החייב ומבני ביתו את מרכז חייהם, קורת הגג המוגנת שלראשם וחלק מזהותם האישית. מנגד, ניצב לו הערך של פירעון החובות לנושים מכלל רכושו הכלכלי של החייב.¹³ לפיכך, אף בית המגורים הוא בכלל רכוש זה וכשלעצמו אין הוא נכס המוחרג מהישג ידם של הנושים.¹⁴ על הדין לדאוג אפוא לאיזון בין זכויות המדור הראוי של החייב מזה, ושל זכויות הפירעון של הנושים – מזה.

(א) הדין טרם חוק חדלות פירעון**(1) מימוש בית המגורים**

20.7 בית מגורים של חייב עלול לעמוד למכירה כפויה (למימוש) בין שהחייב מצוי בהליך של הוצאה לפועל ובין בהליך של חדלות פירעון. המימוש ייעשה על ידי כונס נכסים בהוצאה לפועל או על ידי הנאמן בפשיטת רגל, בהתאמה. שלושה סעיפי חוק חלשו על דין המימוש. סעיף 38(א) לחוק ההוצאה לפועל, סעיף 86א לפקודת פשיטת הרגל וסעיף 33 לחוק הגנת הדייר [נוסח משולב], התשל"ב-1972 (להלן: חוק הגנת הדייר). סעיף 38(א) לחוק ההוצאה לפועל קובע לאמור:

"היו המקרקעין שעוקלו משמשים, כולם או מקצתם, דירת מגורים לחייב, לא יהיה רשם ההוצאה לפועל רשאי להורות על מכירת המקרקעין ועל פינוי החייב ובני משפחתו הגרים עמו מהמקרקעין, אלא לאחר שהוכח, להנחת דעתו, שיהיה לחייב ולבני משפחתו הגרים עמו מקום מגורים סביר או שיש לו ולבני משפחתו הגרים עמו יכולת כלכלית המאפשרת מימון מקום מגורים סביר, או שהועמד לרשותם סידור חלופי".

סעיף 86א לפקודת פשיטת הרגל קבע לאמור:

"(א) היו כלולים בנכסי פושט הרגל מקרקעין המשמשים, כולם או מקצתם, בית מגורים לפושט הרגל, לבן זוגו או לבני משפחתו הגרים עמו, רשאי בית המשפט להורות שלא יימכרו אלא אם הוכח תחילה, להנחת דעתו, שיהיה

13 לדיון במתח המתגלה בפסיקה האנגלית בין ערך השיקום הכלכלי (fresh-start) לחייב בשר ודם לבין ההגנה המוגבלת על בית המגורים של החייב ראו Joseph Spooner, *Seeking Shelter in Personal Insolvency Law: Recession, Eviction, and Bankruptcy's Social Safety Net*, 44 J. L. & Soc. 374 (2017).

14 רע"א 9025/03 בנק המזרחי המאוחד בע"מ נ' עו"ד בן פורת, פ"ד נט(3) 919 (התשס"ה-2004); ע"א 4619/15 הנאמן על נכסי החייב שמואל ינקוביץ נ' ינקוביץ (מיום כ"ה אב התשע"ז, 14.8.2017).

לפושט הרגל, לבן זוגו ולבני משפחתו הגרים עמו, מקום מגורים סביר, או שהועמד לרשותם סידור חלוף.

(ב) בית המשפט רשאי לקבוע שהסידור החלוף יהיה בהמצאת דירה אחרת או בתשלום פיצויים או בדרך אחרת.

(ג) הוראות סעיף זה אינן חלות על מקרקעין שדיני הגנת הדייר חלים עליהם, ואין בהם כדי לפגוע בדינים אלה.¹⁵

סעיף 33(א) לחוק הגנת הדייר קובע לאמור:

"החזיק אדם בנכס כשהוא בעלו או חוכרו-לדורות, או אחד הבעלים או החוכרים-לדורות, ופקעה זכותו בנכס מחמת מכירתו בהוצאה לפועל של פסק דין או של משכנתה או בפשיטת רגל, או מחמת חלוקת הנכס במשפט חלוקה או בהסדר קרקעות או מחמת חלוקתו על ידי רישום בפנקס הבתים המשותפים כאמור בסעיף 42 לחוק המקרקעין, תשכ"ט-1969, יהיה המחזיק לדייר של בעלו החדש של הנכס, או של החוכר-לדורות החדש".

עינינו הרואות, אופן הגנתן של זכויות המדור של החייב בעת מימוש כפוי של בית מגוריו השתנה לפי השאלה אם זכותו בבית המגורים הייתה זכות בעלות או חכירה הרשומה במרשם המקרקעין או שהיא זכות אחרת. **אם לחייב הייתה זכות בעלות או חכירה רשומה**, הוא עשוי היה ליהנות מן ההגנה הקבועה בסעיף 33(א) לחוק הגנת הדייר, כל עוד זכות זו לא נשללה בהסכם בין החייב לנושה.¹⁶ לפי סעיף זה, היה החייב זכאי להישאר דייר מוגן בדירת המגורים שמומשה.¹⁷ **חייב שזכויותיו, או שזכויות בן או בת זוגו, בבית המגורים לא היו רשומות כבעלות או חכירה במרשם המקרקעין** לא היה זכאי להגנת סעיף 33(א) לחוק הגנת הדייר.¹⁸ אם חייב כאמור היה נתון בהליך הוצאה לפועל, לא היה רשם ההוצאה לפועל מאשר לממש את בית מגוריו בטרם שנחה דעתו כי החייב ובני משפחתו הגרים עימו יזכו ל"מקום מגורים סביר", ל"סידור חלוף", או שיש להם "יכולת כלכלית המאפשרת מימון מקום מגורים סביר".¹⁹ אם החייב היה מצוי בהליך פשיטת רגל, לא ציווה בית המשפט על פינוי החייב מדירתו ועל מימושה, בטרם השתכנע בית המשפט כי דאגו לחייב או לבני משפחתו הדירים עימו ל"מקום מגורים סביר" או שהועמד לרשותם "סידור חלוף".²⁰ "סידור חלוף" עשוי היה להימצא בהמצאת דירה אחרת לחייב ולבני משפחתו הדירים עימו, בתשלום פיצויים או בדרך אחרת.²¹

15 השו"ג סעיף 40א(א) לחוק המקרקעין, התשכ"ט-1969.

16 ע"א 3295/94 פרמינגר, הנאמן על נכסי חוה ויוסף מור פושטי-רגל נ' מור, פ"ד נ(5) 111 (התשנ"ז-1997).

17 לפסיקה על אודות רוחב תחולתה של הגנת סעיף 33(א) לחוק הגנת הדייר בהליכי מימוש כפוי של בית מגורים ראו להלן פסקה 20.10.

18 עניין מור, לעיל ה"ש 16.

19 סעיף 38(א) לחוק ההוצאה לפועל.

20 סעיף 86א(א) לפקודת פשיטת הרגל.

21 שם, סעיף-קטן (ב).

20.8 יוער, כי אפילו עת דובר בבית מגורים רחב וגדול שומה היה על בית המשפט להיזהר שלא להיחפז במימושו כל עוד לא הובטח דיור חלופי סביר לחייב ולבני משפחתו, שכן עם מימוש הבית מצב הדברים לא היה עוד הפיך.²² כמו כן, בטרם נעתר בית המשפט למימוש בית המגורים של החייב ושל בני ביתו היה עליו להשתכנע כי אכן הנושה, או כונס הנכסים או הנאמן שביקש את המימוש, היה זכאי לממש וכי לא הייתה כל התניה חוזית המעוררת ספק בדבר זכאות זו.²³ שיקול נוסף שבית המשפט נדרש לשקול היה אם מימוש בית המגורים אכן יניב ערך כספי ניכר לנושים או שמא ניכוי התחייבויות קודמות ותשלומי חובה שונים לא יותיר להם עוד ערך רב מתמורת המימוש. בנסיבות כאמור נחלש הטעם להיעתר ליוזמת המימוש.²⁴

20.9 הדין בעניין המימוש של בית מגורים של החייב שעליו רוכן משכון או משכנתא לטובת נושה היה שונה. החייב לא זכה לדיירות מוגנת אם מימוש הדירה נעשה בהליך של מימוש משכנתא שרבצה על הדירה ובשטר המשכנתא פורש כי החייב לא יהיה זכאי לדיירות מוגנת עקב מימוש המשכנתא.²⁵ זאת ועוד, ניתן היה לקבוע בשטר המשכנתא כי גם ההגנה של "סידור חלוף", לפי סעיף 38(א) לחוק ההוצאה לפועל, לא תחול.²⁶ תחת זאת, ההגנה שהיו זכאים לה החייב ובני משפחתו הדרים עימו הייתה קציבת סכום לטובתם המאפשר להם לשכור דירת מגורים באזור מגוריהם והתואמת את צורכיהם למשך תקופה שלא תעלה על 18 חודשים. קיצור פרק הזמן שבו זכאים החייב ובני ביתו להגנה מושתת על התפישה כי, מבחינה כלכלית, החייב ובני משפחתו זכאים להגנה מועטת בבית המגורים הממומש. ערכו של בית המגורים משקף ברובו את השקעתו של המממן שהוא הנושה המובטח.

(2) זכויות בן הזוג: עניין כובשי

20.10 הצורך באיזון בין זכויות הפירעון של הנושים מכלל נכסיו של החייב, ובכלל זה בית מגוריו, לבין הערך של הבטחת דיור חלופי תחילה לחייב ולבני משפחתו הדרים עימו, עורר בפסיקה את השאלה הבאה: האם במקרה של מימוש בית המגורים, שבו יש לבן או לבת הזוג שותפות במחצית הבית וזכויותיו רשומות במרשם המקרקעין, יהיה בן או בת הזוג של החייב זכאי להוסיף ולהחזיק בדירה כדייר מוגן מכוח סעיף 33 לחוק הגנת הדייר?²⁷ לשאלה זו נודעה נפקות כספית נכבדה על

22 רע"א 8552/10 שני נ' בנק מזרחי-טפחות בע"מ (פורסם בנבו, מיום ט"ז טבת התשע"א, 23.12.2010).

23 ע"א 1899/12 עופר נ' המנהל המיוחד לנכסי החייבת אסתר עופר (פורסם בנבו, מיום ז' אב התשע"ב, 26.7.2012).

24 שם.

25 סעיף 33(ג)(2) לחוק הגנת הדייר. בנסיבות אלה, גם בן או בת הזוג של החייב אינם זכאים לדיירות מוגנת. אם לבן או לבת הזוג יש חלק בנכס המשותף הכפוף למשכנתא, למצער משכנתא שמבטיחה חוב עקב מימון רכישת הנכס, הם חבים גם בחוב הרובין על הנכס וכפופים למימוש המשכנתא. ראו ע"א 11550/04 סיטבון נ' סיטבון, פסקה 10 (פורסם בנבו, מיום כ"ד אדר התשס"ז, 14.3.2007); ע"א 7442/97 עמית נ' עמית, פ"ד נד(4) 625 (התש"ס-2000); ע"א 5598/94 נניקשוילי נ' נניקשוילי, פ"ד מט(5) 163, 167 (התשנ"ו-1996); רע"א 8791/00 שלם נ' טווינקו בע"מ, פ"ד סב(2) 165 (התשס"ז-2006).

26 סעיף 38(ג) לחוק ההוצאה לפועל.

27 לדיון עיוני על זכויותיהם וחובותיהם של בני זוג בעת חדלות פירעון של בן או בת הזוג האחר ראו דוד מינץ "השותפות הנישואית והערכות ההדדית בין בני זוג בפשיטת רגל – עיון מחודש" דין ודברים ט 105

שיעור הפירעון לנושים מבית המגורים. אם אין לבן או לבת הזוג זכויות של דיירות מוגנת, תימכר הדירה כדירה פנויה במחיר גבוה. הנושים יוכלו להיפרע ממחצית השווי שהיא מנת חלקן של החייב בדירה. בן או בת הזוג יוכל לתור אחר דיור חלופי הולם, בין השאר באמצעות מחצית מתמורת הדירה שהיא מנת חלקם. אם, לעומת זאת, יזכה בן או בת הזוג למעמד של דייר מוגן, תימכר הדירה כנכס תפוס ותניב בהתאם תמורה נמוכה בהרבה. הנושים יאלצו להסתפק רק במחצית התמורה (מנת חלקן של החייב) המופחתת. בית המשפט העליון נדרש לשאלה זו בעניין **כובשי**.²⁸ בעניין זה פורקה שותפות בין בני זוג בבית המגורים עקב מימושו הכפוי בהוצאה לפועל. בית המשפט דן בהוראות החוק בעניין והבהיר כי, ככלל, המגמה הפרשנית הכללית בפסיקה היא לצמצם את תחולת הוראותיו של חוק הגנת הדייר, שכן תחולתן משביתה מקרקעין לתקופות ארוכות ומפחיתה ערכים כספיים שניתן להניב לנושים. אף על פי כן, קבע בית המשפט העליון, ברוב דעות, כי לאור הנוסח הנוכחי של הוראות החוק זכאי היה בן או בת הזוג של החייב להוסיף לדור כדייר מוגן בדירה הממומשת. לפיכך, כונס נכסים המוכר את הדירה בהליכי ההוצאה לפועל ימכרנה לפי מחירה של דירה תפוסה. כאמור, מימוש זה הפחית מאוד את התמורה שהניבה מכירת הדירה לנושי החייב.²⁹

(ב) חוק חדלות פירעון

20.11 הדין שהיה קיים ערב חוק חדלות פירעון בעניין האפשרות לממש את בית המגורים של החייב לא הניח את הדעת. הדין סבל הן מחוסר אחידות והן מחוסר בהירות.³⁰ ההגנה שהעניק סעיף 33 לחוק הגנת הדייר לחייב שביטחו ממומש נתפשה כהגנה רחבה וארכאית.³¹ נוסף לכך, הגנה זו חלה באופן שאינו אחיד. כאמור, היא הגנה רק על חייב שזכותו בבית מגוריו הייתה זכות בעלות או חכירה הרשומה במרשם המקרקעין. דא עקא, לחייבים רבים יש בתי מגורים שזכויותיהם בהם אינן רשומות במרשם המקרקעין, אלא בחברות משכנות וברשות מקרקעי ישראל. זכויות חוזיות אלה לקבלת קניין לא נהנו מהגנת סעיף 33 האמור. עניין זה אינו משכנע. אם חייב זכאי להגנה משפטית על זכויות המדור שלו, מדוע שהגנה זו תשתנה לפי אופן הרישום המשפטי של הנכס? כאשר לא חל סעיף 33 לחוק הגנת הדייר היה החייב זכאי להגנה באמצעות העמדת "מקום מגורים סביר" או "סידור חלוף" לרשותו. מבחנים אלה אינם מפורטים דיים והם רחוקים מלהבהיר את עצמם.³²

- (התשע"ו); אוריאל פרוקצ'יה "יחסי ממון בין בני זוג בפשיטת רגלו של אחד מהם" **משפטים** ז 266 (התשל"ו-התשל"ז). ראו עוד להלן פסקאות 20.26–20.27.
- 28 רע"א 8233/08 **כובשי נ' שוורץ** (פורסם בנבו, מיום ב' חשון התשע"א, 10.10.2010).
- 29 בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו פסק כי מימוש בית מגורים על ידי בעל תפקיד, בהליך פשיטת רגל שנפתח לבקשת החייב, אינו במהותו מימוש **כפוי** כי אם מימוש המבוקש על ידי החייב שמעוניין בפירעון סופי של חובותיו לנושיו. לפיכך, קבע בית המשפט שבנסיבות אלה אין תחולה להלכת **כובשי** והחייב ובני ביתו לא יזכו לדיירות מוגנת מכוח סעיף 33(א) לחוק הגנת הדייר. פש"ר (מחוזי ת"א) 19064-01-15 **חליוא נ' כונס הנכסים הרשמי** (פורסם בנבו, מיום י"ד אלול התשע"ז, 5.9.2017).
- 30 ראו בעניין זה גם הדיון בוועדת חוקה, חוק ומשפט מיום כ' אייר התשע"ז, 16.5.2017.
- 31 מרים בן פורת "הגנת החוק על קורת גגו של בעל נכס" **ספר יצחק כהן** 336 (התשמ"ט); אוריאל רייכמן "בעל מקרקעין ההופך לדייר מוגן – הצורך בשינוי הדין" **עיוני משפט** ט 121 (התשמ"ג-התשמ"ד).
- 32 רע"א 7700/95 **נגולה נ' חזן**, פ"ד נ(1) 338 (התשנ"ו-2004); מינץ, לעיל ה"ש 27, בעמ' 137.

20.12 בהצעת חוק חדלות פירעון לא נכלל הסדר מפורט להגנת בית המגורים של החייב. בשל אי שביעות הרצון מן הדין שנהג ערב החוק, ביקשה ועדת חוקה, חוק ומשפט מן הממשלה להידרש לנושא באופן מפורט ולהציע הסדר חקיקה מפורט.³³ הסדר מפורט זה נכלל, בסופו של דבר, בסעיף 229 לחוק חדלות פירעון. וזו לשון הסעיף:

- (א) היו כלולים בנכסי קופת הנשייה מקרקעין המשמשים, כולם או חלקם, למגורי חייב שהוא יחיד, תימכר הזכות במקרקעין באישור בית המשפט.
- (ב) בית המשפט לא יורה כאמור בסעיף קטן (א) אלא לאחר שקיים דיון ונתן לחייב ולנושים הזדמנות להשמיע את טענותיהם.
- (ג) בית המשפט לא יאשר מכירת זכות במקרקעין כאמור בסעיף קטן (א) אלא אם כן מצא כי התקיימו כל אלה:
- (1) התועלת שתצמח לנושים ממכירת הזכות האמורה גוברת על הנזק שייגרם ליחיד כתוצאה מכך, בהתחשב, בין היתר בגילם של היחיד ובני משפחתו ובנסיבותיהם האישיות ובכלל זה מצבם הבריאותי;
 - (2) אין אפשרות סבירה לפרוע את החוב בדרך אחרת שפגיעתה ביחיד פחותה;
 - (3) ליחיד ולבני משפחתו הגרים עמו יהיה מקום מגורים סביר באזור מגוריהם התואם את צורכיהם, או שהעמיד לרשותם סידור חלופי לתקופה שיקבע בית המשפט לפי הוראות סעיף קטן (ד) של מקום מגורים סביר באזור מגוריהם התואם את צורכיהם.
- (ד) תקופת הסידור החלופי תיקבע בהתאם להוראות אלה:
- (1) לעניין יחיד שנחה דעתו של בית המשפט שתהיה לו יכולת לממן מקום מגורים סביר לעצמו ולבני משפחתו לאחר תום הליכי חדלות הפירעון, בין באמצעות יכולת השתכרותו העתידית ובין באמצעות הכנסה או זכויות אחרות – לתקופה של ארבע שנים, ורשאי בית המשפט לקבוע תקופה קצרה או ארוכה יותר אם מצא כי יש הצדקה לכך, בין היתר על יסוד השיקולים המנויים בסעיף קטן (ה);
 - (2) לעניין יחיד שלא נחה דעתו של בית המשפט שתהיה לו יכולת לממן מקום מגורים סביר לעצמו ולבני משפחתו לאחר תום הליכי חדלות הפירעון, בין באמצעות יכולת השתכרותו העתידית ובין באמצעות

- הכנסה או זכויות אחרות – לתקופה שיקבע בית המשפט, ורשאי הוא לקבוע כי תקופת הסידור החלופי תהיה לכל ימי חייו של היחיד.
- (ה) (1) בבואו לקבוע את תקופת הסידור החלופי לפי סעיף קטן (ד) ישקול בית המשפט, בין היתר, את אלה:
- (א) גילם של היחיד ובני משפחתו, ובכלל זה קרבתו לגיל הפרישה;
- (ב) נסיבותיהם האישיות של היחיד ובני משפחתו וצורכיהם הנוכחים והעתידיים, ובכלל זה מצבם הבריאותי;
- (ג) אם התקיים ביחיד תנאי מהתנאים להארכת תקופת התשלומים הקבועים בסעיף 163(ג).
- (2) בבואו לקבוע את יכולת השתכרותו העתידית של היחיד יביא בית המשפט בחשבון, בין היתר, את גילו וקרבתו לגיל פרישה.
- (ו) על זכות במקרקעין של היחיד או של מי שהיה שותפו בזכות במקרקעין, שהוראות סעיף זה חלות עליה, לא יחולו הוראות סעיף 33 לחוק הגנת הדייר [נוסח משולב], התשל"ב-1972.
- (ז) הוראות סעיף זה לא יחולו לעניין מימוש משכנתה או משכון של זכות במקרקעין של היחיד המשמשים, כולם או חלקם, למגוריו, ויחולו לגבי הזכות כאמור הוראות סימן א': נושה מובטח לפרק ו', ולעניין מתן סידור חלופי – יחולו הוראות סעיף 38(ג) לחוק ההוצאה לפועל, בשינויים המחויבים".

20.13 חידוש חשוב בסעיף הוא הוצאתו מתחולה של סעיף 33 לחוק הגנת הדייר. סעיף זה לא יחול עוד על מימוש בית מגורים של חייב שמצוי בהליך של חדלות פירעון, אפילו רשומה זכותו במרשם המקרקעין.³⁴ החייב יוגן מעתה לפי ההוראה החדשה שבחוק חדלות פירעון. הגנה זו מנחה את בית המשפט לפנות אל מימוש בית המגורים כאמצעי אחרון. אל לבית המשפט לאשר את מימוש בית המגורים של החייב אם ניתן לפרוע את החוב בדרך אחרת, שהיא פוגענית פחות לחייב.³⁵ כמו כן, אין לממש את בית המגורים אם הנזק שייגרם לחייב ולבני ביתו עקב המימוש אינו מצדיק את התועלת שתצמח מכך לנושים.³⁶ יוער כי מבחן זה אינו ברור דיו. התועלת לנושים ממימוש בית המגורים – ברורה. ניתן לכמתה לסכום כספי. אך כיצד בדיוק ייקבע אם הנזק לחייב ולבני ביתו מן המימוש רב מתועלת זו? לבסוף, אין להורות על מימוש בית המגורים, אלא אם כן משתכנע בית המשפט כי לחייב ולבני ביתו יהיה סידור חלופי של מקום מגורים סביר באזור מגוריהם והתואם את צורכיהם.³⁷

- סעיף 229(ו) לחוק חדלות פירעון. 34
 שם, סעיף 229(ג)(2). 35
 שם, סעיף 229(ג)(1). 36
 שם, סעיף 229(ג)(3). 37

2. נכסי מיטלטלין

20.14 נכסי המיטלטלין של חייב עומדים למימוש לשם פירעון החובות לנושים למעט נכסים מסוימים שהוחרגו בחקיקה והם: צורכי מזון לבני ביתו, חפצי לבוש, כלי מיטה, כלי בית ומטבח, תרופות וציוד רפואי, תשמישי קדושה, מיכשור הדרוש לחייב לקיום משלח ידו ומקור פרנסתו (לרבות כלי רכב ובעלי חיים), מחשב אישי, מדפסת, מכשיר טלוויזיה או רדיו, טלפון נייד או טלפון נייד, מכונת כביסה ומייבש כביסה, וחפצים בעלי ערך רגשי מיוחד לחייב ששוויים המוערך הכולל אינו עולה על 4,000 ש"ח.³⁸ אחדים מפריטים אלה יחושבו כחלק מן ההוצאות השוטפות בעת קביעת התשלומים מהכנסות עתידיות שיושתו על החייב בהליך. דיון בחישוב תשלומים אלה ייערך להלן.

ד. תשלומים מהכנסות עתידיות

1. טרם ועדת חריס

20.15 סעיף 111 לפקודת פשיטת הרגל הסמיך את בית המשפט לקצוב לחייב המצוי בפשיטת רגל תשלומים עתיים לקופת חדלות הפירעון שתעמוד לפירעון לנושיו. ואולם, החקיקה לא עסקה באופן קביעת שיעור התשלום העתי. בעבר, טרם יישום מתווה הכונס הרשמי לניהול הליכי פשיטת רגל ואימוץ מסקנות ועדת חריס בעקבותיו, תשלום זה נקצב באורח אקראי יחסית.³⁹ עם פתיחת תיק פשיטת רגל במשרדי הכונס הרשמי בחן צוות מנהלי של הכונס את נתוניו הבסיסיים של החייב והעריך בהערכה כללית את שיעור התשלום שראוי לקצוב לחייב. המלצת הכונס הרשמי הובאה לפני בית המשפט הדן בפשיטת הרגל של החייב. בית המשפט קצב את התשלום על פי המלצת הכונס הרשמי או בשונה ממנה, לפי שיקול דעתו. הבחינה שקדמה לקציבת התשלום העתי לא העמיקה דיה בבחינת אפשרויות ההכנסה של החייב. בבחינת הוצאות המחיה של החייב ובני ביתו בחנו הצדדים המתדיינים ובתי המשפט לא פעם הוצאות פרטניות של החייב, דוגמת: אם ראוי כי חייב בפשיטת רגל יהיה מנוי לטלוויזיה בכבלים, מה מספר הפעמים המותר לחייבת בפשיטת רגל לבקר מדי חודש במספרה, ועוד.⁴⁰

38 סעיף 217 לחוק חדלות פירעון והתוספת השנייה לחוק. קדמו להם סעיף 86 לפקודת פשיטת הרגל והתוספת לסעיף 86(7).

39 לפירוט על מתווה הכונס הרשמי, ראו להלן פסקאות 21.12–21.21.

40 ראו, למשל, פש"ר (מחוזי חי') 968/05 סלילת נ' הכונס הרשמי (פורסם בנבו, מיום כ"ג שבט התשס"ח, 30.1.2008); פש"ר (מחוזי חי') 230/01 אגא עלי נ' הכונס הרשמי (פורסם בנבו, מיום י"ז שבט התשס"ב, 30.1.2002); פש"ר (מחוזי ת"א) 2154/03 פרבמן נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, מיום כ"ג תשרי התש"ע, 11.10.2009); פש"ר (מחוזי ת"א) 103-07-12 פארי-ביטר נ' כונס נכסים רשמי תל אביב (פורסם בנבו, מיום כ"ד סיון התשע"ו, 30.6.2016); פש"ר (מחוזי חי') 93/07 ניב נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, מיום י' תמוז התשס"ח, 30.7.2008).

20.16 לעניות דעתי, בחינה זו לקתה בכמה אופנים. ראשית, בחינה כאמור של ההכנסות וההוצאות נסמכת על בחינה סובייקטיבית, העלולה להתברר כמוטה אחר נטייתו המחמירה או המקילה של הבוחר (הנאמן בפשיטת רגל או בית המשפט). שנית, בחינה פרטנית של הוצאות החייב וחיווי הדעה על אורחות חייו פוגעת בכבודו של החייב. יש בבחינה כאמור שיפוטיות יתר שאינה הולמת, לטעמי, את כבוד האדם, גם כאשר הוא חייב כסף ועליו לפורעו לנושיו.⁴¹ לבסוף, בחינה פרטנית כאמור הובילה, לטעמי, לריבוי התדיינויות מיותרות בבתי המשפט אשר אך הכבידו שלא לצורך על היומן העמוס לעיפה של מערכת בתי המשפט.⁴² דבר זה אינו לתועלת איש – לא החייב, לא נושיו ולא המערכת המשפטית שעליה לתת שירות יעיל לצדדים.

2. ועדת חריס

20.17 קציבת התשלומים העתיים בתכנית פירעון מובנית ותחיתם בזמן לשם קידום שמיטת החובות של החייב, מהוות גורמים מאזנים במתווה הכונס הרשמי לניהול הליכי פשיטת רגל.⁴³ לפיכך, כמו גם לאור הביקורות הנזכרות לעיל על הקציבה האקראית של התשלומים העתיים, משהחל יישומו של המתווה הלכה למעשה ביקש הכונס הרשמי לגבש אמות מידה מושכלות לשם קציבת התשלומים העתיים של החייבים הנתונים בפשיטת רגל. לצורך גיבוש אמות מידה אלה הקים הכונס הרשמי את הוועדה לבחינת תכנית הפירעון בהליך פשיטת רגל.⁴⁴ ועדה ציבורית זו שימשה ועדה מייעצת בראשות פרופ' רון חריס, שכהן אז כדיקאן הפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל-אביב.⁴⁵ הוועדה המליצה לכונס הרשמי על האופן הראוי, לטעמה, לחשב את הכנסתו הפנויה של החייב לפירעון חובותיו לאחר בחינת כושר השתכרותו מזה, וסל הוצאות משק ביתו – מזה.⁴⁶ המלצות הוועדה אומצו והפכו להנחיית הכונס הרשמי לצוות ולנאמנים בפשיטת רגל.⁴⁷ מאז הנחיה זו מחושב התשלום העתי באופן מובנה ושוויוני יותר, בסיוע מחשבון ייעודי. עקרונות המלצותיה של ועדת חריס יפורטו להלן.

- 41 פש"ר (מחוזי נצ') 314-08 אברגיל נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, מיום כ"ו סיון התשע"ע, 8.6.2010).
- 42 לא למותר לציין כי הליכי חדלות פירעון (פשיטות רגל ופירוקים) היוו נכון לסוף שנת 2016 כ-50% מכלל התיקים האזרחיים שנפתחו בבתי המשפט המחוזיים בישראל.
- 43 להלן פסקאות 21.12–21.21.
- 44 הכונס הרשמי "כתב מינוי ועדה מייעצת לשם גיבוש תכנית פירעון לחייב במסגרת הליך פשיטת הרגל" (מיום ד' אייר התשע"ד, 4.5.2014).
- 45 יתר חברי הוועדה היו פרופ' יובל אלבשן; פרופ' דניאל גוטליב, סמנכ"ל מחקר ותכנון במוסד לביטוח לאומי; עו"ד דני וקס, נציג איגוד הבנקים; מר אוריאל לדברג, מנכ"ל ארגון "פעמונים"; עו"ד בן-ציון פיגלסון ועו"ד קרן פלפל מן הכונס הרשמי.
- 46 דו"ח ועדת חריס, לעיל ה"ש 10.
- 47 הנחיית הכונס הרשמי "חישוב תשלום חודשי לחייב בהליך פשיטת רגל" (מיום ח' אייר התשע"ו, 16.5.2016).

(א) הבטחת מחיה הולמת בכבוד לחייב ולבני ביתו

20.18 נקודת המוצא לדיוני הוועדה הייתה הצורך להבטיח לחייב ולבני ביתו מחיה הולמת בכבוד טרם שנדרשים להכנסות העודפות של החייב לשם פירעון החובות לנושיו. זוהי נקודת מוצא ערכית בסיסית העוסקת בכבוד האדם דווקא בהקשר מאתגר במיוחד. אין חולק כי מצווה על החייב לפרוע את חובותיו. ברם, פירעון זה אינו אמור לגרוע מצלם האדם ומכבודו להיות באופן ראוי בחברה האנושית. אמנם, ייתכן כי הצורך בפירעון החובות לנושים יאלץ את החייב ואת בני ביתו להצטמצם בהוצאותיהם בהשוואה לאורח החיים שהורגלו אליו קודם להליך. אולם השאלה העיקרית היא עד כמה ראוי ונכון לדרוש מהם צמצום כאמור והיכן יש להציב גבול ולומר שמעבר לכך לא ינגסו הנושים עוד בקופת החייב, שכן קופה זו היא החיונית למחיה ראויה שלו ושל בני ביתו.

20.19 ההתחבטות בשאלה מהי מחיה הולמת בכבוד היא התחבטות מוכרת לעולם הכלכלה, החברה והמשפט. זוהי השאלה שסבה סביב האחריות החברתית כלפי כל פרט והגדרת צרכיו הבסיסיים שעל החברה לדאוג כי לא יחסרו לו.⁴⁸ התחבטות זו נדונה בשעתו בעניין **מחויבות**.⁴⁹ בעניין זה כחן בית המשפט העליון את השאלה מהי מחיה בכבוד בהקשר של תיקון חוק שהפחית את גמלת הבטחת הכנסה של המוסד לביטוח לאומי ב-30%. בעניין זה הכיר בית המשפט בחשיבותה של הזכות לקיום בכבוד, בלי שתכריעו מצוקה כלכלית וחברתית. עם זה, בית המשפט נמנע מלקבוע באופן פסקני ומפורש מהו שיעור המימון שהמדינה מחויבת בו, בדרך של קצבאות או גמלאות, לשם הבטחת המחיה בכבוד של תושביה ואזרחיה.⁵⁰ זהו עניין שנקבע על ידי הרשות המבצעת והרשות המחוקקת. כל עוד לא הובאו נתונים לפני בית המשפט על הפגיעה בפועל בכבוד של בני אדם מסוימים נזהר בית המשפט מלקבוע איזה גובה גמלאות ייחשב הולם באופן המאפשר מחיה בכבוד, ואיזה לא.

20.20 ועדת חריס ביקשה להידרש באופן ערכי ומדעי לשאלה כיצד קובעים מהו קיום בכבוד של אדם ושל בני ביתו לצורך ההקשר של פירעון חובות לנושים. לשם כך, תרה הוועדה אחר אמות-מידה מדידות, הנסמכות על צבירת מידע אובייקטיבי ומהימן ככל האפשר, לחישוב הכנסותיו העתיות של החייב מזה, והוצאותיו הראויות לשם מחיה בכבוד – מזה. בחינה השוואתית מרחבי העולם העלתה כי קיימים מדדים שונים לחישוב צד ההכנסות מזה, וסל ההוצאות – מזה. להלן יפורטו המדדים שבהם בחרה הוועדה לביסוס שני צידי המשוואה. מכל מקום, ברי הוא כי קביעת התשלום העתי תתבסס על

48 ראו למשל אייל חסקל ויואב דגני "מהותה של הזכות לקיום בכבוד כישראל כזכות לקיום בתנאים מינימליים או אולי כזכות לקיום כתנאי מחיה נאותים?" **הארת הדין** ג 124 (התשס"ו). דיון זה בוטא בעבר כחמשת המ"מים המפורסמים שטבע זאב ז'בוטינסקי (מזון, מעון, מלבוש, מרפא, מורה). ראו זאב ז'בוטינסקי "הגאולה הסוציאלית – שיחה" **המשקיף** (כ' טבת התש"ט, 21.1.1949), זמין באתר: www.infocenters.co.il/jabo/jabo_multimedia/articles/hebrew/1934_24.pdf

49 בג"ץ 366/03 **עמותת מחויבות לשלום וצדק חברתי נ' שר האוצר**, פ"ד ס(3) 464 (התשס"ו-2005). שם 50

- הכנסתו העודפת של החייב, קרי: עודף ההכנסה המחושבת על סל ההוצאות שיוקצב לו ולבני ביתו למחיה בכבוד. מכאן נבעו שני עקרונות יסוד בהמלצות הוועדה:
- (א) התשלום העתי ייקבע על בסיס יכולת התשלום המחושבת של החייב, ללא תלות בגובה החובות שהוא חב לנושיו.
- (ב) מלוא ההכנסה העודפת ישמש לפירעון החובות.⁵¹

(ב) בחינת כושר ההשתכרות של החייב

20.21 חישוב רכיב ההכנסות של החייב ייקבע על פי כושר השתכרותו ולא דווקא על פי הכנסתו הנוכחית בפועל. לשם חישוב יכולת השתכרותו ייבחנו נתוני ההשתכרות המתפרסמים על ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. מדדים אלה מביאים בחשבון את שלל הרכיבים המשפיעים על כושר ההשתכרות, ובכללם: משלח ידו של החייב, השכלתו, גילו, מקום מגוריו ועוד. עם זה, הוועדה המליצה לתת לחייב שאינו ממצה עדיין את כושר השתכרותו תקופת חסד ראשונית בת חצי שנה שבה יפעל למיצוי כושר השתכרותו. לפיכך, בתקופת חסד זו הוא לא יידרש לשלם תשלום חודשי לפי כושר השתכרותו, אלא ישלם לפי שעה לפי הכנסתו בפועל. אם לאחר מכן אין הוא מצליח למצות את כושר השתכרותו, תוארך תקופת הפירעון שתיקצב לו למען יעמוד בתשלומים לפי חישוב כושר השתכרותו. עיקרון חשוב שהדגישה הוועדה הוא שמלוא כושר ההשתכרות יעמוד לשם פירעון לנושים, אך בניכוי דמי המחיה החודשיים הדרושים לחייב ולבני ביתו.⁵²

(ג) הכנסה רעיונית מדירה בבעלות עצמית

20.22 בחישוב רכיבי הכנסתו של החייב קבעה ועדת חריס כי יש להתחשב גם בבעלותו העצמית של החייב על דירתו. אכן, מבחינה כלכלית זהו מקור הכנסה רעיוני מובהק. החייב עשוי להפיק הכנסה חודשית קבועה מהשכרת דירתו. אמנם, החייב ובניו יזקקו לדיור חלופי בעבור עצמם. ברם, ייתכן שהחייב ישיכל לשכור דיור הולם בעלות חודשית נמוכה יותר מגובה דמי השכירות שאותם יגבה בהשכרת הדירה שבבעלותו. לפיכך, ההכנסה הרעיונית של דמי שכירות מדירת מגוריו תיזקף להכנסותיו החודשיות של החייב. מנגד, בחישוב הוצאותיו החודשיות ייזקפו עלויות שכר דירה חודשיות ההולמות את אזור מגוריו ואת מצבו המשפחתי.⁵³

- 51 דו"ח ועדת חריס, לעיל ה"ש 10, פסקאות 62, 66, 77, 101. עם זה, בהקשר זה המליצה הוועדה על יצירת תמריצים לחייב אשר עשויים להותיר אצלו, בנסיבות מסוימות, מקצת מהכנסתו העודפת. ראו שם, פסקה 103.
- 52 לאופן חישוב דמי המחיה החודשיים הדרושים לחייב ולבני ביתו, שינוכו מהכנסותיו, ראו להלן פסקאות 20.25–20.23.
- 53 הזקיפה הרעיונית של דמי השכירות של בית המגורים מזה, וזקיפת הוצאות הדיור החודשיות של החייב ובניו ביתו מזה, יחושבו אף הם לפי מדדים נתונים ואובייקטיביים על עלויות הדיור בישראל, המתעדכנים באופן תקופתי, לפי התפלגות אזורית ובהתחשב בנתוני המשפחה הדרה עימו. נתונים אלה מוזנים אצל הכונס הרשמי למחשבון הייעודי המשמש לקביעת התשלום החודשי הנדרש מן החייב.

20.23 בנסיבות שבהן ההכנסה הרעיונית מן הדירה שבבעלות החייב גבוהה מעלויות הדיור החודשי הדרוש לו, יניב ההפרש תוספת לתשלום החודשי שהחייב יידרש לשלם לקופת חדלות הפירעון. יופיו של הרעיון הוא בכך שהוא מייתר במידה רבה התנצחות סביב השאלה אם החייב יפנה את דירת מגוריו ויאפשר לממשה מרצונו או שהדבר ייאלץ להיעשות בצווים שיפוטיים. המנגנון שגיבשה ועדת חריס ממריץ את החייב לפעול מעצמו להתאמת דיור לבני ביתו לפי צרכיהם העדכניים, שכן היצמדות לדיור קיים, אך רחב או ראוותני מדי, ייזקק לתשלומים החודשיים שיושתו עליו ויכביד עליו להתקדם בהליך אל עבר שמיטת חובותיו. עם זה, בנסיבות שהנאמן, הכונס הרשמי או בית המשפט יתרשמו כי החייב מוסיף ליהנות מבית מגוריו הראוותני לאורך חודשים ואינו משלם את התשלום החודשי (המוגדל) המושת עליו לנוכח זקיפת ההכנסה הרעיונית מבית מגוריו, ראוי יהיה לצוות על מימוש כפוי של בית מגוריו למען לא ייצא החייב נשכר בפוגעו פגיעה בלתי ראויה בנושיו.

(ד) הקצאת סל הוצאות מחיה חודשיות – מדד ה-FES

20.24 הוועדה בחרה שלא לפלוש אל גדר ההוצאות הפרטניות של החייב ולשופטן אחת לאחת כבעבר. פלישה כאמור היא פטרנליסטית ופוגעת בכבוד האדם ובחירותו לבור לו את אורחות חייו. תחת זאת, ביקשה הוועדה להגדיר סל כולל של הוצאות מחיה אשר יאפשר לבני ביתו של החייב מחיה הולמת בכבוד. אופן ההרכבה של הסל והמינון היחסי שיינתן בו לכל רכיב הם בחירה של החייב ואינו אמור לעניין איש זולתו. הבחינה והבקרה המשפטיות יעסקו בהיקף הכולל של סל ההוצאות בלבד. לשם קביעת סל ההוצאות הראוי למחיה בכבוד בחנה הוועדה מדדים שונים ברחבי העולם. לבסוף, הוועדה המליצה לקבוע את סל ההוצאות לפי מדד ה-FES (Food-Energy-Intake Share).⁵⁴

20.25 מדד ה-FES פותח על ידי פרופ' Martin Ravallion במחקר של הבנק העולמי.⁵⁵ מדד זה בוחן את סל ההוצאות החודשי הראוי למחייתה של משפחה כדלקמן: את כלל ההוצאות המשפחתיות מפצלים לשתי קבוצות – (א) הוצאות תזונה הולמת; (ב) שאר ההוצאות.⁵⁶ הוצאת התזונה ההולמת בעבור משפחה היא ההוצאה הכספית המזערית למזון שדרושה לאדם ולמשפחתו כדי לאפשר להם לתפקד היטב ולחיות חיים בריאים מבחינה תזונתית.⁵⁷ חישוב הולמות ההוצאות שאינן מזון של התא המשפחתי – מורכב יותר. אין מדובר במדד אובייקטיבי שהוא נטול קביעות ערכיות באשר לאורח החיים הראוי של אדם ומשפחתו. גיוון התרבויות, העדות, הדתות, מקומות המגורים, ועוד, מוביל מן הסתם לסל הוצאות משתנה. לפיכך, מדד ה-FES נמנע מקביעות ערכיות כאמור. במקום זאת, בוחן מדד זה שתי נקודות על גרף ההוצאות המשפחתיות: ראשית, המדד בוחן את התפלגות הוצאתה של משפחה שהכנסתה מספיקה בדיוק לרכישת סל התזונה ההולמת. המדד מבקש לבחון איזה שיעור מהכנסתה של

54 להרחבה על מדד זה ויישומו המתמטי ראו דו"ח ועדת חריס, לעיל ה"ש 10, נספח ח'.

55 Martin Ravallion, Poverty Comparisons (1994).

56 לשם נוחיות הדיון יכוננו הוצאות אלה "הוצאות שאינן מזון".

57 בישראל פותח סל מזון הולם ונגיש שחושב על ידי צוות התזונה של משרד הבריאות. כמויות המזון מחושבות לפי הרכב הגילים והמינים של בני המשפחה. ראו שם.

משפחה זו מוצא על ידיה בעבור ההוצאות שאינן מזון.⁵⁸ שנית, המדד בוחן מהו הסכום שמוצא על הוצאות שאינן מזון על ידי המשפחה שהכנסתה היא הנמוכה ביותר מבין המשפחות שמוציאות בדיוק את הסכום הדרוש לרכישת סל התזונה ההולמת.⁵⁹ לשם קביעת הולמות ההוצאות שאינן מזון, מדד ה-FES ממצע בין שיעור ההוצאות שאינן מזון בשתי הנקודות האמורות. סל ההוצאות המשפחתי הוא סכום הוצאת התזונה ההולמת והממוצע האמור של ההוצאות שאינן מזון.⁶⁰

20.26 גישה זו לקביעת סל ההוצאות המשפחתי החודשי הדרוש למחיה הולמת בכבוד משחררת את קוצבי שיעור התשלום העתי מן הצורך להידרש להוצאות הפרטניות של כל חייב ומלשפוט כל רכיב הוצאה כאמור שיפוט ערכי. גישה זו, הנשענת על מדד אובייקטיבי המחשב את תצורות אורח החיים הבריאה המזער, ניתנת ליישום בקלות ובלי לבטל את חירות הפרט להחליט החלטות על אופן מחייתו כל עוד הן בתוך גבולות סל ההוצאות. זהו יתרונה הממשי.

(ה) השפעת המסגרת המשפחתית על חישוב התשלום

20.27 בניהול משק בית משותף תורמים לא פעם שני בני הזוג להכנסה המשפחתית. ברם, לא אחת, רק אחד מבני הזוג צבר חובות והפך לחדל פירעון. נסיבות שכיחות אלה מעוררות את השאלה אם זכאים נושי החייב לגבות את חובותיהם ממכלול ההכנסות המשותף של התא המשפחתי, משל היו החובות חובות משותפים של בני הזוג, או שמא איש בחובותיו יישא ותתקיים הפרדה בין חובותיו של כל אחד מבני הזוג. אכן, שאלה זו היא שאלה נכבדה. במאמר שפרסם, הציע השופט מינץ להתייחס אל בני זוג כיחידה משותפת אחת, בין שנישאו לפני שנת התשל"ד-1974 וחלה עליהם הלכת השיתוף, ובין שנישאו לאחר מכן וחל עליהם חוק יחסי ממון בין בני זוג, התשל"ג-1973.⁶¹ בהתאם, סבר השופט מינץ כי יש לחייב בני זוג לפרוע במשותף חובות בהליך של חדלות פירעון של אחד מהם מתוך נכסים והכנסות שצברו במשותף במהלך חיי הנישואין.⁶²

20.28 ועדת חריס סברה אחרת. את תפישתה בנושא זה השתיתה הוועדה על כך שרובם של יחסי הנישואין בישראל כיום נערכו לאחר שנת התשל"ד, ולפיכך חל עליהם חוק יחסי ממון בין בני זוג. סעיף 4 לחוק זה מכיר בהפרדה הרכושית בין בני הזוג בעת נישואיהם ואינו מטיל על אחד מהם את חובותיו של בן או בת הזוג האחר מעצם היותם נשואים.⁶³ לפיכך, סברה הוועדה כי גישת המוצא להתמודדות עם התא המשפחתי שבו אחד מבני הזוג נקלע להליך של חדלות פירעון היא הגישה היחידנית, שלפיה איש בחובותיו יישא. אין להשית על בן או בת הזוג האחר את חובות החייב. ואולם,

58 כלומר: איזה סכום מקריבה משפחה כאמור על חשבון תזונתה ההולמת לשם צריכת יתר המוצרים והשירותים שהיא צורכת. נקודה זו על הגרף מייצגת את "קו העוני התחתון".

59 נקודה זו מייצגת את "קו העוני העליון".

60 נתוני הבסיס שעליהם נשען מדד ה-FES מתעדכנים מדי שנה, בהתאם לנתונים המתקבלים מן הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. כך נשמרת עדכניות המדד והתאמתו לעלייה הכללית ברמת החיים.

61 מינץ, לעיל ה"ש 27, בעמ' 150 ואילך; ראו גם עניין שלם נ' טווינקו בע"מ, לעיל ה"ש 26.

62 שם, בעמ' 161-163.

63 ע"א 1915/91 יעקובי נ' יעקובי, פ"ד מט(3) 529, 628 (התשס"ה-1995).

לשיטת הוועדה, הגישה היחידנית תבוא לידי ביטוי, בהתאמה, גם בחישוב הכנסות משק הבית המשותף והוצאותיו. כלומר: לשם חישוב הכנסות החייב, מחד גיסא, והוצאות משק הבית המשותף שבהן הוא נושא, מאידך גיסא, יש לבחון את חלקו היחסי של כל אחד מבני הזוג בסך כל הכנסותיו של משק הבית המשותף. כך, למשל, אם החייב מניב 60% מסך ההכנסות החודשיות של המשפחה ואילו בת זוגו מניבה את 40% הנותרים, תחושב שיעור הכנסתו הפנויה של החייב, מעבר לצורכי מחיית משפחתו, העומדת לתשלום לקופת הנושים כדלקמן: ההכנסה שתחושב כהכנסת החייב מכלל הכנסות המשפחה תהיה 60% מכלל הכנסות משק הבית. ואולם, בהתאמה, גם בחישוב הוצאות משק מחיית המשפחה המנוכות מהכנסת החייב ייזקפו רק 60% מכלל ההוצאות לחייב (ו-40% הנותרים ייזקפו כהוצאות בת זוגו). היתרה העודפת אפוא בהכנסת החייב על חלקו היחסי התואם בהוצאות משק הבית היא ההכנסה הפנויה שתעמוד לפירעון לקופת הנושים לצורך תשלומיו החודשיים של החייב.⁶⁴ הוועדה סברה עוד כי גם הכנסות של ילדי החייב אשר מתגוררים עימו ומוגדרים כתלויים בו, יצורפו לחישוב ההכנסה החודשית של החייב. כך יבוא לידי ביטוי חלקו היחסי של החייב במימון הוצאות ילדיו, לצד המימון של הוצאות אלה מהכנסות עצמאיות שלהם.⁶⁵

64 דו"ח ועדת חריס, לעיל ה"ש 10, פסקה 99; השוו בע"מ 919/15 פלוני נ' פלונית (פורסם בנבו, מיום כ"ה תמוז התשע"ז, 19.7.2017) (בהתאם למשפט העברי, תשלומי מזונות של ילדים בגיל 6–15 יוקצו בין בני זוג פרודים באופן יחסי להשתכרותו של כל אחד מהם).

65 דו"ח ועדת חריס, לעיל ה"ש 10, פסקאות 92, 106.1.

שיקול הדעת השיפוטי בשמיטת חובות

א. כללי

21.1 ליבתם של דיני חדלות הפירעון לחייב בשר ודם היא שמיטת חובותיו. זהו מותר דיני חדלות הפירעון מכל הליך ומכל דין העוסק בגביית חובות גרידא מן החייב.¹ זו תכלית הדין.² שמיטת חובות משקפת ערך יסוד חברתי וכלכלי מן המעלה הראשונה. כפי שנראה להלן, היא גם מבטאת ערך יהודי מן התורה.

21.2 **ערך חברתי על שום מה?** על שום זאת שאין אנו מפנים עורף לחייב שמך ונפל. חייב שנקלע למצוקה כלכלית ואינו מסוגל לשאת עוד במשא חובותיו לא יוכרע בלי יכולת קום עוד. חייב שנפל יזכה להזדמנות נוספת ויתאפשר לו, באמצעות שמיטת החובות, לפתוח דף כלכלי חדש בחייו ובחיי משפחתו. זהו פתח התקווה הצפון לו במעלה הדרך, שכן אף על פי שנפל – אחיך הוא.³ לפיכך, לצד הדאגה לפירעון החובות לנושים במידה האפשרית, יש לגלות יחס ערכי לחייבים דווקא בשעת מצוקתם הכלכלית ולמנוע גבייה שהיא מעבר ליכולותיהם ואשר תדון אותם ואת בני ביתם לשנים ארוכות של סבל, של מכאוב והדרה, הלכה למעשה, מן החברה המתוקנת.⁴

21.3 **ערך כלכלי על שום מה?** על שום שחייב הכורע שנים תחת עול חובותיו ללא מוצא הופך מנכס יצרני בחברה הכללית לנטל על הקופה הציבורית. חייב כאמור נעדר תמריצים של ממש לייצר הכנסות, שכן ממילא כל הכנסה כאמור תעמוד לרשות נושיו בלבד. תחת זאת, החייב יתכנס עוד בתוך עצמו, יפשוט ידו ויבקש קצבאות וגמלאות מן הקופה הציבורית ומתקציבי הרווחה. לחלופין, הכנסות שהחייב ייצר למחירתו ולמחייט בני ביתו ייוצרו בחשאי, בניסיון להסתירן מעיני הנושים. הכנסות חשאיות כאמור לא ידווחו על ידי החייב גם לרשויות המס. כך תפסיד הכלכלה הציבורית פעם נוספת. לעומת זאת, עם מתן פתח של תקווה לחייב לפרוק מעול שכמו את משא חובותיו, הגדול ממידותיו, עשוי החייב להתאמץ ולעשות את שנדרש ממנו על מנת להגיע לרגע שמיטת חובותיו. דרישות פירעון

1 לעיל פסקאות 3.72–3.74.

2 סעיף 1(1), (3) לחוק חדלות פירעון. ראו שם, בדברי המבוא ("החוק המוצע מבקש להציב את שיקומו הכלכלי של היחיד, חייב שהוא אישיות משפטית טבעית, כערך מרכזי בהליכי חדלות פירעון של יחידים").

3 ויקרא כה 35 ("וכי ימוך אחיך ומטה ידו עמך והחזקת בו גר ותושב וחי עמך").

4 גישה זו הפוכה ב-180 מעלות לגישה ששלטה בפקודת פשיטת הרגל ובפסיקת בתי המשפט לפני תיקון מס' 3 לפקודה בשנת התשנ"ו-1996. עד אז שלטה בכיפה התפישה כי יש טעם בניהול הליכי פשיטת רגל רק אם יש בהם "תועלת לנושים". ראו על כך לעיל דיון בפסקה 4.16.

חלקי לנושים במעלה הדרך תהפוכנה מעשיות יותר. החייב עשוי לייצר הכנסה שממנה ייפרעו הנושים, רשויות המס יגבו את שיעורי המס הקבועים בחוק, ובתום מסע זהה – עם שמיטת חובותיו – הוא ייהנה בעצמו מעמל כפיו ומההכנסות שהוא מייצר. ערך כלכלי נוסף הטמון בפתח התקווה שבשמיטת החובות מתבטא בכך שהוא מעודד יזמות מעיקרא ומפחית את החשש מפני העמסת התחייבויות על כתפי יזמים. דברים אלה מקבלים משנה תוקף כאשר האחריות המוגבלת של בעלי מניות-יזמים מכורסמת, הלכה למעשה, באמצעות הערבויות שיזמים אלה נדרשים לערוך כלפי המלווים לחברותיהם.⁵

21.4 העיקרון בדבר שמיטת חובות החייב הוא אפוא עיקרה של חדלות הפירעון של חייב בשר ודם. ברם, לאורך ההיסטוריה של דיני חדלות פירעון, היו תקופות שונות שבהן עיקרון זה לא נתיישב כל צורכו על דעתם של מעצבי המשפט. שמיטת חובות בפשיטת רגל נקבעה במשפט האנגלי כבר בשנת 1705.⁶ במקורה, שמיטת החובות נועדה להמריץ חייבים לגלות את רכושם לנושים לשם הגדלת הפירעון לאחרונים. בהמשך, הופנם כי שמיטת החובות תעודד יזמות ונטילת סיכונים בקרב חייבים העוסקים במסחר.⁷ לאורך המאה העשרים חלחלה התודעה של ערך שמיטת החובות ומתן האפשרות לחייבים לפתוח דף כלכלי חדש בחייהם גם בארצות-הברית ובארצות רבות אחרות.⁸ בישראל קיבע המחוקק, בשנת התשנ"ו-1996, את ערך שמיטת החובות בליבם של דיני פשיטת הרגל בחוק לתיקון פקודת פשיטת הרגל (מס' 3), התשנ"ו-1996. קודם לכן, היה זה כמעט בלתי אפשרי לחייב לחסות תחת כנפיה של פשיטת רגל על מנת לשמוט את חובותיו בתום ההליך. לפני תיקון מס' 3, דרשו דיני פשיטת הרגל להצביע על תועלת לנושים דווקא, כתנאי לניהול הליכי פשיטת רגל בעניינו של חייב.⁹ אכן, גם לאחר תיקון מס' 3 לפקודת פשיטת הרגל יש לקיים איזון מתמיד בין ערך שמיטת החובות לחייב לבין זכויות הנושים להיפרע את שהחייב יכול לשאת על כתפיו. איזון זה נדרש בכל דין של חדלות פירעון כיום בעולם והוא נדרש ונמצא גם בחוק חדלות פירעון. זהו מוקד עניינו של הפרק הנוכחי.

- 5 להרחבה בעניין היחס בין אחריות מוגבלת, ערבות של בעלי מניות והפטר בחדלות פירעון, ראו לעיל פסקאות 12.70–12.58.
- 6 The Statute of 4 Anne, c. 17 (1705).
- 7 Charles J. Tabb, *The Historical Evolution of the Bankruptcy Discharge*, 65 AM. BANKR. L.J. 325, 333–335 (1991).
- 8 THE WORLD ; THOMAS H. JACKSON, THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW 225–252 (1986) ; Richard Flint, *Bankruptcy Policy: A Moral Justification for Financial Rehabilitation for the Consumer Debtor*, 48 WASH. & LEE L. REV. 515 (1991). לסקירה על אודות ההתפתחות ההדרגתית בדיני חדלות הפירעון של חייבים בשר ודם בארצות-הברית ראו Tabb, לעיל ה"ש 7.
- 9 לסקירת היסטוריה משפטית זו ראו לעיל פסקה 4.16.

ב. שמיטת הכספים המקראית

21.5 משפטנו הקדום טבע את רעיון שמיטת החובות לחייבים והנחילה לעולם. התורה מצווה כדלקמן:¹⁰

”מקץ שבע שנים תעשה שמטה: וזה דבר השמטה שמוט כל בעל משה ידו אשר יִשָּׂה ברעהו: לא יִגֹּשׁ את רעהו ואת אחיו כי קרא שמטה לה' את הנכרי תיגֹּשׁ ואשר יהיה לך את אחיך תשמט ידך...”.

21.6 שמיטת כספים היא אחת משתי מצוות השמיטה שבתורה. אחותה היא שמיטת הקרקעות.¹¹ מצוות שמיטת הכספים מבטאת ערך חברתי חשוב. היא מונעת את השתעבדותו המתמדת של החייב לנושהו. אחת לשבע שנים, ערב ראש השנה של מוצאי השמיטה (קרי: בתום השנה השביעית, שנת השמיטה), נשמטים החובות, והנושים מנועים מלתבוע את החייב לשלם להם חוב שעברה עליו השמיטה. החייבים עשויים לשוב ולזקוף את גוים ולהשיל מעליהם את נטל החובות המעיב על פעילותם. לא זאת אף זאת: התורה מזהירה בפירוש את המלווה שבכוח לבל יימנע מלהלוות ערב שנת השמיטה מחשש שהחוב יישמט לאחר מכן.¹² ואולם, חרף הדין הנאצל, מבחינה מעשית, שמיטת הכספים אכן ציננה את נכונותם של המלווים להלוות, והדלת ננעלה בפני הלווים. על מנת לשוב ולפותחה, התקין הלל הזקן את תקנת הפרוזבול המפורסמת.¹³ תקנה זו אפשרה למלווים לחתום על מסמך בשם “פרוזבול”,¹⁴ שבו הם ממחים לבית הדין את זכות תביעתם כלפי החייב. חובות כלפי בית הדין לא נשמטו בשמיטת הכספים. כך שמרו הנושים על האפשרות להוסיף ולגבות בלי לעבור על דין שמיטת הכספים המקראי. מבחינה מעשית, אכן, לאורך הדורות מאז הלל הזקן תקנת הפרוזבול רוקנה במידה בלתי מבוטלת את ישימותו של דין שמיטת הכספים.

21.7 השוואה בין דין שמיטת הכספים המקראי לשמיטת החובות בימינו חלולת פירעון מלמדת כי קיים שוני מהותי בין השניים. דין שמיטת הכספים המקראי חל באופן מלא וגורף, ברגע אחד, על כל החובות של כל חייבי ההלוואות בעם שכבר הגיע מועד פירעונם.¹⁵ שמיטת הכספים בתום שנת

10 דברים טו 1–3.

11 לעניין מצוות שמיטת קרקעות ראו שמות כג 10–12; ויקרא כה 2–7; רמב”ם, הלכות שמיטה ויובל, פרק א', הלכה א'. לפרשנות הטוענת כי דין שמיטת כספים הוא דין הנגזר כלכלית מדין שמיטת קרקעות, ראו פירוש רבי יוסף בכור שור, דברים טו 2.

12 דברים טו 9–10; רמב”ם, לעיל ה”ש 11, פרק ט', הלכה ל'.

13 בבלי, גיטין, לו, ע”א-ל”ז, ע”ב.

14 מקורה של המילה “פרוזבול” הוא: פרוס בולי ובוטי, קרי: תקנה לעשירים ולעניים, עשירים שלא יפסידו ועניים שלא ינעלו דלת בפניהם. שם, ל”ו, ע”ב-ל”ז, ע”א, רש”י ד”ה “פרוז”, “בולי ובוטי”.

15 לעומת זאת, חוב שטרם הגיע מועד פירעונו בשעת שמיטת הכספים, אינו משמט, והמלווה יוכל לתובעו מאוחר יותר בהגיע מועד פירעונו. רמב”ם, לעיל ה”ש 11, פרק ט', הלכה ט'. נוסף לכך, חוב המובטח במשכון אינו משמט בשמיטת הכספים. שם, הלכה יד.

השמיטה אינה מבחינה בין חייב בעל יכולת פירעון לבין חייב חדל פירעון.¹⁶ כל חוב נשמט וכל נושה מנוע מלנגוש ולגבות. לעומת זאת, בדיני חדלות פירעון יישמטו באופן פרטני רק חובותיו של חייב חדל פירעון, ובעת מיועדת, בהליך המתנהל בעניינו. אין מועד אחד ואין שמיטה אחת לכל החייבים. אלה הם סדר חברתי ודין שונים. עם זה, הרעיון החברתי שביסוד דין השמיטה עודו יכול לשמש מקור השראה גם למשפט של ימינו. דין שמיטת כספים עשוי לבסס חשיבה ערכית המעמידה במרכז את קשייו של החייב ואת הצורך במענה משפטי הרגיש לקשיים אלה.

ג. משך ההליך עד לשמיטת החובות

1. קציבת הזמן עד לשמיטה

(א) השיקול הערכי

21.8 אחד הגורמים החשובים ביותר בדאגה לחייב חדל הפירעון ובסיוע לפתיחת דף חדש בחייו הכלכליים הוא משך הזמן שבו החייב נתון בהליך חדלות הפירעון. שמיטת החובות היא עיצומו של דין חדלות הפירעון ועיקרו. ברם, ההכרה בעצם הרעיון לבדה אין די בה. על מנת להגשים עיקרון חשוב זה יש לקבוע עתוי ראוי לשמיטת החובות. שמיטת חובות שתגיע לאחר שנים רבות שבהן מצוי החייב בהליך חדלות הפירעון, על מגבלות ההליך והאות השלילי הטבוע בו, יקהה ריחה וייפגם טעמה. באיזון שבין זכויות הפירעון של הנושים לבין זכות החייב להתחלה כלכלית חדשה, אין להתיר את משיכת החייב על פני שנים רבות עד לשמיטת חובותיו. הדבר אינו ראוי מבחינה ערכית ואינו יעיל. **מבחינה ערכית**, אין לפסוח על שתי הסעיפים. המבקש לסייע לחייב ולשקמו מבחינה כלכלית אינו יכול לגזור על החייב ועל בני ביתו את חיי הדלות של הליך חדלות הפירעון לאורך זמן ממושך. הימשכות ההליכים בעניינו והרחקת האור שבקצה המנהרה מדרדרות את החייב עוד מבחינה חברתית. **מבחינת יעילות**, התמשכות ההליך ודחיית השמיטה עוד ועוד מפחיתות את תוחלת התמריץ הגלום בשמיטה בעבור החייב. כתוצאה מכך גדל ייאושו של החייב, ובהתאמה – קטנה נכונותו לשנס מותניים ולהתאמץ בפירעון חובותיו עד לשלב השמיטה. נוסף לכך, מוכח מבחינה אמפירית כי התמשכות ההליכים מגדילה את הפירעון לנושים באופן שולי בלבד, וזאת – תוך כדי עלויות ניכרות של הפעלת המערכת הציבורית. הגע בעצמך: לעיל הובהר כי גישת המשפט הישראלי היא שיש לפרוע חובות לנושים הן מן הנכסים הקיימים של החייב והן מייצור הכנסתו העתידית.¹⁷ לשם חילוץ הערך הכלכלי שעשוי להתקבל מן הנכסים הקיימים אין צורך בשנים רבות. הנכסים קיימים וניתנים למימוש על ידי

16 ואולם, הרמב"ם מפרש את מצוות שמיטת הכספים כמכוונת לחמלה על העניים דווקא. רמב"ם, מורה נבוכים, חלק ג, לט ("כל המצוות אשר ספרנום בהלכות שמיטה ויובל, מהם לחמלה על כל בני אדם ולהרחבה לבני אדם כולם כמו שאמר (שמות כג, 11) 'ואכלו אביוני עמך ויתרם תאכל חית השדה', ושתוסיף הארץ תבואתה ותתחזק בעומדה שמוטה, ומהם חנינה בעבדים ובעניים, רצוני לומר: השמטת כספים והשמטת עבדים").

17 לעיל פסקה 20.5.

הנאמן.¹⁸ מבחינה עיונית, ההכנסה העתידית עשויה להניב ערך כלכלי נוסף ככל שתקצב על פני תקופה ארוכה יותר. ואולם, הימשכות ההליכים על פני שנים רבות מניבה תוספת ערך כלכלי שולית ביותר בהשוואה לשיעור החובות הממוצע של החייב.¹⁹ ועל כן נאמר: אם כן – למה זה הליך?

21.9 יטען הטוען שהותרת החייב בהליך לאורך זמן וגזירת תשלומים תקופתיים שבהם יידרש לשאת מחנכות את החייב לאחריות כספית ונושאות בחובן מסר ערכי גם אם תועלתה פחותה. בכל הכבוד, טענה זו אינה מקובלת עליי. הליך של חדלות פירעון נועד להסדיר את חובות החייב לנושיו, לפורעם לפי יכולתו של החייב ולשחררו מעול החובות הבלתי פרועים. הא ותו לא. ספק גדול בעיניי עד כמה ראוי, נכון ויעיל להותיר חייב בהליך משפטי הנושא תודעה שלילית רק לשם חינוכו הכלכלי. בית המשפט אינו זירה מחנכת, למצער – לא זירה לחינוך כלכלי אחראי. במקרה מתאים בית המשפט רשאי כמובן להתנות את שמיטת החובות של החייב בכך שיפנה, בעודו בהליך, לסדנאות ייעוץ לניהול כספי אחראי.²⁰ ברם, יש לעשות זאת מחוץ לכותלי בית המשפט ובפרק זמן מוגבל. דבר זה אינו מצדיק שנים סתמיות של היוותרות החייב בהליך של חדלות הפירעון. התארכותו של ההליך עצמו והיוותרות החייב בו כשלעצמן אינן מחנכות לדבר ואינן לתועלת איש.

(ב) משפט השוואתי

21.10 מבט השוואתי אל מדינות מפותחות יגלה עניינו כי המשפט מגביל שם את התקופה המרבית להימצאותו של חייב בן אנוש בהליך של חדלות פירעון עד לשמיטת חובותיו. כך, למשל, אנגליה קיצרה את תקופתו של הליך חדלות הפירעון וקצבה אותה על פרק זמן מרבי של שנה אחת.²¹ זהו שינוי מהותי בתפיסת המשפט האנגלי כלפי דיני חדלות הפירעון. באופן מסורתי, דיני חדלות הפירעון באנגליה נטו אל עבר זכויות הנושים.²² מעמדו של החייב וזכויותיו זכו לחשיבות משנית לכל היותר. ואולם, לפי החוק כיום, בתום 12 חודשים מצו פתיחת ההליך, מסתיים ההליך ללא כל שיקול דעת או קביעה שיפוטית במקרה הנדון. דבר זה מצביע באופן מובהק על מגמה משפטית עדכנית המבקשת לשחרר חייבים חזרה אל חיק החברה כשהם מותרים מכבלי חובותיהם ומן המגבלות החלות על חייב המצוי בהליך של חדלות פירעון.

18 אכן, ייתכן כי נכסים נוספים שהוותרו או שהועברו לצדדים שלישיים יתגלו עקב חקירות הנאמן. אם החייב לא גילה את דבר קיומם בראשית ההליך עלול הדבר להצדיק את דחייתה של שמיטת חובותיו. ראו להלן פסקאות 21.33–21.34.

19 WORLD BANK, WORKING GROUP FOR THE TREATMENT OF THE INSOLVENCY OF NATURAL PERSONS ¶264 (2014), available at: <http://documents.worldbank.org/curated/en/120771468153857674/World-Working-group-for-the-treatment-of-the-insolvency-of-natural-persons>.

20 בארצות-הברית חייב בשר ודם המבקש לפתוח הליך של חדלות פירעון בעניינו חייב לעבור, עובר לפתיחת ההליך, אצל גוף ללא כוונת רווח – המאושר על ידי ה-U.S. Trustee – הכוונה באשר לאפשרויות לקבלת ייעוץ בניהול אשראי (credit counseling) ולקבל מאותו גוף סיוע בהכנת תקציב. Bankruptcy Code §§109(h)(1), 111. נוסף לכך, בעודו בהליך וכתנאי לשמיטת חובותיו בתום ההליך, יידרש החייב לעבור הדרכה בנושא התנהלות פיננסית אישית (debtor education). שם, סעיפים 727(a)(11), 1328(g)(1).

21 Insolvency Act, Sch B1 ¶76.

22 IAN F. FLETCHER, THE LAW OF INSOLVENCY 7–11 (4th ed., 2009).

21.11 גם בארצות-הברית מוגבלת התקופה להימצאות החייב בהליך חדלות הפירעון.²³ כזכור, בארצות-הברית ניתן לנהל הליך של חדלות פירעון בעניינו של חייב בן אנוש באחד משני מסלולים חלופיים: מסלול מימוש נכסים קיימים של החייב (Chapter 7) או מסלול תשלומים עתיים (Chapter 13).²⁴ המסלול הראשון אינו דורש חודשים רבים לשם השלמתו. זהו הליך קצר באופן יחסי. במסלול השני פרק הזמן המרבי עד לשמיטת יתרת חובות החייב הוא שלוש שנים מתחילת התשלומים העתיים, אם הכנסתו של החייב נמוכה מן ההכנסה החציונית לתא משפחתי הדומה לשלו במדינת תושבותו.²⁵ אם הכנסת החייב שווה להכנסה החציונית במדינת תושבותו, או גבוהה ממנה, משך הזמן המרבי עד לשמיטת החובות הוא חמש שנים.²⁶

2. מתווה הכונס הרשמי

21.12 בשנת התשע"ב-2012 פרסם הכונס הרשמי נייר עבודה שבו הציע מתווה מעודכן לניהול הליכי פשיטת רגל בישראל. נייר עבודה זה שימש מצע לדיון רחב בנושא. לבסוף, אומץ המתווה על ידי הכונס הרשמי ויושם, החל מאלול התשע"ג-ספטמבר 2013, בכל הליכי פשיטת הרגל שנפתחו מאז. יוזמה זו נודעה ברבים בשם "הרפורמה בפשיטת רגל". ביסוד המתווה עומדת ההכרה בערך שמיטת החובות כערך העיקרי של הליך פשיטת הרגל ובצורך לנתב את ההליך להגשמת תכלית זו בפרק זמן קצוב וידוע. מתווה זה אומץ בהמשך ושולב בחוק חדלות פירעון.²⁷ עיקרי המתווה מובאים להלן.

(א) אופק חיובי לחייב

21.13 ליבו של מתווה הכונס הרשמי הוא יצירת אופק חיובי לחייב שֶמָּךְ ונקלע לפשיטת רגל. כנגד הייאוש ותחושת חוסר התוחלת שחש חייב המדרש במסלול אינסופי של תשלום חובות, נועד הליך פשיטת הרגל להאיר את דרכו ולהציג לו את האור שבקצה המנהרה. אור זה הוא שמיטת החובות. אל לו לחייב להיוותר כסומא באפילה המגשש את דרכו ותר אחר השמיטה בלי דעת אי מזה ומתי תיקרה בדרכו. כאמור, אקראיות זו אינה לתועלת איש ואינה ראויה מבחינה ערכית-חברתית. לפיכך, הציע מתווה הכונס הרשמי להגדיר בכל הליך של פשיטת רגל פרק זמן קצוב עד למועד שמיטת החובות, כאשר החייב והנושים כאחד יידעו מראש מהו פרק זמן זה ויפעלו לאורך ההליך בהתאם.²⁸ ידיעתו של

23 JACKSON, לעיל ה"ש 8, בעמ' 272–273.

24 לעיל פסקאות 20.3–20.4.

25 Bankruptcy Code §1322(d)(2).

26 שם, סעיף 1322(d)(1). לביקורות אמפיריות על Chapter 13, המלמדות כי תכניות הפירעון שנקבעות בו משולמות כסדרן רק בכשליש מן המקרים, ראו 1997 Report of the National Bankruptcy Review Commission, *Bankruptcy: The Next Twenty Years* 90; Scott F. Norberg & Andrew J. Velkey, *Debtor Discharge and Creditor Repayment in Chapter 13*, 39 CREIGHTON L. REV. 473, 476 (2006); Stephen L. Poe, *Consumer Bankruptcy: A Proposal to Reform Chapters 7 and 13*, 104 DICK. L. REV. 579, 589 (2000). ראו גם Jean Braucher, *A Fresh Start for Personal Bankruptcy Reform: The Need for a Single Portal*, 55 AM. U. L. REV. 1295, 1320–1321 (2006).

27 סעיפים 163, 153(א), 154(א) לחוק.

28 הצעה זו נסמכה על כך שפקודת פשיטת הרגל לא קצבה פרק זמן מזערי או מרבי להתמשכות ההליך עד לשמיטת חובות החייב. לעומתה, חוק חדלות פירעון קוצב פרק זמן של כארבע שנים כפרק הזמן המקובל

החייב מראש אימתי יזכה לשמיטת חובותיו תמריצנו להתאמץ, לשלם את התשלומים העתיים שנקצבו לו, לשתף פעולה עם בעל התפקיד ולגלות את רכושו. תמריץ חיובי כאמור יניב תוצאות חיוביות גם לנושיו של החייב. אך, מעל לכך, היא תמנע מן החייב ומבני ביתו מלשקוע בהדרגה לייאוש ומהפיכתם אט אט למעמסה חברתית על רשויות הרווחה.

21.14 אכן, קציבת פרק הזמן המסוים בכל הליך כפופה לשיקול דעתו של בית המשפט. עם זה, מתווה הכונס הרשמי הציג כי פרק הזמן המקובל מראשית הליך פשיטת הרגל ועד למועד שמיטת החובות יעמוד על כארבע שנים. פרק זמן זה מחולק לשני חלקים עיקריים: (א) 18 החודשים הראשונים²⁹ ו-(ב) יתרת התקופה. בהליך פשיטת הרגל, הנפרס על פני שתי תקופות הזמן האמורות, ישולבו אבני דרך מובנות. בתום פרק הזמן האמור ובהתקיימן של אבני דרך אלה יזכה החייב לשמיטת החובות. ואולם, כבר בתום החלק הראשון, קרי: בתום 18 חודשים מראשית ההליך, יידעו החייב ונושיו מהו המועד המיועד לשמיטת החובות.

(ב) אבני דרך מובנות עד לשמיטה

21.15 מתווה הכונס הרשמי דורש מבעל התפקיד, מהנושים ומהחייב לעמוד במספר אבני דרך חשובות בדרך אל פירעון החובות (החלקי) לנושים ושמיטת יתר החובות. אבני דרך אלה הן:

- (1) בחינה כלכלית של החייב.
- (2) בחינתן של תביעות הנושים.
- (3) עמידה בתכנית הפירעון שנקצבה לחייב.

שתי אבני הדרך הראשונות ניצבות בחלק הראשון של הליך פשיטת הרגל, ואילו השלישית ניצבת בחלקו השני. אבני דרך אלה יידונו להלן.

(1) בחינה כלכלית של החייב

21.16 אבן הדרך הראשונה היא בחינה כלכלית של החייב. זהו תפקיד מובהק של בעל התפקיד. שומה עליו לבחון את יכולתו הכלכלית של החייב בניסיון לאתר את כלל נכסיו של החייב ולרכזם, ובכללם נכסים בעין, נכסים רוחניים וזכויות תביעה כלפי צדדים שלישיים. בעל התפקיד מוסמך לחקור את החייב על אודות רכושו.³⁰ בדיקות וחקירות אלה עשויות להוליך את בעל התפקיד גם אל עבר נכסים שהועברו לצדדים שלישיים שלא כנגד תמורה שוות ערך בשעה שהחייב כבר הפך חדל פירעון אך טרם נכנס להליך. אם יזהה בעל התפקיד נכסים כאמור, הוא יוכל לתבוע את השבתם לקופת חדלות הפירעון

להליך חדלות הפירעון של חייב בן אנוש. סעיפים 153(א), 154(א), 163(א) לחוק. ראו להלן פסקאות 21.22–21.23.

29 חוק חדלות פירעון מקצר את החלק הראשון לתקופה בת תשעה חודשים. ראו סעיפים 153(א), 154(א) לחוק.

30 שם, סעיף 281(ד). קדמו לו סעיפים 56(ב), 60 לפקודת פשיטת הרגל.

מכוח העילה של ביטול העברת רכוש בלא תמורה שוות ערך.³¹ בהקשר זה יצוין כי הכונס הרשמי מעודד גילוי מרצונו החופשי של החייב על אודות נכסים שהעביר לצדדים שלישיים שלא כנגד תמורה שוות ערך. לשיטת הכונס הרשמי, גילוי מרצון כאמור, חרף חטא העבר שבעצם ההעברה כאמור, יעמוד לזכותו של החייב בעת הפעלת שיקול הדעת בשאלה אם לקדמו אל עבר שמיטת החובות, ולא יכולע לן.³²

21.17 מלבד ריכוז נכסיו הקיימים של החייב, נדרש בעל התפקיד גם להוסיף וללמוד את יכולת ההשתכרות של החייב. למידה זו נועדה לקביעת גובה התשלומים העתיים שייקצבו לחייב במשך ההליך, ובפרט בחלקו השני. כאמור, בשנת התשע"ו-2015 פורסם דו"ח ועדת חריס העוסק באופן קביעת התשלום העתי לחייב בפשיטת רגל.³³ אכן, משפורסם דו"ח זה, והמלצותיו אומצו על ידי הכונס הרשמי, הפכה משימה זו של קציבת התשלומים העתיים למשימה מובנית, מדעית יותר, אשר ניתן לקצבה בקלות יחסית כבר בשבועות הראשונים של ההליך כולו.

(2) בחינתן של תביעות הנושים

21.18 נושים לא-מובטחים נדרשים לתבוע מבעל התפקיד את חובותיהם בהליך חדלות הפירעון. כל נושה מחויב להגיש לבעל התפקיד את תביעת חובו בתוך שישה חודשים מיום מתן הצו הפותח את ההליך.³⁴ אם לא יעשה כן, יאבד את זכותו להשתתף בפירעון הקבוצתי מתוך קופת חדלות הפירעון. בכך יאבד את זכותו כלפי החייב, שכן בהמשך יישמטו חובותיו הבלתי פרועים. תביעות החוב נבדקות על ידי בעל התפקיד. בבדיקת תביעות החוב מפעיל בעל התפקיד סמכות מעין-שיפוטית.³⁵ הוא מוסמך לאשר תביעת חוב במלואה, בחלקה או לדחותה.³⁶ דא עקא, פקודת פשיטת הרגל לא קצבה תקופת זמן מרבית לבדיקתן של תביעות החוב על ידי בעל התפקיד. באופן מסורתי, בבדיקת תביעות החוב התארכה וכתוצאה מכך התשלום לנושים מקופת חדלות הפירעון התאחר.

- 31 לעיל פסקאות 13.26–13.49.
- 32 גישה דומה, המקנה נקודות זכות לחוטא אשר מקדים ומודה מעצמו, טרם הבאת ראיות נגדו בדין, קיימת במשפט העברי. ראו בהקשר זה את הפטור מתשלומי קנס שפוטרים את המודה מרצונו באחריותו הכספית. כתובות, מ"א, ע"א; בבא קמא, עה, ע"א. כך, למשל, הגונב חפץ שהודה מעצמו בגניבה נפטר מתשלום הכפל שהיה מתחייב בו לו באו עדים והפלילוהו. רמב"ם, הלכות גניבה, פרק ג, הלכה ז.
- 33 לעיל פסקאות 20.17–20.27.
- 34 סעיף 210(א) לחוק חדלות פירעון. קדמו לו סעיף 71(ב) לפקודת פשיטת הרגל; תקנה 76(א) לתקנות פשיטת הרגל.
- 35 ע"א 7575/12 יפת נ' זלצמן (פורסם בנבו, מיום ח' אב התשע"ד, 4.8.2014); ע"א 505/62 שותפות אחים מאיר נ' מפרק חברת אשראי לעם בע"מ (בפירוק), פ"ד יז 833 (התשכ"ג-1963); פש"ר (מחוזי ב"ש) 9033/99 הרלט משאבות ועפר בע"מ נ' הכונס הרשמי (פורסם בנבו, מיום ט' סיון התש"ס, 12.6.2000); ע"א 2223/99 קריספי נ' ח. אלקטרוניקה בע"מ, פ"ד נז(5) 116 (התשס"ג-2003).
- 36 תקנה 93(א) לתקנות פשיטת הרגל.

21.19 בדומה למאזן, בדיקת תביעות החוב היא תמונת הראי של בדיקתו הכלכלית של החייב לצורך פירעון החובות לנושים. הבדיקה הכלכלית ממפה את נכסי החייב. בדיקת תביעות החוב ממפה את התחייבויותיו. רק לאחר מיפוי הנכסים מזה וההתחייבויות מזה, ניתן לקצוב את מנת הפירעון שייפרע כל נושה מתוך מצרף הנכסים של החייב. לשם הגשמת יעד זה הציב מתווה הכונס הרשמי אבן דרך שנייה לפני בעלי התפקיד. המתווה דורש מהם לבדוק את תביעות החוב שהוגשו להם בטרם יחלפו 18 חודשים מיום פתיחת ההליך. כך ניתן יהיה להרכיב – עד תום החלק הראשון של ההליך – תמונה כלכלית מקפת על יכולת הפירעון המוגבלת של החייב ועל שיעור הפירעון שהנושים יהיו זכאים לו. תמונה זו תבוטא באופן מעשי בתכנית הפירעון שתיקצב לחייב בחלקו השני של ההליך.

(3) עמידה בתכנית הפירעון

21.20 לפי מתווה הכונס הרשמי, חלקו השני של הליך פשיטת הרגל יתחיל עם אישור תכנית הפירעון שגיבש בעל התפקיד בבית המשפט. דיון זה התקיים כאמור בתום 18 חודשים מיום תחילת ההליך.³⁷ החלק השני מתמקד אפוא ביישום תכנית הפירעון שנקבעה לחייב עד לשמיטת החובות הבלתי פרועים בתום יישומה. תכנית הפירעון משלבת פירעון לנושים הן מתוך התמורה המתקבלת ממימוש נכסיו הקיימים של החייב והן מתוך תשלומיו העתיים. כאמור לעיל, מאז שיושמו המלצותיה של ועדת חריס ניתן לקצוב את התשלומים העתיים לחייב באופן מקצועי ומושכל כבר בראשית ההליך.³⁸ לפיכך, רכיב זה של תכנית הפירעון יבטא המשך יישום התשלומים העתיים שנקצבו כבר בחלקו הראשון של ההליך.

21.21 האחריות לעמידה בתשלומים העתיים מוטלת על החייב. זוהי הדרישה העיקרית ממנו. מימוש הנכסים הקיימים ירוכז בידי בעל התפקיד. חייב המבקש לזכות בשמיטת חובותיו הבלתי פרועים נדרש תחילה לקיים את אשר מוטל עליו. הקפדתו על תשלום עתי במועדו תובילנו אל יעד שמיטת החובות. הדבר מסור בידיו. השתדלותו והקפדתו בפירעון חובות הנושים כפי שנקצב ונקבע על ידי בית המשפט הן מיצוי יכולתו לפרוע. חובות שייוותו בלתי פרועים מעבר לכך, יישמטו בתום ההליך.

3. חוק חדלות פירעון

21.22 ככלל, חוק חדלות פירעון אימץ את מתווה הכונס הרשמי האמור. החוק מחלק את ההליך לשני חלקים. החלק הראשון יתמקד בבדיקה הכלכלית של החייב³⁹ והחלק השני יתמקד ביישום תכנית הפירעון. תכנית הפירעון תורכב ממימוש הנכסים הקיימים של החייב ומן התשלומים העתיים שייקצבו לו. התשלומים העתיים ייקצבו לפי חישוב מותר כושר השתכרותו של החייב על דמי המחיה הדרושים לו ולבני ביתו למחיה בכבוד. החוק מקצר את החלק הראשון לתקופה בת תשעה חודשים.⁴⁰ לעניות

37 הלכה למעשה, אישור תכנית הפירעון התקיים בגדרי הדיון על הכרזת החייב כפושט רגל. ראו סעיף 42 לפקודת פשיטת הרגל. הכרזת פשיטת רגל היא שלב טכני ומיושן וטוב עשה המחוקק שביטל מושג זה בחוק חדלות פירעון.

38 לפירוט אופן חישוב התשלום העתי לפי ועדת חריס ראו לעיל פסקאות 20.17–20.27.

39 סעיפים 144–153 לחוק חדלות פירעון.

40 שם, סעיפים 144, 153, 154(X).

דעתי, קיצור הזמן כאמור הוא ראוי. ניתן בהחלט בפרק זמן זה להשלים את בדיקתו הכלכלית של החייב ואת גיבוש מסקנות הפירעון בעקבותיה.

21.23 החוק משנה שינוי של ממש את פרק הזמן הכולל של הליך חדלות הפירעון של חייב בשר ודם. פקודת פשיטת הרגל לא קבעה תקופה מרבית או מזערית להימצאותו של החייב בהליך. הדבר הושאר לשיקול דעתם של בתי המשפט בכל מקרה לפי נסיבותיו. מתווה הכונס הרשמי הציע שהליכי פשיטת הרגל יימשכו באופן שגרתי עד כארבע שנים, כאשר לבית המשפט מסורה כמובן הסמכות לקבוע תקופה קצרה מן האמור או ארוכה הימנה, לפי שיקול דעתו.⁴¹ חוק חדלות פירעון בא לעגן את פרק הזמן של כארבע שנות הליך כברירת השגרה.⁴² לצד קביעה זו מסמיך החוק את בתי המשפט לקבוע תקופה קצרה יותר או ארוכה יותר להליך חדלות הפירעון בנסיבות מסוימות.⁴³ נוסף לכך, החוק מאפשר לשמוט את חובותיו של החייב לאלתר ולסיים את ההליך בעניינו אם אין קיימת יתרה עודפת של כושר השתכרותו על דמי מחייתו.⁴⁴ לעניות דעתי, ראוי כי דיני חדלות פירעון עדכניים, אשר מציינים את שמיטת החובות ופתיחת דף כלכלי חדש בחיי החייב כערך יסוד וכתכלית מרכזית של הדין, יקבעו פרק זמן מרבי להימצאות החייב בהליך עד לשמיטת חובותיו. ואולם, מאידך גיסא, ספק בעיניי אם ראוי לקבוע גם פרק זמן מזערי להשגת שמיטת החובות. די לקבוע פרק זמן מרבי לשמיטת החובות ולהותיר את שיקול הדעת בדבר משך התקופה בתוך פרק זמן זה לשיקול דעתו של בית המשפט. כך, למשל, אם החייב קרוב לגיל הפרישה או כבר הפך לגמלאי, ייתכן שיש מקום לשיקול את קיצור התקופה עד לשמיטת חובותיו. שיקול כאמור אינו "נסיבות חריגות", שרק בהתקיימן ניתן יהיה לגרוע מתקופת ארבע השנים שקובע החוק. לפיכך, לו תישמע דעתי, טוב יעשה המחוקק אם יקבע שתקופת ארבע השנים היא תקופה מרבית להליך. אכן, בשיטות משפט אחרות קבע המחוקק פרק זמן מרבי לשמיטת החובות.⁴⁵

41 לעיל פסקה 21.14.

42 כאמור, לפי החוק, תכנית הפירעון תוגש בתוך כתשעה חודשים. ראו סעיפים 153(א), 154(א) לחוק חדלות פירעון. לפי סעיף 163(ב) לחוק, תקופת התשלומים תחל עם מתן הצו לשיקום כלכלי, אשר מאשר את תכנית התשלומים המוצעת, ותעמוד על שלוש שנים. מדברי ההסבר להצעת החוק נמצאנו למדים כי "שלוש שנים אלה יחד עם התקופה שממועד מתן הצו לפתיחת הליכים ועד למועד קביעת תכנית הפירעון והשיקום הכלכלי מעמידים את התקופה שעד למתן ההפטר על כארבע שנים".

43 בית המשפט רשאי לקצר את תקופת התשלומים לפי נסיבות אישיות מוצדקות של החייב. ראו סעיף 163(ב) לחוק חדלות פירעון. מצד שני, בית המשפט רשאי להאריך את תקופת התשלומים אם מתקיימת אחת מן העילות הבאות: התנהלות פגומה של החייב במשך הליך חדלות הפירעון; החייב יצר חוב בעסקה בעת שהוא ידע או שהיה עליו לדעת כי קיים סיכוי סביר שהוא לא יוכל לקיים את התחייבויותיו; לחייב יש חוב שנוצר כתוצאה מהזנחה חמורה בניהול ענייניו הכלכליים; החייב העביר רכוש לנושה במטרה להעדיפו או שהעביר רכוש לידי אדם אחר כדי להבריח את הנכס מנושיו; נפתח הליך של חדלות פירעון בעניינו של החייב בשבע השנים שקדמו לצו פתיחת ההליכים הנוכחי. שם, סעיף-קטן (ג).

44 שם, סעיף 167.

45 לעיל פסקאות 21.10–21.11.

ד. התנהגות החותרת תחת הזכאות לשמיטה

21.24 באמצעות שמיטת החובות יכול החייב להתחיל מחדש את חייו הכלכליים. חובותיו הבלתי פרוצים יתאינו. ברם, ייתכנו נסיבות שבהן שיקול הדעת השיפוטי יבחן בשבע עיניים אם יש מקום לשמוט את חובות החייב, כולם או חלקם. נסיבות שונות עלולות לשלול מן החייב את שמיטת החובות. שלילת השמיטה עלולה לנבוע מטיבו של החוב ומנסיבות יצירתו או, לחלופין, מהתנהגותו של החייב בהליך חדלות הפירעון. להלן ייבחנו נסיבות כאמור.

1. התנהגות פלילית

(א) קנס פלילי

21.25 לעתים חוב מהותי שחב בו החייב נובע מאחריות פלילית שהוא נושא בה. כך, למשל, חייב עלול לחוב בקנס פלילי. לחלופין, החייב עלול לחוב בפיצויים עונשיים כלפי נפגע שבו הוא פגע בהתנהגות פלילית. בהקשרים כאמור נפגשים זה לעומת זה הדין הפלילי ודיני חדלות פירעון. לפי יסודות הדין הפלילי יש להשית על האחראי בפלילים את מלוא כובד העונש שבו הוא חויב, ללא כחל ושרק, למען השגת יעדי המשפט הפלילי – הרתעה והשלטת הדין על כל בני האדם באופן שווה.⁴⁶ לעומת זאת, דיני חדלות הפירעון מנסים להתמודד עם חוסר היכולת של החייב לשאת בחביותיו הכספיות ומבקשים להציב גבול של תשלום באופן שיאפשר לחייב להמשיך להתקיים גם בהמשך. מחד גיסא, הגבלת התשלום לפי דיני חדלות הפירעון עלולה לפגוע בהגשמת יעדי המשפט הפלילי. מאידך גיסא, יישום דווקני של הענישה הפלילית יכביד מאוד על יכולת שיקומו הכלכלי של החייב ועל חילוץ ממשבר חובותיו.

21.26 ככלל, בצומת משפטי זה, ידו של המשפט הפלילי על העליונה. באמצעות שמיטת החובות מבקשים דיני חדלות הפירעון לסייע לחייב להסדיר את חובותיו לפי מידת יכולתו ולהיחלץ מקשיי התשלום אשר הם למעלה מיכולתו. ואמנם, מדיניות ההקלה על החייב פועלת את פעולתה כלפי נושים שונים שכלפיהם התחייב התחייבות כספית אזורחית, בין רצונית ובין שאינה רצונית. אך מדיניות זו אינה אמורה לכרסם בדרכים השונות שבהן המשפט הפלילי אמור להכביד את עולו על העבריין בגין התנהגותו הפלילית, פן יקושו שינוי של המשפט הפלילי, ואכיפת הדין תימצא חסרה.⁴⁷ הקנס הפלילי לא נועד להעשיר את קופת המדינה. הוא נועד, בראש ובראשונה, להכביד את הדין על העבריין. אין הצדקה להקל על העבריין מלשאת בכובד משקל זה אך בשל מצוקתו הכספית כלפי אחרים. אשר על כן, גם אם הענישה מגולמת בתשלום כספי, על העבריין לשאת בו אפילו הוא מצוי במצוקה של תשלומי חובות. כלל זה בא לידי ביטוי רשמי בחקיקה המוציאה קנסות פליליים מגדר החובות

46 סעיפים 40ב, 40ג לחוק העונשין, התשל"ז-1997. ראו גם עמי קובר "פירוש לתיקון מס' 113 לחוק העונשין בעניין הבניית שיקול הדעת בענישה" **הסניגור** 183, עמ' 4 (התשע"ב-2012).

47 ע"א 5735/09 עיריית טבריה נ' סינאוני (פורסם בנבו, מיום כ"ה ניסן התשע"ב, 17.4.2012). פש"ר (מחוזי ת"א) 1815/09 וינריב נ' עיריית תל אביב-יפו (פורסם בנבו, מיום ד' תשרי התשע"ה, 28.9.2014).

שייטמו בהליך של חדלות פירעון של החייב. החייב יוסיף לשאת בחובת תשלום הקנס גם לאחר שמיטת יתר חובותיו.⁴⁸

21.27 שאלה מעניינת בהקשר זה היא השתת קנס על העברייין כענישה, אשר מומר בתקופת מאסר אם אינו משולם על ידיו. כאשר העברייין מצוי בהליך חדלות פירעון, האם יש להמיר את הקנס שאותו אין הוא מסוגל לשלם בתקופת המאסר שנקצבה כחלופה לתשלום בגזר הדין, או שמא ייגרר הקנס וישולם על ידי העברייין בהמשך לאחר שמיטת יתר חובותיו? מחד גיסא, כפי שכבר בואר לעיל, הדין הפלילי מוסיף להכביד את עולו על העברייין לכל דבר ועניין גם אם הוא חדל פירעון. לפיכך, אם אינו משלם את הקנס, עליו לשאת בעונש המאסר שנגזר עליו כחלופה לתשלום. ואולם, מאידך גיסא, יש לזכור שהעונש שנגזר על העברייין הוא בעיקרו עונש כספי. אם הקנס ישולם בעת ההליך מתוך קופת חדלות הפירעון, למען לא יופעל המאסר, יישאו בנטל הכלכלי המגולם בעונש יתר נושי החייב, שכן התשלום ייעשה מתוך הקופה העומדת לרשותם לחלוקה. לעומת זאת, הקנס יכול שיהא בר תשלום גם לאחר שמיטת יתר חובות החייב ותום ההליך של חדלות הפירעון. תשלום הקנס לאחר תום ההליך יוסיף להכביד את עול המשפט הפלילי על כתפי העברייין בלי לנגוס בפירעון ליתר נושי החייב. השאלה היא אפוא אם המשפט הפלילי "יתחשב" בהשפעות החלוקתיות של תשלום הקנס על יתר נושי החייב ויאפשר לדחות את עתוי תשלום הקנס עד לתום ההליך. שמא אין לשלב שיקולים כאמור אל תוך שיקולי הענישה, ולפיכך החייב – שאינו משלם את הקנס בתום ההליך – יירצה מאסר כחלופה לתשלום הקנס.

(ב) פיצויים כלפי קרבן העבירה

21.28 התנהגותו הפלילית של אדם עלולה להשית עליו גם חבות כספית לפיצויים כלפי קרבן העבירה. חבות זו עלולה לנבוע מחוק העונשין⁴⁹ או מתביעת נזיקין אזרחית שתבע קרבן העבירה בעקבות הרשעת הנאשם בפלילים.⁵⁰ האם יש מקום לאפשר למורשע בפלילים, הנושא בחבות כספית כאמור, להתנהל בהליך חדלות פירעון ואף לשמוט חוב כאמור בהליך זה? טיעון נגד שמיטת חובות כאמור הוא שחובות אלה, במהותם, נובעים מהתנהגות המנוגדת לדין, ולפיכך אין זה ראוי כי הדין יאפשר למפר הדין להיחלץ מן החבות שהוטלה עליו עקב הפרת הדין בפלילים.⁵¹ טיעון זה מולבש לא פעם

48 סעיף 175(א) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 69(א) לפקודת פשיטת הרגל. משיקולים דומים, עיכוב ההליכים, המגן על החייב ורכושו מפני הנושים במשך הליך חדלות הפירעון, לא מעכב את המשך תשלום הקנסות הפליליים שבהם חויב החייב טרם כניסתו להליך. רע"פ 9008/01 מדינת ישראל נ' א.מ. תורג'מן בע"מ, פ"ד נז(5) 799 (התשס"ג-2003), פסקאות 11-19 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה.

49 סעיף 77 לחוק העונשין.
50 בתביעה אזרחית כאמור יבסס התובע, קרבן העבירה, את ראיותיו על הממצאים העובדתיים שנקבעו במשפט הפלילי שהתנהל קודם לכן בעניינו של המורשע בעבירה. סעיף 42 לפקודת הראיות [נוסח חדש], התשל"א-1971.

51 ראו גם ע"א 6416/01 בנבנישתי נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד נז(4) 197, 206 (התשס"ג-2003) ("אין זה ראוי כי מפר החוק ייחנה מפירות הפרת החוק על דרך של הנאה מזכויות שמוענקות לו על ידי החוק").

בפסיקה במחלצות של מינוח דוגמת "חוסר תום לב ביצירת החוב" או "פגיעה בתקנת הציבור".⁵² סוף ואולם, מאידך גיסא, קיים גם טיעון בעד הכללת חובות כאמור בקרב החובות שניתן לשומטם. סוף סוף, ההתנהגות הפלילית, המנוגדת לדין, אינה נותרת ללא מענה מחמיר מצד הדין. ההרשעה והענישה הפליליות הן המענה הישיר המבטא את סלידת החברה מן ההתנהגות הפלילית של העבריין והמחייב את העבריין בגמול חברתי בגין מעשיו. החבות הכספית לפיצוי קרבן העבירה היא חבות נוספת, מלבד האחריות הפלילית. חבות כספית זו תיבחן עתה מבעד לעדשה של דיני חדלות הפירעון. לאמור: בהליך חדלות פירעון ייבחן אם הנסיבות הכלכליות מאפשרות לחייב (העבריין) לקיים חבות כספית זו, במלואה או בחלקה, ויישקל גם ערך החזרתו לחיים כלכליים מתוקנים. הליך חדלות פירעון אינו זירה לענישה נוספת, או להמשכת העונש, לחייב.⁵³ על הענישה כנגד חומרת מעשיו להתבטא במשפט הפלילי ובענישה הקבועה בו. הליך חדלות הפירעון בא לגדר חבויות שונות שהתחייב בהן החייב ולקובען לפי מידת יכולתו הכלכלית המוגבלת.

21.29 סוגיית החבות בגין פיצוי שחב בו המורשע בעבירה פלילית נדונה בבית המשפט העליון בעניין **רוזנברג**.⁵⁴ בעניין זה ביקש ד"ר רוזנברג, רופא שיניים, לפתוח בעניינו הליך של פשיטת רגל. החוב העיקרי שבו חב היה חוב בסכום של 768,540 ש"ח שבו חויב בתביעת נזיקין אזרחית כלפי אחד משלושה נערים שנכנסו עימו בלילה לעימות אלים שבמהלכו ירה בהם מר רוזנברג ופצעם. במשפט הפלילי נידון ד"ר רוזנברג לחמש שנות מאסר ולפיצוי עונשי מצטבר כלפי הנערים בסך 250,000 ש"ח. בעונש זה נשא רוזנברג במלואו. ואולם, לאחר שחויב בחבות האזרחית בנזיקין, ביקש לפתוח הליך של פשיטת רגל ולשמוט חלק מחובו בשל חוסר יכולתו הכלכלית. בית המשפט העליון קיבל את העמדה שניתן לשמוט גם חבות כספית הנובעת מהתנהגות פלילית.⁵⁵ היווצרות החוב בהקשר של עבירה פלילית, כשלעצמה, אינה מונעת מחוב זה להיות חוב בר שמיטה. תכליות דיני חדלות הפירעון מתמקדות בפירעון הוגן לנושים ובפתיחת הפתח לחייב להתחלה כלכלית חדשה בחייו. שיקולים אלה יפים גם בעניינו של חייב שעבר עבירה פלילית וחויב בפיצוי כספי עקב זאת. עם זה, יש לאזן שיקולים אלה בשיקולים שבהשלטת שלטון החוק ובפתישה החברתית הכללית בדבר "תקנת הציבור". לפיכך, ההכרעה בעניין זה בכל מקרה תהיה לפי נסיבותיו. שיקולים שיישקלו בעניין זה יכללו את חומרת

52 ע"א 7994/08 גוטמן נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, מיום כ"ז שבט התשע"א, 1.2.2011); ע"א 8357/09 תבין נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, מיום ג' שבט התשס"ז, 22.1.2007); ע"א 8357/09 פדרו נ' המנהל המיוחד בפשיטת הרגל של אברהם ורוזה פדרו (פורסם בנבו, מיום כ"א טבת התש"ע, 7.1.2010).

53 טיעון זה הועלה על ידי הכונס הרשמי והתקבל בבית המשפט העליון בע"א 3376/11 **רוזנברג נ' כונס הנכסים הרשמי** (פורסם בנבו, מיום ב' חשון התשע"ד, 6.10.2013), פסקה י"ט לפסק דינו של השופט רובינשטיין.

54 ש.ם.

55 ש.ם ("תכליותיה של פקודת פשיטת הרגל שעיקרן הגנה על הנושים ושיקום החייב, אין בהן כשלעצמן ללמד שחובות שנוצרו בגדרי פעילות שאינה חוקית או אינה מוסרית, כדי למנוע מהכרזה על חייב פושט רגל [כך במקור – ד' ה']. זכויות הנושים וחלוקה הוגנת ויעילה של כספי החייב אינן תלויות בשאלה מה מקור החוב, וגם הרציונל של שיקום החייב אינו תלוי במהות החוב"); עניין **בנבנישתי**, לעיל ה"ש 51, בעמ' 207 ("ככל שהחובות לא נוצרו תוך זלזול בנושים והקמת עסקי שווא, הרי שאין לראות בחייב כחסר תום לב").

העבירה, את היסוד הנפשי הנדרש בה, את השאלה אם אי החוקיות היא חד-פעמית או נמשכת, את טיבה של העבירה וסוג הפעילות הבלתי חוקית, את מידת הזיקה שבין אי החוקיות לבין החוב הנדון ואת חלוף הזמן שבין העבירה והחוב שנוצר בגינה לבין הליך חדלות הפירעון.⁵⁶ במקרה של ד"ר רוזנברג, אדם שומר חוק למעט המקרה הנדון, בעל זכויות, אשר ניסה להימנע מן הנערים שהתאנו לו עד אשר נקלע לעימות עימם ואשר נשא את מלוא עונשו הפלילי, הגיע בית המשפט למסקנה כי אין לנעול בפניו את שערי של הליך חדלות הפירעון.⁵⁷

2. התנהגות בלתי מוסרית

21.30 לעתים מתעוררים מקרים שבהם חובות החייב נצברו עקב עיסוק בפעילות שלא זו בלבד שהיא אינה חוקית אלא שדבק בה גם חוסר מוסריות. דוגמאות לכך עשויות להיות ניהול עסקי הימורים או עסקי זנות. פעילויות כאמור הן מנוגדות לחוק. אך, נוסף לכך, הן גם מנוגדות למוסר ויש בהן ניצול של בני אדם אחרים ושל מצוקותיהם. חובות הנצברים על רקע ניהול עסקים כאמור מתוארים לא פעם כ"כסף מזוהם".⁵⁸ ממד חוסר המוסריות הדבק מניה וביה בעסקים אלה ובכספים המופקים מהם מקטב ביתר שאת את המתח הנזכר לעיל שבין הגשמת תכליות דיני חדלות הפירעון מזה, לבין השמירה על הערכים החברתיים הכלליים הגלומים במשפט – מזה. בנסיבות כאמור, שבהן "הכספים המזוהמים" הם, על פי רוב, לא חוב בודד ולא תוצר של אירוע חד-פעמי, כי אם תולדה של התנהלות בלתי מוסרית נמשכת, גוברת יותר ידם של תקנת הציבור ושל ערכי החברה המתקנת. חייבים שעירבו עצמם בעסקי הימורים, סחר בבני אדם וזנות, תוך פגיעה וזלזול מופגנים כלפי גורלם של אחרים, יתקשו לזכות לגילויי הקלה כספית מצד החברה והמשפט. לפיכך, בנסיבות כאמור, לבד ממערכת הדין הפלילי, גם שערי שמיטת החובות לא במהרה ייפתחו לפנייהם.⁵⁹

21.31 עם זה, אפילו בחובות הנצברים על רקע כאמור נדרשת הפעלת שיקול דעת שיפוטי בכל מקרה. כנזכר לעיל, אפילו כאשר חובות נוצרו עקב פעולות בלתי חוקיות אין לשלול מעיקרא, בשל כך כשלעצמו, את אפשרותו של החייב לזכות בשמיטת חובות.⁶⁰ אמנם, שיקולי תקנת הציבור שהועלו לעיל נגד שמיטת חובות שמקורם בפעילות בלתי מוסרית הם אכן שיקולים כבדי משקל. אולם, כנגדם ניצבות תכליות דיני חדלות הפירעון – ובראשן, שיקומו של חייב המבקש לפתוח דף חדש בחייו. לפיכך, בנסיבות שבהן בית המשפט מתרשם כי החייב זנח את דרכיו הנלוות שבעבר, מצר על אורח

56 עניין רוזנברג, לעיל ה"ש 53, בפסקאות י"ח-י"ט; ע"א 2758/12 סמבל נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, מיום כ"ג תשרי התשע"ג, 9.10.2012); פש"ר (מחוזי ת"א) 2274/06 חימאורי נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, מיום כ"ח אייר התשע"ה, 17.5.2015).

57 עם זה, השופט מלצר העיר כי, לטעמו, יש מקום להבדיל בין חבות אזרחית בפיצוי כפי שנדונה בעניין זה, הכשרה לבוא בשעריו של הליך חדלות הפירעון, לבין פיצוי כספי המושת מכוח חוק העונשין שדינו כקנס פלילי ולפיכך אינו חוב שעשוי לחסות בצלו של הליך חדלות הפירעון.

58 עניין רוזנברג, לעיל ה"ש 53, בפסקה י"ט.

59 עניין בנבנישתי, לעיל ה"ש 51, בעמ' 210.

60 לעיל פסקאות 21.28-21.29; KAREN GROSS, FAILURE AND FORGIVENESS: REBALANCING THE BANKRUPTCY SYSTEM 111 (1997).

חיי הקלוקל ומבקש לפתוח דף חדש,⁶¹ יש לערוך איזון של שיקולי תקנת הציבור מזה, מול תכלית שיקום החייב – מזה.⁶² בית המשפט העליון כבר פסק בעניין **בנבנישתי** כי אפילו בפעילויות בלתי חוקיות לא בהכרח תישלל האפשרות לשמיטת החובות מן החייב, אלא אם כן מדובר בפעילויות שפוגעות באופן מהותי בתקנת הציבור.⁶³

21.32 ייתכן גם כי החוב "המזוהם" הוא אך אחד החובות שבהם מחויב החייב כלפי נוסיו. אם יש לחייב קושי כלכלי לפרוע את כלל חובותיו לנושים, אשר חלק ניכר מהם אינו קשור לפעילות המנוגדת לדין, דומה כי שיקול הדעת לשמוט את חובותיו ולאפשר לו לפתוח דף חדש בחייו הכלכליים בנסיבות כאמור הולך וגובר. את ההתייחסות הסולדת כלפי החוב המזוהם ניתן להביע, בין השאר, באמצעות הפעלת שיקול הדעת והוצאתו של חוב זה משמיטת החובות הכוללת.⁶⁴ אכן, בעניין **שיכמן**⁶⁵ מצא בית המשפט העליון (השופט סולברג) כי יש לחייב חוב פיצויים אזרחי הנובע מסחר בנשים. ואולם, חוב זה היווה רק 5.5% מגובה כלל חובותיו של החייב. בנסיבות אלה, התיר בית המשפט העליון לחייב לבוא בשערי פשיטת הרגל, תוך הותרת האפשרות להוציא את חוב הפיצויים האמור משמיטת החובות בתום ההליך.

3. אי גילוי מידע על ידי החייב

21.33 כל חייב אשר מבקש ליהנות משמיטת החובות בתום הליך חדלות הפירעון נדרש לחשוף לפני בעל התפקיד שהתמנה בהליך את מלוא המידע הנוגע לענייניו בכלל, ולרכושו בפרט.⁶⁶ לפני שהחייב יזכה בהטבה החשובה של שמיטת חובותיו יש לשקוד ככל שניתן על פירעון החובות לנושים. לשם כך, יש לסייע בידי בעל התפקיד לכנוס תחת ידיו את מלוא רכושו של החייב. החייב יסייע לבעל התפקיד באמצעות גילוי המידע. לשם מיפוי מלא של רכושו, על החייב לגלות לבעל התפקיד גם רכוש שהעביר לצדדים שלישיים עובר להליך ואת נסיבות ההעברה. כאמור, הכונס הרשמי גילה את דעתו שחייב אשר יגלה מרצונו לבעל התפקיד רכוש שהעביר לצד שלישי עובר לפתיחת הליך חדלות הפירעון, בלי לקבל תמורה שוות ערך, לא יפגום בסיכוי לשמיטת חובותיו.⁶⁷ זאת, להבדיל מחייב אשר אינו מגלה זאת.

61 שלושה רכיבים אלה דומים, מבחינה ערכית, לשלושה רכיבי מצוות התשובה לפי הרמב"ם: זניחת החטא, וידוי וחרטה על החטא, וקבלה לעתיד שלא לחזור ולחטוא בחטא זה. ראו רמב"ם, הלכות תשובה, פרק ב, הלכה ב.

62 כך, למשל, אפילו כאשר נצברו חובות החייב עקב הימורים, יש מקום לשקול את השיקולים האמורים ולאזן בין התכלית של שיקום החייב לבין שיקולי תקנת הציבור. בנסיבות מסוימות, ניתן לשקול שמיטה של חובות כאמור של החייב, תוך קיום מעקב והטלתה של חובת דיווח תקופתית על החייב, לאחר שמיטת החובות, כלפי הכונס הרשמי. אם יתברר כי החייב חזר לסורו והחל מהמר בשנית, ניתן יהיה לבטל את שמיטת החובות שניתנה לו. סעיף 176(א)(1) לחוק חדלות פירעון. קדמו לו סעיפים 22(א)(1), (2), 63(א)(4) לפקודת פשיטת הרגל; תקנה 48 לתקנות פשיטת הרגל.

63 עניין **בנבנישתי**, לעיל ה"ש 51, בעמ' 208–209.

64 סעיף 175(א)(2) לחוק חדלות פירעון. קדמו לו סעיפים 63(ב)(1), 18(א)(2) לפקודת פשיטת הרגל.

65 ע"א 3083/13 **פלונית נ' שיכמן** (פורסם בנבו, מיום כ' טבת התשע"ה, 1.1.2015).

66 סעיף 281(ד) לחוק חדלות פירעון. קדמו לו סעיפים 56(ב), 60, לפקודת פשיטת הרגל.

67 לעיל ה"ש 32 והכתב הסמוך לה.

חייב אשר אינו מגלה לבעל התפקיד את מלוא המידע על אודות רכושו ועל אופן התנהלותו, אינו מתנהג באופן ראוי.⁶⁸

21.34 לעניות דעתי, התנהגות כאמור מצד החייב במשך ההליך היא סיבה עיקרית למנוע בעדו את שמירת החובות באופן סדיר. אי גילוי המידע הוא ביטוי מובהק לחוסר מוכנות מצד החייב למיצוי יכולתו הכלכלית לפירעון החובות לנושיו טרם שתישמט יתרת חובותיו. זוהי התנהגות שאינה עולה בקנה אחד עם תכליות דיני חדלות הפירעון. התנהגות כאמור חותרת תחת זכויות הנושים הקיימים. התנהגות זו גם מציבה סימן שאלה על מוכנותו של החייב לפתוח פרק כלכלי חדש בחייו שבו הוא ינהג ביושר ובהגינות כלפי נושיו החדשים. אשר על כן, לטעמי, התנהגות זו של החייב צריך שתרחיק משמירת החובות, בין בדרך של ביטול ההליך בין בדרך של הארכה ניכרת של פרק הזמן שבו ישהה בהליך עד לשמיטה אפשרית של חובותיו.⁶⁹

4. אופן יצירת החובות: חוסר תום לב (?)

21.35 הפסיקה מנתה לא פעם עילה נוספת לסיוג הזכאות של חייב לשמירת חובותיו. עילה זו היא חובות שנוצרו בחוסר תום לב.⁷⁰ ואולם, דעתי האישית מסויגת מסייג זה. אני סובר כי יש להיזהר מאוד מן השימוש ב"חוסר תום לב ביצירת החובות" כמחסום בעד הליכים של חדלות פירעון. טעמים אחדים לכך. ראשית, דומני כי בשיח המשפטי חל **בלבול לשוני-מינוחי** באשר למשמעות הביטוי "חוסר תום לב ביצירת החובות". כאמור לעיל, מונח זה משמש לא פעם בהקשר של חובות שנוצרו כתוצאה מפעולה בלתי חוקית של החייב. כך, למשל, חוב בשל קנס פלילי, או חוב פיצויים אזרחי הנובע מהתנהגות פלילית או בלתי מוסרית של החייב, מתואר בפסיקה כ"חוב שנוצר בחוסר תום לב של החייב".⁷¹ בכל הכבוד, חובות כאמור אינם נוצרים בחוסר תום לב. חובות אלה הם אכן תוצר של פעילות בלתי חוקית. כך יש להגדירם. אך יצירתם היא מכוח הדין, בין בחיוב פלילי ובין בחיוב נזיקי. אלה אינם חובות שהחייב יצר. החוב נוצר על פי דין, מן הסתם בניגוד לרצונו של החייב כתוצאה מהתנהגותו הבלתי חוקית. ברם, ההתנהגות האמורה, כשלעצמה, אינה כרוכה בהכרח בהיווצרות חוב. כך, למשל, עבירה של חבלה גופנית אינה כרוכה ביצירת חוב. החוב הוא תוצאה של תביעה משפטית עוקבת להתנהגות הפלילית. בנסיבות אלה, דומה שהשימוש בביטויים "תום לב" או "חוסר תום לב"

68 אי גילוי המידע עלול להיחשב כניצול לרעה של הליך חדלות פירעון, ולגרום, בהתאמה, לדחיית בקשתו של החייב לבוא בשערי ההליך או לזכות בשמירת חובות בתום ההליך. ראו סעיף 216(1) לחוק חדלות פירעון. קדמו לו סעיפים 18(א)(2), 63(ב)(1) לפקודת פשיטת הרגל; ע"א 149/90 קלאר נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד מה(3) 61, 65-66 (התשנ"א-1991).

69 לעניות דעתי, יש להותיר את ההכרעה בשאלה, איזו משתי דרכים אלה מתאימה יותר כמענה להתנהגות החייב, להכרעה שיפוטית נקודתית לפי נסיבותיו של המקרה המסוים. כך, למשל, כאשר ברור לבית המשפט כי ביטול ההליך לא יקדם פירעון מעשי לנושים, יש מקום לשקול להותיר את החייב בהליך חדלות הפירעון אך להאריכו באופן ניכר לשם מיצוי יכולת הפירעון של החייב בגדרי ההליך. נוסף לכך, ייתכן כי רק בהליך חדלות הפירעון ניתן יהיה להשיב לקופת חדלות הפירעון רכוש שהועבר שלא כנגד תמורה שוות ערך.

70 השו"ס סעיף 163(ג)(2)(ב) לחוק חדלות פירעון.

71 עניין פרדו, לעיל ה"ש 52; עניין תבין, לעיל ה"ש 52.

בהקשר של יצירת החובות אינו במקומו. אם כל פעולה שלא כדין היא "חוסר תום לב ביצירת החובות", הרי שכל מעשה או מחדל רשלני המהווים בסיס לתביעה בנוזיקין עלולים להיחשב בהתאמה כ"חוסר תום לב ביצירת החוב". דומני שאין חולק כי התנהלות כאמור אינה אמורה, כשלעצמה, לשמש חסם בעד שמיטת החוב. לפיכך, טוב תעשה המערכת המשפטית אם תחדל מלהשתמש בביטוי "חוסר תום לב ביצירת החובות" בהקשר של חובות הנוצרים כנגזרת של התנהלות שלא כדין. חובות כאמור יכוננו "חובות הנוצרים עקב התנהלות שלא כדין".⁷² לעומת זאת, חוסר תום לב ביצירת חובות מתייחס לחובות הנוצרים מרצונו של החייב, בשל פגם באופן התנהלותו בקשר ליצירת החובות עצמם.

21.36 שנית, גם כאשר אנו עוסקים בחובות, שנטען לגביהם כי נפל פגם כלשהו בעצם נסיבות היווצרותם, יש להבחין בין נסיבות שונות של היווצרות חובות. נסיבות שבהן נטען לא פעם כי יש פגם בעצם תנאי היווצרות החובות הן אלה:

- (1) נטילת אשראי לצורך הימורים.
- (2) נטילת אשראי בשילוב עם הקמת עסקי שווא.
- (3) נטילת אשראי על ידי החייב המתנהל בחוסר אחריות כלכלי.

דומני כי הביטוי "חוסר תום לב ביצירת החובות" מתאים יותר לשני סוגי המקרים הראשונים מן המנויים לעיל. ברם, כאמור, אני מסתייג מסיווג הסוג השלישי, אשר התעורר לא אחת בפסיקת בתי המשפט המחוזיים, כ"יצירת חובות בחוסר תום לב".⁷³ בסוג הראשון של המקרים, החייב נוטל אשראי אשר משמש אותו בהימורים. זוהי נטילת אשראי אשר יכולת ההחזר שלו מוטלת מלכתחילה בספק, בלשון המעטה. רובם של המהמרים ככולם מפסידים את כספם, חלקם מתמכר לכך ומוסיף להפסיד כספים בסכומים הולכים וגדלים.⁷⁴ נטילת אשראי לצורך פעילות כאמור היא ביטוי מובהק ליצירת חובות תוך כדי זלזול מופגן בנושים. החייב יודע היטב כי הוא, ככל הנראה, לא יוכל לפרוע את האשראי שבו הוא מתחייב, אך לא אכפת לו מכך. זהו ניצול לרעה של הנושים ושל כספם. אלה נסיבות אשר מחלישות מאוד את זכאות החייב להתחלה כלכלית חדשה.⁷⁵ בסוג השני של המקרים, החייב מאחז עיניים כלפי נושיו. הוא אינו מנהל עסקים של ממש, אלא מקים חברות שונות ונוטל אשראי בנפרד בכל אחת מחברות אלה. הקמה סדרתית של חברות כאמור מקטינה את יכולת הפירעון של החברות בשל הפיצול המלאכותי בין נכסי החייב והשמתם באישויות משפטיות שונות. זהו תכנון כספי ציני של מקים החברות. מקרים כאמור עלולים להניב הרמת מסך לטובת הנושים נגד חייב כאמור.⁷⁶ אין זה ראוי למחול לחייב בנקל על תכנון חובות כאמור שנועד לפגוע בנושים ולהקל עימו בפירעונם.

72 דיון בשאלה אימתי ראוי לשמוט חובות כאמור ואימתי לאו, התקיים לעיל בפסקאות 21.24 ואילך.
 73 פש"ר (מחוזי חי') 968/05 סלילת נ' הכונס הרשמי (פורסם בנבו, מיום כ"ג שבט התשס"ח, 30.1.2008).
 74 עופר גרוסקופף "פטרנליזם, תקנת הציבור והמונופול הממשלתי בשוק ההימורים" המשפט ז 9, 31 (התשס"ב).
 75 ואולם ראו גם לעיל ה"ש 62.
 76 סעיף 6(א) לחוק החברות. השוו Walkowsky v. Carlton, 18 N.Y. 2d 414, 276 N.Y.S. 2d 585, 223 N.E. 2d 6 (1966).

שונים הדברים בסוג המקרים השלישי. המאפיין מקרים אלה הוא נטילת אשראי על ידי חייבים במהלך ניהול משק הבית שלהם לצרכים שונים – למחיה שוטפת, למימון אירוע כלשהו, למימון חופשה משפחתית, ועוד. כעבור זמן-מה עלולים חייבים אלה להיקלע לקשיים כספיים מסיבות שונות, כאשר עול האשראי האמור עודנו רובץ על כתפיהם. במקרים כאלה חשופים החייבים לא אחת לקטרוג מצד הנושים. האחרונים מבקשים לשכנע את בעלי התפקיד ואת בתי המשפט כי נטילת אשראי צרכני כאמור ואופן השימוש בו על ידי החייב מוכיחים כי הלה נהג באורח חיים בזבזני, תוך כדי זלזול בנושים ופגיעה בסיכוייהם להיפרע. לטענתם, זהו מקרה ברור של "חוסר תום לב ביצירת החובות", ולפיכך חייב כאמור אינו ראוי לחסות בצל הליכי חדלות הפירעון וליהנות משמיטת חובותיו.⁷⁷ לעניות דעתי, מקרים מסוג זה אינם משקפים "חוסר תום לב ביצירת החובות" ואין זה ראוי לשופטם בעיניים קפדניות ומחמירות יתר על המידה, המרחיקות את החייב משמיטת החובות המיוחלת.⁷⁸ את סבירותה של נטילת האשראי ואת סיכויי פירעונו יש לבחון לפי המציאות שעמדה לנגד עיני החייב בעת נטילת האשראי. אכן, לא פעם יתברר למפרע לנושים, לבעל התפקיד או לבית המשפט, כי אשראי מסוים שנטל החייב וצרך בעבר, טרם היקלעותו לחדלות פירעון, הוא האשראי שסיבכו בסופו של דבר והוביל להתמוטטותו הכלכלית. ברם, ידועה ומפורסמת היא הטיית הלב של הראייה לאחור. זוהי חוכמה בדיעבד שהיא מוטה לפי התוצאה שהתבררה כעבור זמן מעט קרות האירוע שאת סבירותו בוחנים (בענייננו, שעת נטילת האשראי). אכן, בראייה לאחור, הכול רואים 6:6. מכאן קצרה הדרך לטענות שיושמעו נגד צריכת האשראי על ידי החייב והפיכת הוצאותיו השונות ל"אורח חיים פזרני ובזבזני". אך לא זו הראייה הנדרשת כאן. כבהקשרים אחרים במשפט, ראוי להזהיר ולהיזהר מפני שיפוטיות יתר הנובעת מן ההטיה האמורה שבראיית הדברים לאחור.⁷⁹ לפיכך, אין לשפוט חייבים כאמור ואת צריכת האשראי שצרכו בעבר כחובות שנוצרו "בחוסר תום לב". זהו מדרון מסוכן שאין ראוי לפסוע עליו. חייבים כאמור ראויים לבוא בשעריהם של הליכי חדלות הפירעון. את איזון חובותיהם ואיזון אורח חייהם הכלכלי ניתן להשיג בהליך.

77 עניין סלילת, לעיל ה"ש 73.

78 פש"ר (מחוזי נצ') 314-08 אברג'יל נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, מיום ה' סיון התשס"ח, 8.6.2008).

79 השוו פסיקה בנושא כלל שיקול הדעת העסקי בדיני החברות והיותו מגן מפני בחינה מוטה לאחור של החלטות הדירקטוריון: ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ (פורסם בנבו, מיום כ"ח כסלו התשע"ז, 28.12.2016), פסקאות 68-75, 96-100 לפסק דינו של השופט עמית; תנ"ג (מחוזי מרכז) 10466-09-12 אוסטרובסקי נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ד אב התשע"ה, 9.8.2015), פסקאות 33-50; רע"א 4024/14 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כהן (פורסם בנבו, מיום ז' ניסן התשע"ה, 26.4.2015), פסקאות 46-55 לפסק דינו של השופט עמית.

שער שישי

תכניות הבראה לחברות

מתכונתה של הבראת חברות

א. דגמים נוהגים להבראת חברה

22.1 המתכונת הראויה להוצאת חברה פעילה מהליך חדלות הפירעון ולהשבתה לפעילות עסקית שגרתית, העסיקה רבות את הספרות המשפטית והכלכלית. השוואה בין הדינים הנוהגים בארצות שונות בעולם מלמדת כי קיימים אופנים שונים לגיבוש התכנית העסקית-משפטית לחילוץ חברה מן המשבר הכספי שאליו נקלעה. חרף הגרסאות השונות, ניתן לאפיין את הדגמים השונים הנוהגים להבראת חברה בהכללה ולשייכם לאחד משני טיפוסים. **טיפוס אחד הוא ההבראה הפנימית של חברה.** משמעותו של טיפוס זה של הבראה היא כי הגורמים המעורבים בחילוץ החברה מן המשבר הכספי הם אותם גורמים הקשורים מבחינה משפטית לחברה עובר להליך חדלות פירעונה. החברה תגבש תכנית הבראה עם נושיה, עם עובדיה ועם בעלי מניותיה המסורתיים בלבד. ההבראה תבסס על ארגון ועל עיצוב משפטי מחדשים של הזכויות השונות של גורמים אלה כלפיה. עיצוב הזכויות מחדש ייערך לשם צמצום יחסי של מערך התחייבויות החברה. כך תוכל החברה לשוב לפעול מבחינה עסקית ולשמור על ערכה כעסק פעיל. לצד תכלית זו, עיצוב הזכויות המחדש נועד גם להניב לגורמים הקשורים בחברה מימין ימימה תשואה כלכלית יתרה בהשוואה לתשואה אשר היו זוכים לה לו חוסלו עסקי החברה והיא הייתה מתפרקת. עיצוב הזכויות מחדש נעשה, על פי רוב, באמצעות שינויים של תנאי ההתחייבויות של החברה כלפי נושיה או באמצעות המרת ההתחייבויות בזכויות הוניות כלפיה. שינוי התחייבויותיה של החברה כלפי נושים יבוטא, בין השאר, בדחיית מועדי הפירעון, בפרישת תשלום מסוים לתשלומים אחדים, בהפחתת שיעור ההתחייבויות התלוי ועומד, או בהפחתת שיעור הריבית הנצברת על התשלומים. המרת התחייבויות בזכויות הוניות נפקותה היא הפיכתו של נושה לבעל מניות בחברה. קבלת המניות בחברה היא, למעשה, אמצעי הפירעון של חוב הנושה האמור. במקרים שונים של הבראה פנימית ניתן להמיר את התחייבויות החברה הקיימות בתרכובת של אמצעי תשלום, קרי: חלק מסך כל ההתחייבויות ייפרש על פני זמן (בין בדרך של פרישת מועדי הפירעון של ההתחייבויות הקיימות ובין בדרך של הנפקת התחייבויות חלופיות להתחייבויות הקיימות), לעתים מזומנות – כולל הפחתת שיעורי ריבית. חלק מסך ההתחייבויות יימחק וחלק יומר בזכויות הוניות.¹

1 ראו, למשל, דיווח על אודות תכנית ההבראה שנחתמה בין "אפריקה ישראל" לנושיה. אפריקה ישראל דווח מידי על הגשת בקשה לפשרה או הסדר לבית המשפט (פורסם במא"ה, מיום כ"ב חשון התש"ע, 9.11.2009), זמין באתר: <http://maya.tase.co.il/reports/details/485420/1/0>

22.2 **הטיפוס השני** של דגמים להבראת חברה הוא **ההבראה החיצונית**. הבראה לפי טיפוס זה מערבת גורמים נוספים על אלה הקשורים לחברה עובר להליך של חדלות פירעונה. פתרון המשבר הכספי הנוכחי של החברה לפי דגם זה עשוי להגיע ממשקיעים חדשים, חדשים מקרוב באו. זהו טיפוס הנדרש לכוחות השוק. בטיפוס זה של הבראה, שווייה הכלכלי של החברה מוצג למכירה בשוק למרבה במחיר.² מבחינה רשמית, המכירה עשויה להיות מכירה של נכסי החברה כמכלול או של הונה העצמי של החברה. מבחינה מהותית, בכל אחת משתי גרסאות אלה מדובר ברכישת השליטה במשאבי החברה, כמכלול פעיל, מידי בעלי הזכויות במשאבים אלה. בעלי הזכויות הם נושי החברה, ולאחריהם – ככל שנוותר שווי במשאבי החברה – בעלי מניותיה. תמורת המכירה תשמש אפוא לפירעון ההתחייבויות כלפי הנושים ומיתרתה ייהנו בעלי מניותיה (הקודמים) של החברה. כפי שיורחב להלן, תמורת המכירה עשויה להשתלם בדרכים שונות. לעתים ישלם הרוכש את התמורה בכסף מזומן.³ לעתים ישלם הרוכש בתשלומים נדחים או שיקבל עליו התחייבויות כלפי בעלי הזכויות במשאבים. ייתכן אפוא שהרוכש ייטול את השליטה על משאבי החברה, לרבות ההתחייבויות התלויות ועומדות כלפי נושיה.⁴ במתווה כאמור, יגובש הסכם הרכישה במשולב עם תכנית ההבראה של החברה. ההסכם ותכנית ההבראה עשויים לקבוע דרכי פירעון מגוונות. כך, למשל, ניתן לקבוע כי התחייבויות החברה כלפי נושיה יעמדו בתוקפן בלא שינוי או שיידחו בתשלומיהן. עוד ניתן לקבוע כי חלק מן ההתחייבויות יימחק וחלק אחר ייפרע במרוצת הזמן, או שהתחייבויות מסוימות תומרנה בזכויות הונית בחברה. קיצורם של דברים הוא כי, אף בהבראה חיצונית, אופן פירעון ההתחייבויות לנושים עשוי לדמות להפליא לאופן הפירעון בהבראה פנימית.

להלן ייבחנו בעיון מאפייניו של כל אחד משני טיפוס הבראת חברה, יתרונותיו ומגבלותיו היחסיים. בהמשך יידונו דגמים נוספים להבראת חברה, אשר הוצעו בספרות האקדמית.

- 2 שני המקרים הגדולים ביותר בישראל, מבחינת שווי החברה שנמכרה, של הבראה חיצונית עד כה היו עניין **אי. די. בי אחזקות**, ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 11478-06-13 בעניין **אי. די. בי חברה לאחזקות בע"מ** (פורסם בנבו, פסק דין מיום י"ד טבת התשע"ד, 17.12.2013), ועניין **מגה**, ראו פר"ק (מחוזי מרכז) 31003-01-16 בעניין **מגה קמעונאות בע"מ** (דו"ח בדבר תוצאותיה של הצבעת אסיפת הנושים ובקשה לאישור הסדר נושים) (מיום כ"א אייר תשע"ו, 29.5.2016; החלטה מיום כ"ח אייר התשע"ו, 5.6.2016).
- 3 במתווה כאמור, מנקודת ראותם של הנושים, אין מדובר בהבראה במובנה הצרופ, כי אם במתווה הקרוב במהותו לפירוק חברה. המאפיין העיקרי של פירוק מנקודת ראותם של הנושים הוא כי נכסי החברה ממומשים תמורת כסף מזומן. ראו לעיל פסקה 4.21. ראו גם THOMAS H. JACKSON, THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW 38–40 (1986). עם זה, מנקודת ראותה של החברה החייבת, המשך קיומה כעסק פעיל, אף אם בשליטה חדשה, הוא הביטוי להבראתה.
- 4 כך, למשל, התבצע הסדר הנושים בעניין "אלון רבוע כחול" על ידי מר מוטי בן-משה. בן-משה שילם 115 מיליון ש"ח לחברת אלון (החברה-האם של אלון רבוע כחול), ובתמורה קיבל שליטה מלאה בחברה, כולל מרבית החובות של החברה. ראו פר"ק (מחוזי מרכז) 18975-01-16 בעניין **אלון רבוע כחול ישראל בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"א סיון התשע"ז, 27.6.2016).

1. הבראה פנימית

22.3 הבראה פנימית מביאה לידי עיצוב תכנית הבראה באמצעות משא ומתן בין החברה החייבת לבין נושיה ובעלי מניותיה הקיימים. בהבראה כאמור, שומה על תכנית ההבראה לפרט ולהבהיר מהי התכנית העסקית של החברה מכאן ואילך ומהו תזרים המזומנים שפעילות עסקית זו צפויה להניב. על סמך החלק העסקי של תכנית ההבראה, יפרט החלק המשפטי שלה את שיעור הפירעון שזכאית לו כל קבוצת נושים לאור מעמדה בסולם הפירעון. השיעור המוגדר לכל קבוצת נושים ישולם לה באופן הקבוע בתכנית ההבראה. כאמור, אופן הפירעון עשוי להיות באמצעות פרישת תשלומים או באמצעות המרת חובות בזכויות הוניות. אמצעי התשלום והזכויות שיזכו להם הנושים בתכנית ההבראה, וככל שיוותר שווי – אף בעלי המניות, יחליפו את זכויותיהם המקוריות.

(א) הערכות שווי מוטות

22.4 הבראה פנימית מתאפיינת בכך שהחובות לנושים נפרעים מתוך תקבולי העתיד של החברה. ממילא, היא נעדרת בהווה כל ממד של מימוש נכסים של החברה.⁵ הבראת החברה היא אפוא שימור משאבי החברה כפי שהיו עד כה. הזכויות כלפי החברה, כלומר מבנה הונה, הן המעוצבות מחדש.⁶ עם זה, לצורך עיצוב מחדש של הזכויות כלפי החברה נדרש לקבוע תחילה את שוויים של משאבי החברה. באין מימוש נכסים בפועל, שווי זה טעון הערכה כלכלית. ההערכה הכלכלית של שווי החברה כעסק פעיל עומדת בלבד של ההליך לארגון החברה מחדש. הערכת השווי היא המפתח לזכויות הנושים ובעלי המניות המסורתיים כלפי החברה המבריאה. הנושים ובעלי המניות יזכו לנתח כלכלי מן השווי האמור לפי עקרונות הפירעון המקובלים בדיני חדלות פירעון – כלומר, עקרון העדיפות ועקרון השוויון. לפי עקרון העדיפות, ככל ששווי החברה גבוה יותר, כך יזכו קבוצות רבות, באופן יחסי, של בעלי תביעות לזכויות משפטיות כלפי החברה המבריאה. ככל ששווייה פחות, כך יודרו רגליהם של הנושים הנחותים ובעלי המניות מעוגת הזכויות כלפי משאבי החברה.

22.5 היעדר מימוש הנכסים בהבראה פנימית והצורך בהערכת שווייה של החברה מעוררים קושי. הערכת שווי אינה מדע מדויק. זהו ניחוש מחושב לכל היותר. הערכת שווי החברה היא צפיית תזרים המזומנים העתידי שלה והיוונו לערך נוכחי (discounted cash flow, בלע"ז, או בקיצור: DCF).⁷ ברם, לא לנו חיזוי ודאי של העתיד. הערכת השווי היא אפוא חישוב הסתברותי. חישוב כאמור נערך על ידי

5 DOUGLAS G. BAIRD, ELEMENTS OF BANKRUPTCY 259–270 (6th ed., 2015)

6 Barry E. Adler, *Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy*, 45 STAN. L. REV. 311, 314 (1993); Lucian A. Bebchuk, *A New Approach to Corporate Reorganizations*, 101 HARV. L. REV. 775, 778 (1988)

7 זהו אופן הערכת שווייה של חברות המקובל בישראל בהקשר של עסקאות מיזוג ורכישת שליטה בחברות. ראו ע"א 10406/06 **עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ** (פורסם בנבו, מיום י"א טבת התשע"ז, 28.12.2009); רע"א 779/06 **קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממן** (פורסם בנבו, מיום י' אלול התשע"ב, 28.8.2012). על האופנים השונים להערכת שווי חברות בהקשרים של הליכי חדלות פירעון ראו Michael Simkovic & Benjamin S. Kaminetzky, *Leveraged Buyouts Bankruptcies, the Problem of Hindsight Bias, and the Credit Default Swap Solution* [2011] COLUM. BUS. L. REV. 118; Michael Simkovic, *The Evolution of Valuation in Bankruptcy*, 91 AM. BANKR. L.J. 299 (2017)

מומחים כלכליים. הערכות שווי של כלכלנים מוזמנות על ידי הצדדים הנוגעים בדבר. החברה עשויה להזמין הערכת שווי לצורך גיבוש תכנית ההבראה. ואולם, מלבדה עשויים גם נושים בכלל, ונושים מובטחים בפרט, להזמין הערכות שווי של החברה. להוותנו, הניסיון בעולם בשנים האחרונות מוכיח כי השימוש בחוות דעת כלכליות של מומחים לשם הערכת שווי של חברה עלול להניב הערכות שווי מוטות לטובת עניינו האישי של זה שהזמין את ההערכה. אכן, ככל שמעריך השווי הוא חסר עצמאות מוחלטת בהערכת שווי החברה, הרי שקשריו הכלכליים עם מזמין הערכת השווי, תגמולו על ידי המזמין, או עניינו האישי של המעריך בחברה מושא ההערכה, פוגמים במהימנות ההערכה. בהערכת שווי לצורך גיבוש תכנית הבראה קיים ניגוד עניינים מובהק בין סוגי הנושים השונים לבין עצמם, וכינם לבין בעלי המניות. כפי שכבר בואר בשערים הקודמים, נושים מובטחים יתורו אחר הערכת שווי שמרנית ונמוכה יחסית. הערכת שווי כאמור תותירם כבעלי הזכויות היחידים בחברה המבריאה ותסלק מעל פניהם כל זכות הונית או חוב כלפי זולתם.⁸ לחלופין, בנסיבות שבהן אין לחברה חובות מובטחים נכרים, עלולים הנושים הלא-מובטחים לטעון לשווי נקי (NAV) נמוך של החברה על מנת לבסס את היותם לעת זו בעלי הזכויות הכלכליות השוויית ברכוש החברה.⁹ לעומתם, נושים נחותים, ועוד יותר מהם – בעלי המניות, יבקשו להשיג הערכת שווי גבוהה של החברה, בקוותם שהערכת שווי כאמור תזכה אותם בנתח כלכלי בחברה המבריאה.¹⁰ על כן, הערכת השווי שתכנית ההבראה מבוססת עליה חשובה לעיוותים. היא עלולה להיות מוטת להערכת יתר או להערכת חסר של שווי החברה, הכול לפי זהותו של מזמין הערכת השווי ועניינו בתוצאת ההערכה. הערכות שווי מוטות כאמור אינן הגונות והן עלולות להעביר שווי מידי בעלי הזכויות הראויים לידי קבוצות אחרות של בעלי עניין. זאת ועוד, הערכות שווי כאמור לא בהכרח מקצות את הזכויות בחברה המבריאה למשתמש היעיל בהן, הלא הוא בעל הזכות השוויית במשאבי החברה.¹¹

8 שיקול תועלתני כאמור של נושים מובטחים יישקל בנסיבות שבהן הנושה מעריך כי גובה חובו יסתכם בשווי נמוך מן השווי הכולל של נכסי החברה ושתכנית ההבראה תקצה לקבוצות נושים נחותות הימנו זכויות הוניות בחברה או זכויות תביעה חלופיות כלפיה. ראו Adler, לעיל ה"ש 6, בעמ' 318. לעומת זאת, כאשר נושה מובטח חושש שבטוחתו תוערך בשווי נמוך מגובה חובו, יגלה הנושה האמור עניין בהשאת ערך בטוחתו, ככל האפשר, למען ישכיל להגדיל את שיעור חובו המובטח ולצמצם את שיעור חובו הלא-מובטח. ראו דוד האן "הגנה הולמת לחובות מובטחים בהבראת חברות" **משפטים** לב 247, 282–278 (התשס"ב); Lucian Arye Bebchuk & Jesse M. Fried, *A New Approach to Valuing Secured Claims in*; 114 HARV. L. REV. 2386, 2398–2401 (2001) –778 בעמ' 779.

9 ראו, למשל, טענות הנושים בפר"ק (מחוזי ת"א) 36681-04-13 בעניין **אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"ד אייר התשע"ג, 4.5.2013); ובפר"ק (מחוזי מרכז) 18975-05-16 בעניין **אלון רבוע כחול ישראל בע"מ**.

10 Chaim J. Fortgang & Thomas M. Mayer, *Valuation in Bankruptcy*, 32 UCLA L. REV. 1061, 1063–1066 (1985); Michael C. Jensen, *Corporate Control and the Politics of Finance*, 4 J. APPLIED CORP. FIN. 13, 31 (1991); J. Bradley Johnston, *The Bankruptcy Bargain*, 65 AM. BANKR. L.J. 213, 264–265 (1991); Robert F. Reilly, *Valuation – Big Businesses v. Small Businesses*, 14-7 AM. BANKR. INST. J. 29 (1995); Mark J. Roe, *Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization*, 83 COLUM. L. REV. 527, 547–548 (1983).

11 Douglas G. Baird, *Revisiting Auctions in Chapter 11*, 36 J. L. & ECON. 633, 634 (1993)

(ב) מיתון ההטיה: הערכת שווי מטעם בית המשפט באין הסכמה

22.6 החשש מפני הטייתן של הערכות שווי בהבראה פנימית ניתן למיתון. אמצעי המיתון הראשון הוא השימוש בשיטת "המקל והגזר" להמרצת כל הצדדים להגיע להסכמה ביניהם על הערכת השווי ועל החלוקה הנובעת ממנה. זהו המהלך העומד ביסוד Chapter 11 לחוק חדלות הפירעון האמריקני. ה"גזר" הוא שאם תגבש הסכמה או פשרה בין הצדדים, יימנע בית המשפט מלבחון לעומק את הערכת השווי שעליה מושתתת תכנית ההבראה. ה"מקל" הוא שבאין הסכמה כאמור, ולו של אחד מסוגי האסיפות שהצביעו, יעריך בית המשפט את שווי החברה בעצמו, על מנת לתוות על מקצועיותה ועל הגינותה של תכנית ההבראה המוצעת בטרם שיאשרה. כל הצדדים חוששים מחוסר הוודאות הטמון במהלך זה. לפיכך, הם ייטיבו לעשות אם יתפשרו ביניהם.¹² ברם, אם לא תושג הסכמה, הטלת המשימה של הערכת השווי על גורם בלתי מעוניין, הנקי מהשפעות ההנהלה המסורתית, בעלי המניות או סוגי נושים מסוימים, היא המענה הראוי על חשש ההטיה האמור.¹³ אף כי הדברים אינם מפורשים באופן נחרץ בחקיקה, הנוהג הרווח של בתי המשפט בישראל בתיקי הבראה הוא להיזקק להערכת שווי שבעל התפקיד מזמין ומגבש. כך גם באנגליה ובארצות נוספות בעולם.¹⁴ בעל התפקיד מנצח על גיבוש תכנית ההבראה ועל חלקיה. לפיכך, הוא אשר מזמין את הערכת השווי, ובהתבסס עליה מציע את התכנית לפירעון החובות לנושים. בעל התפקיד נחשב לגורם בלתי מעוניין, בהיותו חף מכל עניינים כלכליים קודמים בחברה הנתונה בהבראה.¹⁵ על כן, הערכת שווי המוזמנת על ידי בעל תפקיד כאמור נחשבת להערכת שווי מהימנה ובלתי מוטה.¹⁶ יתרה מזאת: אפילו לא מונה בעל תפקיד, והחברה ונושיה מתנצחים ביניהם על הערכת שווייה, רשאי בית המשפט להורות על מינוי גורם מקצועי שיעריך את שווי החברה שבנדון בעבור בית המשפט.¹⁷ עם זה, כאמור, לעניות דעתי, ראוי כי עיקר השימוש

12 ראו גם להלן פסקאות 23.11–23.12.

13 לטענה כי גילוי מידע לציבור לצורך מסחר באג"ח בשוק עשוי להפחית את כמות הטעויות בהערכות השווי המתקיימות בהליכים של חדלות פירעון ראו, Cem Demiroglu, Julian R. Franks & Ryan Lewis, *Do Market Prices Improve the Accuracy of Court Valuations in Chapter 11?*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2693056> (September 22, 2016).

14 GAVIN LIGHTMAN & GABRIEL MOSS, *THE LAW OF RECEIVERS AND ADMINISTRATORS OF COMPANIES* 263–266 (4th ed., 2006); ROBERT R. PENNINGTON, *PENNINGTON'S CORPORATE INSOLVENCY LAW* 327 (1991).

15 יצוין, כי תקנה 14(ג) לתקנות ההבראה קובעת: "מועמד לבעל תפקיד יציין בתצהיר, לפני מינויו, קיום זיקה לחברה, לבעל עניין בחברה או לנושה מהותי, ככל שקיימת זיקה כאמור". ראו גם תקנה 3 לתקנות החברות (כללים בדבר מינוי כונסי נכסים ומפרקים ותשלום שכרם), התשמ"א-1981. על חוסר הזיקה המצופה מן המתמנה לבעל תפקיד מטעם בית המשפט ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 29930/08/14 בעניין **צ. לנדאו קבלנות והנדסה בע"מ** (פורסם בנבו, מיום ו' אלול התשע"ד, 1.9.2014). ראו גם לעיל פסקאות 9.14–9.11.

16 OLIVER HART, *FIRMS, CONTRACTS, AND FINANCIAL STRUCTURE* 174–178 (1995).

17 עניין **אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ**, לעיל ה"ש 9.

בהערכת שווי המוזמנת על ידי בית המשפט יגיע רק בשלב שבו ההידברות בין הצדדים כשלה והם אינם מגיעים להסכמה ביניהם על הערכת השווי שביסוד תכנית ההבראה.¹⁸

2. הבראה חיצונית

22.7 הבראה חיצונית היא הליך המעמיד, בסופו של דבר, את המכלול העסקי של החברה למכירה בשוק. הרוכש עשוי להיות אחד או יותר מבעלי הזכויות הקודמים בחברה או כלפיה, או אדם חדש. מתווה כאמור של הבראה רווח ביותר בהחלטות בתי המשפט המחוזיים בישראל, במיוחד עד לראשיתו של גל ההבראות וההסדרים שהתעורר בעקבות המשבר הפיננסי העולמי.¹⁹ בתי המשפט בישראל נוהגים בתיקי הבראת חברות רבים לצוות על הליך המכונה בפיהם "התמחרות".²⁰ התמחרות היא שלב הגמר של המהלך להזמנת הצעות לרכישת השליטה במשאבי החברה (playoff, בלע"ז), שבו משתתפים אלה שהציעו את ההצעות הגבוהות ביותר בשלב הגשת ההצעות הראשונות. הזמנת ההצעות וההתמחרות מרוכזות על ידי בעל התפקיד. כל המעוניין ברכישת המכלול זכאי להגיש הצעה לבעל התפקיד. זוהי אפוא מכירה של המכלול העסקי של החברה למרבה במחיר.

(א) סוד הקסם של הבראה חיצונית

22.8 הספרות האקדמית ברחבי העולם נהגה להבליט מכל הארצות דווקא את שוודיה כארץ אשר בה החוק מקדם את מכירת המכלול של חברה חדלת פירעון תמורת כסף מזומן.²¹ תמורת המכירה משמשת לפירעון החובות לנושים לפי כלל העדיפות המוחלטת. לפי ספרות זו, בעל התפקיד שם מצליח בדרך כלל לסכם את התנאים למכירת החברה בתוך שבועות ספורים מפתחת ההליך.²² הספרות המהללת את

18 במיעוטם של המקרים בישראל, כשל ההסכמה הופיע כבר בראשית ההליך, בשל התנצחות בין נושים שביקשו את פתיחתו של הליך הבראה לחברה לבין החברה שהתכחשה לעצם הצורך האמור. ההתנצחות התמקדה בהערכת שווי החברה. בנסיבות כאמור, מינה בית המשפט גורם עצמאי מטעמו להעריך את שווי החברה כבר בראשית ההליך לצורך בחינת השאלה אם ההליך אכן נחוץ. ראו, שם.

19 על המשבר הפיננסי העולמי וזליגתו לישראל ראו לעיל פרק שישי.
20 ורדה אלשיך וגדעון אורבך **הקפאת הליכים – הלכה למעשה** פרק 11 (מהדורה שנייה, התשע"א). ראו גם יחיאל בהט **הסדרי הבראה – בבית המשפט ומחורן לבית המשפט** 43–44 (התשנ"ו). לדוגמה לתנאים במכירת שליטה בתאגיד, אף בהליך פירוק זמני מפעיל, ראו פש"ר (מחוזי חי') 220/02 **המפרקים הזמניים של מועדון הכדורגל הפועל חיפה בע"מ נ' ההתאחדות לכדורגל בישראל** (מיום י"א שבט התשס"ז, 30.1.2007).

21 ראו, למשל, B. Espen Eckbo & Karin S. Thorburn, *Overbidding vs. Fire-Sales in Bankruptcy Auctions* ¶3.1 (March 2002), CEPR DISCUSSION PAPER No. 3240, available at: <http://ssrn.com/abstract=305619>. ראו עוד Karin S. Thorburn, *Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery, and Firm Survival*, 58 J. FIN. ECON. 337 (2000); B. Espen Eckbo & Karin S. Thorburn, *Automatic Bankruptcy Auctions and Fire-Sales*, 89 J. FIN. ECON. 404 (2008).

22 עם זה, גם בשוודיה תיקנו את דיני חדלות הפירעון, וכיום המחוקק שם מבקש לעודד אף את האפשרות להבראה פנימית של חברות כושלות. ראו Alan Schwartz, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, 91 VA. L. R. 1199, 1245, fn. 5 (2005).

הגישה המסורתית השוודית היא בעיקרה כתיבה של אנשי הגישה הכלכלית למשפט.²³ כפי שכבר הראיתי בפרק שלישי לעיל, בני הדור הראשון לגישה הכלכלית בארצות-הברית ביקשו לקדם בכתיבתם הליכי חדלות פירעון הנזקקים לכוחות השוק לשם הערכת שווי החברה, כתחליף ל-Chapter 11.²⁴ זהו אמנם סוד קסמה הראשוני של ההבראה החיצונית.²⁵ בשל מורכבותה של הערכת שווי כלכלית, מבקשת הגישה הכלכלית להיבנות מן העדיפות המובהקת של כוחות השוק בהקצאה יעילה של משאבי החברה. התפישה הכלכלית היא שכוחות השוק יעריכו טוב יותר מכל גורם אחר שווי כלכלי של כל משאב, והיד הנעלמה המפורסמת תדע לתעל כל משאב, בסופו של דבר, לידי המשתמש היעיל ביותר. כאשר חברה נקלעת לחדלות פירעון יש לתור אחר המשתמש היעיל ביותר במשאביה. משתמש זה יהיה מי שישא את ערכה. משתמש זה הוא אשר מן הסתם יציע בעבור משאביה את המחיר הגבוה ביותר. אין לך הערכה כלכלית מהימנה יותר מזו. ההבראה החיצונית פונה לכוחות השוק באמצעות קיום מכירה פומבית (התמחרות, בעגה המקומית) של מכלול החברה.²⁶ זו מעלתה הבולטת.²⁷ הבראה פנימית,

23 ואולם, לסקירה השוואתית המדרגת את שוודיה דווקא כארץ שדיני חדלות הפירעון שלה מאפשרים – באופן יחסי – לחברות להבריא, ואינם ממהרים לחסלן באמצעות מכירות חפוזות, ראו Ziad R. Azar, *Bankruptcy Policy: An Empirical Investigation of 50 Jurisdictions Worldwide*, 82 AM. BANKR. L.J. 407 (2008).

24 Doulgas G. Baird, *The Uneasy Case for Corporate Reorganization*, 15 J. LEG. STUD. 127 (1986); Robert G. Hansen & Randall S. Thomas, *Auctions in Bankruptcy: Theoretical Analysis and Practical Guidance*, 18 INT'L REV. L. & ECON. 159 (1998); William H. Meckling, *Financial Markets, Default and Bankruptcy: The Role of the State*, 41 L. & CONTEMP. PROBS. 13, 37–38 (1977); Michael C. Jensen, *Corporate Control and the Politics of Finance*, 4 J. APPLIED CORP. FIN. 13 (1991); Sugato Bhattacharyya & Rajdeep Singh, *The Resolution of Bankruptcy by Auction: Allocating the Residual Right of Design*, 54 J. FIN. ECON. 269 (1999); Matthew Rhodes-Kropf and S. Viswanathan, *Corporate Reorganizations and Non-Cash Auctions*, 55 J. FIN. 1807 (2000).

25 ברבות השנים, ועקב שינוי של מבנה שוק המימון העסקי בארצות-הברית, השתנה גם המתווה האופייני של הליכי ההבראה שם לפי Chapter 11. שוק המימון מתאפיין בשנים האחרונות במימון המגובה בשעבודים, הניתן על ידי קרנות שונות (hedge funds and private equity funds), לעומת מימון לא-מובטח באמצעות הנפקתן של אגרות חוב שרווח באופן נרחב יותר בעבר. בעקבות זאת, גם הליכי ההבראה כיום מתאפיינים יותר במימוש נכסים, בעיקר המשועבדים, בין בהליך לפי סעיף 363 ל-Bankruptcy Code ובין במסגרת גיבוש תכנית ההבראה. בהדרגה, מתווה ההבראה החיצונית קונה לו שכיחה נרחבת יותר אפילו בשוק האמריקני. ראו Doulgas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *The End of Bankruptcy*, 55 STAN. L. REV. 751 (2002); Doulgas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Chapter 11 at Twilight*, 56 STAN. L. REV. 673 (2002); Chad P. Pugatch, Craig A. Pugatch & Travis Vaughan, *The Lost Art of Chapter 11 Reorganization*, 19 U. FLA. J. L. & PUB. POL'Y 39 (2008).

26 עדיפותה של המכירה הפומבית על פני כל מנגנון תמחור אחר למשאבים הטעונים הערכה כלכלית פותחה בספרות הכלכלית כ-auction theory. אבותיה של תיאוריה זו הם Vickrey ו-Milgrom ו-Weber, שבאו בעקבותיו. ראו William Vickrey, *Counterspeculation, Auctions and Competitive Sealed Tenders*, 16 J. FIN. 8 (1961); Paul R. Milgrom & Robert J. Weber, *A Theory of Auctions and Competitive Bidding*, 50 ECONOMETRICA 1089 (1982); Paul Milgrom, *Auctions and Bidding: A Primer*, 3 J. JEREMY BULOW & PAUL KLEMPERER, *Auction Versus Negotiation*, 86 ECON. PERSP. (1989) ראו עור. AM. ECON. REV. 180 (1996).

27 עם זה, דווקא Frank Easterbrook, ממובילי הגישה הכלכלית לדיני חברות, הוא שפקפק בשעתו בטענה הנחרצת של עמיתו בדבר עדיפות ההבראה החיצונית מהבראה פנימית באמצעות Chapter 11. לטענתו,

לעומת זאת, מקצה את הזכויות במשאבי החברה וכלפיהם, רק לנושים ולבעלי מניות שהיו קשורים עם החברה עובר להליך חדלות הפירעון.²⁸ זהו חסרונה, שכן בהחלט ייתכן כי המשתמש היעיל ביותר במשאבי החברה אינו אחד מאלה, כי אם רוכש חיצוני.

22.9 ההיזקקות להערכה הכלכלית של כוחות השוק בדבר שווייה של החברה חוסכת את הצורך בקביעה שיפוטית של שווייה הכלכלי לצורך הפירעון לנושים. אף זו מעלה של ההבראה החיצונית אליבא דחסידיה. בהבראה פנימית, הערכות שווי שונות מוגשות מטעם הצדדים המעוניינים. אפילו מתעלמים לשעה מן המגמתיות הכרוכה בהערכות שווי מוזמנות, עדיין שומה על בית המשפט להכריע בין הערכות שווי אחדות. אפס, בית המשפט אינו מומחה להערכות שווי כלכליות. לפיכך, ראוי להימנע ככל האפשר מהיזקקות להערכה כלכלית שיפוטית.²⁹ ההבראה החיצונית נמנעת מהערכה שיפוטית כאמור.³⁰

22.10 לצד ההשפעות שיש להבראה חיצונית על הערכת שווי החברה, חסידיה באקדמיה האמריקנית מונים יתרון נוסף שלה לעומת ההבראה הפנימית לפי Chapter 11 המסורתי. כזכור, אחד ממאפייניו המובהקים של Chapter 11 הוא שהשליטה בחברה במשך קיומו של ההליך נותרת בידי הנהלת החברה. ככלל, ב-Chapter 11 אין מתמנה לחברה בעל תפקיד חיצוני.³¹ רבים בספרות שפכו קיתונות של רותחין על דגם שליטה זה, שכן הוא מותיר בידי הנהלה, ובאמצעותה – אף בידי בעלי המניות, כוח מיקוח יתר כלפי הנושים. הנהלה ובעלי המניות עלולים לנצל את כוחם זה לרעה, ולהאריך בלא צורך את ההליך, כדי לסחוט ויתורים מן הנושים ולקבל נתחים כלכליים מן החברה המבריאה.³² טענתם של

התמהמהות נושיהן של חברות חדלות פירעון בהעמדת החברה למכירה פומבית עובר להליך הבראתה הרשמי לפי Chapter 11, וגם חוסר התנגדותם של כל המעורבים להליך החקיקה המקיף שהביא לידי Chapter 11, לרבות מוסדות הלוואה פיננסיים, מעידים כי דווקא Chapter 11 עשוי להימצא עדיף מהבראות חיצונית. ראו: Frank H. Easterbrook, *Is Corporate Bankruptcy Efficient?*, 27 J. FIN. ECON. 411 (1990); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, 35 STAN. L. REV. 1 (1982) (טוענים כי העלויות הרבות שהמזיע הראשון משקיע במכירה פומבית של השליטה בחברה בהליך הצעת רכש ירתיעוהו מלהגיש את הצעתו, ובכך יחבלו בהעברת השליטה בחברה למשתמש היעיל ויפגמו בתמריצי הנהלה להשיא ערך למשקיעים).

28 Barry E. Adler, *A Theory of Corporate Insolvency*, 72 NYU. L. REV. 343, 347 (1997); THOMAS H. JACKSON, *THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW* 221–224 (1986); Mark J. Roe, *Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization*, 83 COLUM. L. REV. 527, 559 (1983)

29 Baird, *לעיל ה"ש* 24; Douglas G. Baird & Edward R. Morrison, *Bankruptcy Decision Making*, 17 J. L. ECON. & ORG. 356 (2001)

30 Mark Roe הציע חלופה אחרת אשר תסתמך על ההערכה הכלכלית של השוק במקום על הצורך בהכרעה שיפוטית בעניין שווי החברה. לפי הצעתו, בעת הליך ההבראה של חברה יוצעו מניות חדשות שלה לציבור, בשיעור של 10% מהונה העצמי. הנפקה זו תלמד את קברניטי החברה ואת נושיה מהי הערכת השוק לשווייה של החברה. הערכה זו תשמש בסיס לפירעון לנושי החברה. ראו: Mark J. Roe, *Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization*, 83 COLUM. L. REV. 527 (1983)

31 לדיון נרחב בדגמים שונים של שליטה בחברות העוברות הליך הבראה ראו לעיל פרק תשיעי.

32 ראו, למשל, Michael Bradley & Michael Rosenzweig, *The Untenable Case for Chapter 11*, 101 YALE L.J. 1043 (1992); Lucian A. Bebchuk & Howard F. Chang, *Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization*, 8 J. L. ECON. & ORG. 253, 255–256 (1992); Barry E. Adler &

מצדדי ההבראה החיצונית היא אפוא כי היא נוטלת מידי ההנהלה ובעלי המניות בחברה את יתרונם הבלתי ראוי לעומת הנושים. אכן, במשטר של הבראה חיצונית, הכול שווים. כולם מתייצבים לפני קו זינוק אחד ושועטים אל עבר השליטה בחברה באמצעות המכירה הפומבית. המרבה במחיר יזכה, ולא דווקא המקורב המסורתי אל צלחת השליטה בחברה. עם זה, יתרון זה של ההבראה החיצונית אינו יתרון של ממש בישראל. סוף סוף בישראל, כבארצות רבות בעולם, על פי רוב, השליטה בחברות הנתונות בהליך הבראה, בין הבראה חיצונית ובין הבראה פנימית, היא בידי בעל תפקיד חיצוני ועצמאי. משטר הבראה המערב בעל תפקיד בניהול החברה ובשליטה בה בעת ההליך, פותר במידה יעילה את בעיית הנציג המתעוררת כאשר הנהלת החברה שולטת בהבראה.³³

(ב) ביקורת על הבראה חיצונית

22.11 ההטפה האדוקה לאימוץ דווקני של משטר הבראה חיצונית לא נותרה זמן רב נקייה מביקורת. אכן, לצד מעלותיה של המכירה הפומבית של החברה, יש לה חסרונות ומגבלות אחדים. מגרעות ההבראה החיצונית הן:

- (1) הבראה חיצונית עלולה להיות מנוכרת לערכים חברתיים.
- (2) הבראה חיצונית מתאפיינת בנוקשות יתר.
- (3) מכירת השליטה בהבראה חיצונית עלולה להיות חפזה יתר על המידה.
- (4) מימון הבראה חיצונית עלול לעמוד בעוכרי יעילותה.

להלן תידון כל מגרעה כסדרה.

(1) ניכור לערכים חברתיים

22.12 מכירה פומבית של החברה חושפת את החברה לאפשרות שמכירת משאביה תיעשה חבילות-חבילות, תוך פרימת המרקם העסקי הכולל שלה. מכירת נכסי החברה כיחידות נפרדות עלולה לסמן את סוף דרכה של החברה. אף כי שיקולי יעילות מורים שהמכירה הפומבית היא מנגנון להשאת הערך של משאבים, חסידי השיקולים החברתיים לא ישתכנעו משיקול זה לבדו.³⁴ ההשקפה החברתית תבקש להימנע ככל האפשר מהליך הפותח פתח לחיסול החברה, כל עוד קיים הליך חלופי המאפשר את

George G. Triantis, *The Aftermath of North LaSalle Street*, 70 U. CIN. L. REV. 1225, 1233–1238 (2002).

33 עם זה, גישתי האישית באשר לאופן ניווט הליך של הבראה פנימית נוטה יותר אל עבר הותרת ההנהלה בשליטה בחברה, ללא מינויו של בעל תפקיד. ראו לעיל פסקאות 9.46–9.53. המענה לעיוות האפשרי בהליך של הבראה פנימית שאין מתמנה בו בעל תפקיד טמון במינוי מעריך שווי עצמאי מטעם בית המשפט. ראו לעיל פסקה 22.6.

34 להשקפה הרואה בהליך הבראת חברה מנגנון חברתי-חלוקתי, ראו לעיל פסקה 3.40 ואילך.

המשך קיומה.³⁵ בהשוואה להבראה חיצונית, הבראה פנימית היא הליך המשמש אכסניה ידידותית יותר להצלתן של חברות בקשיים.

(2) נוקשות יתר

22.13 הבראה חיצונית מתאפיינת בנוקשות יחסית. כאשר המכירה הפומבית היא תמורת כסף מזומן, ובעקבותיה נעשה הפירעון לנושים על פי עקרונות העדיפות המוחלטת והשוויון, אין אווירה של גמישות ושיתוף פעולה בהליך ההבראה. רבים מציינים נוקשות זו לשבח וגורסים כי יש להקפיד הקפד היטב על דבקות בכללי הפירעון של הדין.³⁶ לטענתם, רק היצמדות לכללי הפירעון תבטיח את יעילותו של שוק האשראי. אחרים, לעומתם, גורסים כי דווקא הגמישות ויכולת הפשרה והסטייה מן הכללים הדווקניים של הפירעון הן המבורכות. לטענתם, הידיעה של בעלי המניות והנושים הנחותים כי קיימת אפשרות לגמישות במשא ומתן שמתקיים בהבראה פנימית, ממריצה אותם להתאמץ ולהציל את החברה כאשר עדיין אפשר לעשות זאת.³⁷ יתרונות נטענים נוספים לאפשרות לסטות מכללי הפירעון הדווקניים הם שהם מעודדים את בעלי המניות והנהלה להשקיע מעיקר מהונם האנושי בחברה,³⁸ ושהם משככים את היצר של הנהלה ושל בעלי המניות לסחוף את החברה להרפתקאות עסקיות מסוכנות לשם חילוץ החברה ממצוקותיה.³⁹ לבסוף, טוענים מצדדי ההבראה הפנימית, דווקא ערפול קביעתה של הערכת השווי של החברה והותרתה בידי בית המשפט יעודדו את כל הצדדים להימנע

35 על המלצתי כי בית המשפט לא יתנכר לשיקולים של העסקת העובדים, אפילו בהבראות חיצוניות, ראו להלן פסקאות 24.23–24.25.

36 ראו, למשל, Lucian A. Bebchuk, *Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy*, 57 J. FIN. 445 (2002).

37 Elazar Berkovitch & Ronen Israel, *The Bankruptcy Decision and Debt Contract Renegotiations*, 2 EURO. FIN. REV. 1 (1998); Elazar Berkovitch & Ronen Israel, *Optimal Bankruptcy Law across Different Economic Systems*, 12 REV. FIN. STUD. 347 (1999); Robert Heinkel & Josef Zechner, *Financial Distress and Optimal Capital Structure Adjustments*, 2 J. ECON. & MGMT. STRATEGY 531 (1993); Paul Povel, *Optimal 'Soft' or 'Tough' Bankruptcy Procedures*, 15 J. L. ECON. & ORG. 659 (1999); Douglas G. Baird, *The Initiation Problem in Bankruptcy*, 11 INT'L REV. L. & ECON. 223 (1991).

38 Elazar Berkovitch, Ronen Israel & Jaime F. Zender, *An Optimal Bankruptcy Law and Firm-Specific Investments*, 41 EURO. ECON. REV. 487 (1997); Elazar Berkovitch, Ronen Israel & Jaime F. Zender, *The Design of Bankruptcy Law: A Case for Management Bias in Bankruptcy Reorganizations*, 23 J. FIN. & QUANT. ANALYSIS 441 (1998); Lucian A. Bebchuk & Randall C. Picker, *Bankruptcy Rules, Managerial Entrenchment, and Firm-Specific Human Capital*, CHICAGO L. & ECON. WORKING PAPER No. 16 (1993), available at: http://chicagounbound.uchicago.edu/law_and_economics/74/; Vedran Capkun & Lawrence A. Weiss, *Chapter 11-1 המוחלטת ב-11 Chapter 11-1 המוחלטת ב-11*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2795069>.

39 Robert Gertner & David Scharfstein, *A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law*, 46 J. FIN. 1189 (1991); Allan C. Eberhart & Lemma W. Senbet, *Absolute Priority Rule Violations and Risk Incentives for Financially Distressed Firms*, 22 FIN. MGMT. 101 (1993).

מקיטוב עמדות, לשתף פעולה ולהגיע לתכנית הבראה מוסכמת ומפשרת.⁴⁰ על כן, לשיטת האחרונים, דווקא הנוקשות היתרה של ההבראה החיצונית היא ההופכת לרועץ למכלול בעלי הזכויות בחברה וכלפיה. ואמנם, אפילו אבי תפישת ההבראה החיצונית, Douglas Baird, ריכך את עמדתו הנוקשה והבלתי מתפשרת בעד אימוץ דגם הבראה כאמור. במאמר מאוחר פרי עטו, בשיתוף אחד השותפים הבכירים במשרד Davis, Polk & Wardwell הניו-יורקי, עורך הדין Don Bernstein, הם מבקרים את החדשנות המסורתית של הגישה הכלכלית למשפט כלפי Chapter 11. המחברים מבהירים מדוע חשוב לקיים הליך של הבראה פנימית, לצד האפשרות לקיים מכירה פומבית של חברה בקשיים. הם ממשכים ומשבחים את הסטייה מעקרונות הפירעון הנוקשים בהליך של הבראה פנימית, שכן היא מקדמת הסכמה בין כל הצדדים המעורבים במשא ומתן ונמנעת מחוסר הוודאות המובנה בהערכת שווי החברה.⁴¹

(3) החשש מפני מכירות חפוזות

22.14 בהבראה חיצונית קיים חשש כי המכירה הפומבית לא תביא לידי השאת ערך החברות (וממילא, אף של הפירעון לנושים), כי אם תביא דווקא לידי מכירות חפוזות יתר על המידה במחירי חיסול (fire-sales, בלע"ז).⁴² חשש זה אומת במחקר שפרסם פרופ' Lynn LoPucki מ-UCLA.⁴³ בעיה זו עלולה להחרף במיוחד כאשר חברה נתונה בקשיים כספיים בגלל משבר כספי כללי. המועמדים הטבעיים להשקעה בחברה ולרכישת השליטה בה הם גורמים עסקיים אחרים בענף המסחרי שבו עוסקת אותה

40 טיעון זה נסמך על ההשקפה כי פשרות מושגות דווקא בצלו המאיים של המשפט ועל ההסתברויות שפסיקתו תהיה בלתי רצויה לכל אחד מן הצדדים. ראו Robert Cooter, Stephen Marks & Robert Mnookin, *Bargaining in the Shadow of the Law: A Testable Model of Strategic Behaviour*, 11 J. LEG. STUD. 225 (1982). ראו גם Ted Janger, *Crystals and Mud in Bankruptcy Law: Judicial Competence and Statutory Design*, 43 ARIZ. L. REV. 559, 564 (2001).⁴³ בעיה זו עלולה להשפיע הדנים בתיקי חדלות פירעון אינה מוצדקת).

41 Douglas G. Baird & Donald S. Bernstein, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, 115 YALE L.J. 1930 (2006). ראו עוד Douglas G. Baird, *The Hidden Virtues of Chapter 11: An Overview of the Law and Economics of Financially Distressed Firms*, CHICAGO WORKING PAPERS IN LAW AND ECONOMICS No. 43 (2nd Series, March 1997), available at: http://www.law.uchicago.edu/Lawecon/WkngPprs_26-50/43.Baird.Chapter11.pdf

42 ראו, למשל, Todd Pulvino, *Do Asset Fire Sales Exist? An Empirical Investigation of Commercial Aircraft Transactions*, 53 J. FIN. 939 (1998) ואולם ראו Per Stromberg, *Conflicts of Interest and Market Illiquidity in Bankruptcy Auctions: Theory and Tests*, 55 J. FIN. 2641 (2000). ביקורת דומה הבעתי נגד המלצותיה של ועדת אנדרון. ראו לעיל פסקה 7.79.

43 Lynn M. LoPucki & Joseph W. Doherty, *Bankruptcy Fire-Sales*, 106 MICH. L. REV. 1 (2007) ראו Thorburn, לעיל ה"ש 21, וכן Eckbo & Thorburn, לעיל ה"ש 21 (טוענים כי מכירות פומביות תמורת כסף מזומן אינן מביאות לידי מכירות חיסול במחירים נמוכים מדי). ברם, המחקרים של Thorburn ו-Eckbo בחנו בעיקר את התנהגותם של הבנקים המממנים כאשר הם היו נושים המובטחים בחסר של החייב חדל הפירעון. המחקרים לא התמודדו ממש עם נסיבות שבהן הבנקים המממנים היו נושים מובטחים ביתר. אכן, החשש מפני מכירות חיסול חפוזות, בסכומים נמוכים, קיים בעיקר בנסיבות שבהן הבנקים מובטחים ביתר. חשש זה אומת במחקר אמפירי גם אצל Kenneth Ayotte & Edward R. Morrison, *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, 1 J. LEG. ANALYSIS 511 (2009).

חברה. ברם, בעת משבר כספי כללי במשק או משבר ענפי, הללו לא יהיו במצב כספי שיאפשר להגיש הצעות רציניות לרכישת השליטה בחברה. לפיכך, קיים חשש כי מספר ההצעות במכירה הפומבית יהיה דל וכי ההצעות תהיינה בערכים כלכליים נמוכים במיוחד.⁴⁴ תומכי האימוץ הדווקני של הבראה חיצונית מניחים כי סביבת המכירה היא של שוק הון יעיל ומשוכלל.⁴⁵ ברם, בנוגע לחברות קטנות ובינוניות, הנחה זו מוטלת בספק. מכירה פומבית של חברות כאמור לא תניב בהכרח מחירים גבוהים אשר נושי החברה יוכלו ליהנות מהם.⁴⁶

(4) מגבלת מימון

(אא) חסרון מזומנים

22.15 להבראה חיצונית, שאנשי הגישה הכלכלית למשפט הטיפו לאימוצה, נודעת מגבלה נוספת. המעיין היטב בהצעותיהם יגלה כי המכירה הפומבית של שליטה בחברה בקשיים, שאותה הם ביקשו להנחיל, היא **מכירה פומבית שתמורתה, או – למצער – חלק ניכר מתמורתה, היא כסף מזומן**.⁴⁷ ברם, זמינות הכסף המזומן לרכישת השליטה בחברה עלולה להוות מכשול בפני מציעים-בכוח. אכן, כבר הוער בספרות כי כאשר קיימת מגבלה במזומנים, פריט עלול להימכר במכירה פומבית דווקא לבעל האיתנות הכספית, אפילו הלה אינו המשתמש היעיל ביותר בפריט.⁴⁸ לכאורה, הקושי להשיג כסף מזומן אינו קושי של ממש, שכן כל מציע-בכוח שחסר לו כסף מזומן יכול לממן את הצעתו הכספית באמצעות מימון חיצוני, בין בדרך של נטילת אשראי ובין בדרך של גיוס הון עצמי.⁴⁹ כל עוד המציע-

- Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach*, 47 J. FIN. 1343 (1992) 44
- .DAVID A. SKEEL JR., DEBT'S DOMINION: A HISTORY OF BANKRUPTCY LAW IN AMERICA 226 (2001) 45
- Theodore Eisenberg & Shoichi Tagashira, *Should We Abolish Chapter 11? The Evidence from Japan*, 23 J. LEG. STUD. 111 (1994) 46
- גם הטענה המסורתית שהבראה פנימית נמשכת זמן רב יותר וכרוכה בעלויות מינהליות גבוהות יותר מהבראה חיצונית נהדפה בהמשך. ראו Arturo Bris, Ivo Welch & Ning Zhu, *The Costs of Bankruptcy, Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization*, 61 J. FIN. 1253 (2006)
- Thomas H. Jackson, *Comment on Baird, 'Revisiting Auctions in Chapter 11'*, 36 J. L. & ECON. 655 (1993) 47
- Yeon-Koo Che & Ian Gale, *Standard Auction with Financially Constrained Bidders*, 65 REV. ECON. STUD. 1 (1998) 48
- Robert P. Bartlett, *Taking Finance Seriously: How Debt-Financing Distorts Bidding Outcomes in Corporate Takeovers*, forthcoming 76 FORDHAM L. REV. 1975 (2008)
- זו ההנחה השגורה בפי אנשי הגישה הכלכלית למשפט. ראו Lawrence A. Cunningham, *The Essays of Warren Buffet: Lessons for Corporate America*, 19 CARDOZO L. REV. 1, 40 (1997); Margreth Barret, Richard Schmalensee, *Merger by Peter F. Harts*, 37 HASTINGS L. J. 1197, 1203 (1986) 49
- ראו גם *Horizontal Merger Policy: Problems and Changes*, 1 J. ECON. PERSP. 41, 47-48 (1987) כאשר בני אדם מאמינים שמחסור במזומנים הוא מחסום בפני השקעה מסוימת, אזי אמונה זו אכן תשפיע בפועל על החלטותיהם להשקיע, חרף ההתעלמות המלומדת של כלכלנים מן המחסום האמור); Robert P. Bartlett, *Taking Finance Seriously: How Debt Financing Distorts Bidding Outcomes in Corporate Takeovers*, 76 FORDHAM L. REV. 1975 (2008) (טוען כי יתרונות המס שבמימון הצעות רכש באמצעות אשראי מהווים סבסוד ממשלתי לאחדים מן המציעים, דבר המעוות את יעילותן של הצעות הרכש כמנגנונים להקצאת משאבים למשתמש היעיל ביותר).

בכוח מעריך כי שימושו במשאבי החברה הוא כדאי, גם בהתחשב בעלותו של המימון האמור, תוגש הצעה מטעמו למנהל המכירה. ברם, הדברים אינם כה פשוטים. בארצות שבהן המסחר בשוק המניות המקומי אינו מפותח דיו, מקור המימון העיקרי בעבור מציעים-בכוח לרכישת השליטה בחברה שבהבראה הוא האשראי הבנקאי. תלותם של מציעים-בכוח באשראי הבנקאי היא בעייתית.⁵⁰ ראשית, בעת משבר כספי כללי, תתגלע מצוקת אשראי גם במגזר הבנקאי. בזמן שחברות רבות נקלעות לקשיים כספיים וזקוקות להבראה, המגזר הבנקאי אינו מסוגל, או שהוא מהסס, להזרים אשראי חדש למשק.⁵¹ לפיכך, בנסיבות אלה, מעטים – אם בכלל – יוכלו לממן רכישה של שליטה בחברה שבקשיים באמצעות תשלום כסף מזומן.⁵² שנית, מבחינה רעיונית, ההצעות שתוגשנה למנהל המכירה הפומבית של החברה תהיינה, למעשה, הערכות שווי מטעם הבנקים המממנים את ההצעות, ולא דווקא הערכות השווי של המציעים עצמם.⁵³ בין הערכת השווי (האמיתית) של המציע המשתתף במכירה הפומבית לבין הערכת השווי של הבנק המממן עלולים להתגלע פערים בלתי ענייניים. קיים חשש כי הבנק יקצוב את מימונו בשיעור נמוך מהערכת השווי האמיתית של המציע. אצל בנקים קיימת נטייה לאמץ מדיניות מימון שמרנית במיוחד.⁵⁴ בנקים מעדיפים לממן את לקוחותיהם באופן המותר בידי הבנקים מרווח ביטחון למקרה של כשל בפירעון. הבנקים מעדיפים אפוא לקבל כנגד המימון שעבודים אשר יהפכו אותם לנושים מובטחים ביתר.⁵⁵ לפיכך, אפילו כאשר שווי החברה המועמדת למכירה, כפי שהעריכה

- 50 Rhodes-Kropf ו-Viswanathan טענו כי אפילו ניתן לגייס בקלות כסף מזומן בשוק לשם מימון רכישה השליטה בחברה חדלת פירעון, המכירה הפומבית תהיה בלתי יעילה. לטענתם, הבנקים המממנים לעולם יעמדו לפני בעיות מידע אשר יגרמו להם לממן הצעות רכישה באופן בלתי מושכל (adverse selection, בלע"ז), שכן הבנק אינו מסוגל להפריד בין הערכת שווי החברה הנרכשת לבין התנאים למימון רכישה (הנבדעים, בין היתר, לפי מפתח הפירעון לנושי החברה). ראו Matthew Rhodes-Kropf & S. Viswanathan, *Financing Auction Bids*, 36 RAND J. ECON. 789 (2005).
- 51 זו תופעה שהמשק העולמי חווה את השפעתה במשבר הפיננסי שפרץ בשליש האחרון של שנת 2008. ראו Marcia M. Cornett, Jamie J. McNutt, Philip E. Strahan & Hassan Tehranian, *Liquidity Risk and Management and Credit Supply in the Financial Crisis*, 101 J. FIN. ECON. 297 (2011); Leo De Haan & Jan W. Van Den End, *Banks' Responses to Funding Liquidity Shocks: Lending Adjustment, Liquidity Hoarding and Fire-Sales*, 26 J. INT'L FIN. MARKETS, INSTITUTIONS & MONEY 152 (2013).
- 52 המשבר הפיננסי העולמי הוא אכן סיבה עיקרית לזליגת שוק ההון הישראלי, מאז שנת התש"ע-2009, אל עבר ההבראות הפנימיות (שכוננו: גל הסדרי החוב). החברות הציבוריות הגדולות ארגנו מחדש את חובן, שהסתכם במיליארדי ש"ח, מול הנושים ולא העמידו את החברות למכירות חיצוניות. אחד הטעמים לכך היה שהמערכת הבנקאית נחשפה למשבר הפיננסי העולמי באופן שהלימות הונם של הבנקים נפגעה כתוצאה ממנו, כמו גם הרצון לצמצם חשיפה לסיכון בתקופת משבר. בהתאמה, הצטמצם שיעור האשראי הזמין למימון עסקים ועסקאות. בלא מקורות אשראי כאמור הפכה הרכישה החיצונית באותן שנים למעשית פחות. ראו גם לעיל פרק שישי.
- 53 Philippe Aghion, Oliver Hart & John Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, 8 J. L. ECON. & ORG. 523, 539 (1992).
- 54 השווי Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *Hands-Tying Contracts: Book Publishing, Venture Capital Financing, and Secured Debt*, 8 J. L. ECON. & ORG. 628, 649 (1992); Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Corporate Governance and Commercial Banking: A Comparative Examination of Germany, Japan and the United States*, 48 STAN. L. REV. 73, 77–80 (1995).
- 55 Jay L. Westbrook, *The Control of Wealth in Bankruptcy*, 82 TEX. L. REV. 795, 851–852 (2004); Ronald J. Mann, *Explaining the Pattern of Secured Credit*, 110 HARV. L. REV. 625, 638–658

המזיע-בכוח, דומה לשווי שהעריך הבנק, עלול הבנק לקצוב את מימון ההצעה בשיעור נמוך יותר, כדי שיישאר שווי עודף בנכסי החברה הנרכשת העולה על שיעור המימון. כך ישכיל הבנק להבטיח את עצמו, כנושה מובטח ביתר, בנכסי החברה.⁵⁶ למען הבהרת דברים אלה, הניחו כי ראובן מעוניין להציע הצעה לרכישת השליטה בחברה שבקשיים המוצגת במכירה פומבית תמורת כסף מזומן. ראובן מעריך ששווי החברה הוא 100. אף הבנק מעריך שזה שווי החברה. ברם, בפנותו לבנק, הבנק יקצוב את המימון בשיעור מרבי של 80, שכן הבנק מבקש להותיר שווי עודף בנכסי החברה מעל לשיעור האשראי המוקצב לצורך רכישת השליטה בה. עתה, הניחו עוד כי שמעון פונה אף הוא לבנק ומבקש ממנו מימון לשם הגשת הצעה שתתחרה בהצעת ראובן. שמעון מעריך ששווי החברה הוא 90 בלבד. מכיון שהבנק קוצב את השיעור המרבי למימון רכישתה של השליטה בחברה האמורה בשיעור של 80, הרי שהוא עשוי לממן את שמעון בה במידה שהוא עשוי לממן את ראובן. עולה אפוא כי השליטה בחברה עשויה להתגלגל לידיו של שמעון, אף על פי שראובן הוא המשתמש היעיל ביותר בה.⁵⁷

(בב) החרפת המצוקה – ריכוזיות בנקאית

22.16 במשק כלכלי שבו ענף הבנקאות הוא ריכוזי ואין בו תחרות גבוהה, החשש מפני מימון בלתי יעיל של הצעות לרכישת השליטה בחברה שבקשיים – מחריף. מקור המימון העיקרי לכל פעילות עסקית במשק כזה הוא האשראי הבנקאי. כאשר מציע-בכוח יבקש לממן הצעה לרכישת השליטה בחברה הנתונה בהבראה, הוא יפנה אל אחד ממתי מעט הבנקים הקיימים. דא עקא, על פי רוב, אחד הבנקים האלה, ולעתים גם האחרים, הם נושיה העיקריים והמובטחים של החברה שבהבראה. תביעתו של הבנק כלפי החברה שבהבראה, תלותו המוחלטת של כל מציע-בכוח במימון הבנקאי, והיעדר תחרות מספקת בענף הבנקאות עלולים לפגוע במכירה הפומבית פגיעה אנושה. אבהיר דברים אלה: כפי שכבר הובהר בפרק חמישי, מחקרים של הבנק העולמי מלמדים כי כשניים עד שלושה בנקים עיקריים פועלים בממוצע במשק המתאפיין בריכוזיות בנקאית.⁵⁸ זאת ועוד, הספרות מלמדת כי בסביבה בנקאית כאמור, רוב החברות פועלות בעיקר עם בנק אחד עד שניים, לכל היותר, והאפשרות

(1997); Riz Mokal, *Administration and Administrative Receivership – An Analysis*, 57 CURR. LEG. PROBS. 1, 9 (2004).

56 עם זה, בנסיבות שבהן הבנק המממן את המזיע-בכוח הוא אף הנושה המובטח בחברה המבריאה אשר חובו עומד לפירעון, וחוב זה מובטח בחסר בנכסי החברה, יעודד הבנק את המזיע-בכוח להשיא את שיעור הצעתו לרכישת החברה עד לשיעור חובו של הבנק העומד לפירעון. ראו Bebhuk & Fried, לעיל ה"ש 8. אכן, נטייה זו של הבנקים מאוששת במחקרם של Eckbo ו-Thorburn, לעיל ה"ש 21. ראו עוד B. Espen Eckbo & Karin S. Thorburn, *Bidding in Mandatory Bankruptcy Auctions: Theory and Evidence* (Feb. 2005), available at: <http://ssrn.com/abstract=635643>.

57 לדוגמה מספרית הממחישה כיצד ייתכנו נסיבות שבהן הבנק אפילו יעדיף לממן את שמעון, כלומר את המשתמש היעיל פחות, ולא את ראובן, ראו David A. Skeel Jr., *The Past, Present and Future of Debtor-in-Possession Financing*, 25 CARDOZO L. REV. 1905, 1924 (2004).

58 ראו, למשל, את טור P בגיליון העבודה האלקטרוני שבמחקרם של Thorsten Beck, Asli Demigruç-Kunt & Ross Levine, *Bank Concentration and Crises* (WORLD BANK POLICY RESEARCH PAPER NO. 3041, & Ross Levine, *Bank Concentration and Crises* (WORLD BANK POLICY RESEARCH PAPER NO. 3041, available at: <http://www.nber.org/papers/w9921>), 2003). ראו עוד לעיל פסקה 5.15.

לעבור מבנק לבנק היא מוגבלת וקשה ביותר.⁵⁹ לבנקים עצמם יש יכולת גבוהה יחסית לפקח על הבנקים האחרים ולעקוב אחר התנהלותם ואחר תנאי האשראי שהם מציעים ללקוחותיהם. בתנאים סביבתיים כאמור, קשה לפתח תחרות אמיתית על מימון הלקוחות.⁶⁰ בנסיבות אלה של היעדר תחרות יעילה למימון הצעות-בכוח לרכישת השליטה בחברה שבהבראה, יוכל כל בנק לגבות ממזיע מחירי אשראי גבוהים. העלות הגבוהה של האשראי תגרום למזיע להפחית את מחיר הצעתו, ולא להשיאה. יתרה מזו, לא כל מציע-בכוח יהיה מסוגל לשאת בהוצאות מימון כאמור. לפיכך, קיים החשש כי דווקא המזיע שאינו המשתמש היעיל ביותר במשאבי החברה הוא אשר ייחנה מן המימון ויזכה ברכישת השליטה בחברה. עם זה, מובן ששינוי ההיצע בשוק האשראי והרחבתו באמצעות העמדת אשראי מצד גופים חוץ-בנקאיים ממתן את תופעת ריכוזיות המימון ומשפר לאין ערוך את אפשרויות ההבראה החיצונית באמצעות רוכשים חדשים.⁶¹

ב. זגמים חלופיים להבראת חברה

22.17 הביקורת שהטיחו חסידי ההבראה החיצונית בדגם ההבראה הפנימית התמקדה בבעייתיות שבהערכת שווי החברה והקצאת משאביה לבעלי התביעות על סמך הערכת השווי האמורה. כפי שמראה ספר זה עולה כי בין הנושאים השונים בחברה לבין עצמם, ובינם לבין בעלי מניותיה, קיימים ניגודי עניינים באשר להערכת שווי החברה ובאשר להקצאת זכויות כלפי החברה לטובתם.⁶² לכאורה, מכירה פומבית של משאבי החברה תמורת כסף מזומן חוסכת לבעלי התביעות את ההתמקחות על שווי החברה. המכירה תקבע את שווי החברה ותקצה את משאביה למשתמש היעיל ביותר. לבעלי התביעות השונות אין השפעה על קביעת השווי האמור.⁶³ מנגד, נטענה הטענה כי בכל דגם של הבראה יבואו לידי ביטוי ניגודי העניינים שבין קבוצות הנושים, ובינן לבין בעלי המניות. כך, למשל, במשטר של מכירות פומביות יתווכחו הצדדים על אופני המכירה ועל כללי המשחק שלה.⁶⁴

- George J. Stigler, *A Theory of Oligopoly*, 72 J. POL. ECON. 44, 48–49 (1964); Robert Hauswald & Robert Marquez, *Competition and Strategic Focus in Lending Relationships* (Oct. 2000), available at: <http://ssrn.com/abstract=257649>; Allen N. Berger, Leora F. Klapper & Gregory F. Udell, *The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Businesses*, 25 J. BANK. & FIN. 2127 (2001); Steven Ongena & David C. Smith, *What Determines the Number of Bank Relationships?*, 9 J. FIN. INTERMEDIATION 26 (2000)
- 60 לדיון מעמיק בהגבל העסקי העלול להיווצר בין בנקים במשק המתאפיין בריכוזיות בנקאית גבוהה ובהשפעתו השלילית על מימון של רכישת חברות בהבראה ראו David Hahn, *When Bankruptcy Meets Antitrust: The Case for Non-Cash Auctions in Concentrated Banking Markets*, 11 STAN. J. L. BUS. & FIN. 28, 54–63 (2005). והאסמכתאות המובאות שם.
- 61 על שינוי שוק האשראי בישראל ראו לעיל פרקים חמישי ושישי.
- 62 ראו גם Douglas G. Baird & Thomas H. Jackson, *Corporate Reorganizations and the Treatment of Secured Creditors in Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy*, 51 U. CHI. L. REV. 97 (1984).
- 63 Baird, לעיל ה"ש 11, בעמ' 638.
- 64 Sugato Bhattacharyya & Rajdeep Singh, *The Resolution of Bankruptcy by Auction: Allocating the Residual Right of Design*, 54 J. FIN. ECON. 269, 287–288 (1999)

22.18 מלומדים בכירים בארצות-הברית נדרשו לקשיי ההערכה המוחרפים עקב ניגודי העניינים בין בעלי התביעות השונות וביקשו ליישבם באמצעות פיתוח דגמים משוכללים להבראת חברה. הדגמים בחלקם נדרשים לכוחות השוק כבהבראה חיצונית וחלק עונה במתכונתו על תבנית ההבראה הפנימית. עם זה, לכולם מכנה משותף. המכנה המשותף הוא ניסיון להמיר את זכויות כל הנושים ובעלי המניות בזכויות בעלות אופי שווה. כל הפעולות הפיננסיות בשלב ההיחלצות מהליך ההבראה תיעשינה כלפי הזכויות האחידות. האחדת הזכויות אמורה ליטול את העוקץ מן החיכוך המתמיד בין קבוצות העניין השונות. להלן יוצגו בקצרה הדגמים המוצעים.

1. הצגת ההצעות

(א) הצעת Bebhuk

22.19 פרופ' Bebhuk מאוניברסיטת הרווארד הציע, בשנת 1988, להקצות לכל הנושים ובעלי המניות של חברה הנתונה בהליך הבראה זכויות חדשות בחברה.⁶⁵ לפי הצעתו, הנושים אשר להם זכות הבכורה בפירעון על פי דין, כלומר הנושים המובטחים, יזכו לפי שעה בכל הזכויות ההוניות בחברה המבראה. לצד זאת, יוקצו זכויות רכישה (buy-out options, בלע"ז) לכל הנושים הנחותים בעדיפות פירעונם מן הנושים המובטחים ולכל בעלי המניות המסורתיים של החברה. זכויות הרכישה מקנות למחזיקים בהן את הזכות לרכוש את הזכויות ההוניות בחברה מידי הקבוצות העדיפות מהם על פי דין. מימוש זכויות הרכישה יתחיל בקבוצה הנחותה בפירעונה מכול, ויסתיים בקבוצה העדיפה ביותר. כלומר, ראשונים יהיו זכאים בעלי המניות המסורתיים של החברה לממש את זכויות הרכישה ולרכוש מידי כל קבוצות הנושים שמעליהם את הזכויות ההוניות בחברה המבראה. זכות הרכישה תמומש באופן יחידני על ידי כל אחד מבעלי הזכות בקבוצה. החלטתו אם לממש או להימנע מלממש אינה תלויה בהחלטה קבוצתית. מחיר המימוש יהיה תשלום מלוא חובותיהם של כל הנושים העדיפים, כאשר כל יחיד הבוחר לממש ישלם את חלקו היחסי. אם בעלי המניות יימנעו מלממש את זכויותיהם (מן הסתם, משום ששווי החברה, להערכתם, נמוך מסך כל החובות האמורים), תועברנה זכויות הרכישה לקבוצה שמעליהם, כלומר לנושים הלא-מובטחים. עתה יוכלו אלה לרכוש מידי הנושים העדיפים מהם, הנושים המובטחים, את הזכויות ההוניות בחברה תמורת פירעון החובות המובטחים. אם אף הם יימנעו מלממש את זכויות הרכישה שלהם, תישארנה הזכויות ההוניות בחברה בידי הנושים המובטחים. שיטה זו תחשוף אפוא את השווי הכלכלי האמיתי של החברה, שכן כל קבוצה של בעלי תביעות, יהיו אלה נושים קודמים או בעלי מניות, תזכה בהזדמנות להעריך את שווי החברה ולממש בפועל את הערכתה בלי ששונות התביעות של הקבוצות השונות תביא לידי הערכת שווי מוטות.

65 Bebhuk, לעיל ה"ש 6.

(ב) הצעת AHM

22.20 הכלכלנים Aghion, Hart ו-Moore (AHM) הציעו אף הם הצעה דומה להצעת זכויות הרכישה של Bebchuk.⁶⁶ אולם, לשיטתם, מימוש זכויות הרכישה יהיה אך שלב ראשון שבו ייקבע מי הם, לפי שעה, בעלי הזכויות ההוניות בחברה. בשלב שני תועמד השליטה בחברה למכירה פומבית. התמורה במכירה הפומבית עשויה להיות כסף מזומן, אך עשויה להיות אף תמורה שאינה במזומן. בעלי הזכויות ההוניות, כלומר מממשי זכויות הרכישה, הם אשר יצביעו על הצעת הרכישה שתזכה בשליטה בחברה.⁶⁷ שלב המכירה הפומבית עשוי לתרום למממשי זכויות הרכישה ממד של נזילות. הם יוכלו לזכות בשווי תביעותיהם המקוריות – בין השאר, באמצעות מכירת זכויותיהם בשוק המשני. ברם, אפילו תימכר השליטה בחברה שלא תמורת כסף מזומן, עשויה המכירה הפומבית להבהיר מה יהיה כיוונה העסקי של החברה מכאן ואילך ומהן הכנסותיה הצפויות בעקבות זאת. חשוב לציין כי, לפי הצעת AHM, את ההצעות לרכישת השליטה בחברה ניתן לרכז, עובר לשלב מימוש זכויות הרכישה, בידי בעלי התביעות המסורתיים. ריכוז הצעות הרכישה בשלב מוקדם זה יסייע לבעלי התביעות להחליט אם לממש את זכויות הרכישה שהוקצו להם, אם לאו.

(ג) הצעת Adler

22.21 פרופ' Barry Adler מאוניברסיטת ניו-יורק הציע כי במקום דיני חדלות פירעון הנוהגים בכפייה, יתאפשר לכל הצדדים המעורבים (נושים חוזיים ובעלי מניות) לחרות מראש, כשהחברה היא עדיין בת פירעון, הסכם השקעה רב-צדדי בחברה אשר ייתר את הצורך בדין מתערב. לפי הצעתו, תנפיק החברה לכל המשקיעים זכויות כלפיה, שאותן הוא מכנה Chameleon Equity.⁶⁸ זכויות אלה יקנו לחלק מן המשקיעים זכויות של מניות רגילות בחברה. אחרים ירכשו זכויות בעלות שווי מוגדר העומד לפירעון בעדיפות על פני המניות, משל היו נושים. ברם, שלא כנושה המצוי, הזכויות לפי הצעתו יוגבלו מראש, באמצעות הסכמה חוזית, ולא יאפשרו גבייה יחידנית מן החברה בשעה שהיא חדלה מלפרוע חובותיה לבעלי הזכויות. ביטול יכולת הגבייה היחידנית של כל משקיע במצבים של חדלות פירעון ייתר את הצורך בדיני חדלות פירעון כופים. באין גבייה יחידנית, אין כל חשש ממירון הרסני של הנושים להיפרע מנכסי החברה. כאשר לא תוכל החברה לפרוע את חובותיה לבעלי הזכויות העדיפות מכול,

66 Philippe Aghion, Oliver Hart & John Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, 8 J. L. ECON. & ORG. 523 (1992); Philippe Aghion, Oliver Hart & John Moore, *Improving Bankruptcy Procedure*, 72 WASH. U. L. Q. 849 (1994).

67 כעבור זמן קצר פרסמו שלושה גרסה חלופית להצעתם. לפי הגרסה החלופית, זכויות הרכישה החדשות יוקצו רק לנושים בלתי-מובטחים ולבעלי המניות המסורתיים, ואילו הנושים המובטחים יישארו כאלה בלא כל שינוי במעמדם. כן ימונה לחברה בעל תפקיד אשר יגיש תכנית הבראה בלעדית שתובא להצבעתם של בעלי זכויות הרכישה שמימשו אותן. גרסה זו נמנעת מעריכת מכירה פומבית לגורמים חיצוניים. ראו Philippe Aghion, Oliver Hart & John Moore, *Insolvency Reform in the UK: A Revised Proposal*, 11 INSOL. L. & PRAC. 4 (1995).

68 Barry E. Adler, *Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy*, 45 STAN. L. REV. 311 (1993).

תומרנה מאליהן זכויות התביעה, העדיפות מהזכויות ההוניות, בזכויות הוניות שיוניות.⁶⁹ בעלי זכויות אלה יהפכו מעתה לבעלי ההון העצמי של החברה. בעלי הזכויות הנחותות מהן יוצאו מן החברה, בהיותם "מחוקן לכסף".⁷⁰ לאמיתו של דבר, הצעה זו אינה אלא הצעה לייתר את דיני חדלות הפירעון ולעבור לפעילות עסקית באמצעות חברות שהונן מאורגן ומושתת בעיקר על מניות רגילות ועל מניות בכורה, תוך זניחת זכויות התביעה המסורתיות של נושים.⁷¹

2. ביקורת ההצעות

(א) קשיי מימון

22.22 ההצעות האמורות מצטיינות במקוריותן ובהצעת מנגנון הנראה יעיל דיו לאיתור כלכלי של בעלי הזכות הכלכלית השיוויונית במשאבי החברה. אכן, בין לפי הצעת Bebhuk ובין לפי הצעת AHM, מימוש זכויות הרכישה יגלגל את השליטה בחברה באופן כלכלי חופשי לידי משתמשיה היעילים. ברם, כשל מעשי ניכר נותר רובן לפתחן. זהו כשל המימון. כל אחת מהצעות אלה מושתתת על מימוש זכויות הרכישה בידי בעלי תביעות אשר השתייכו, לפנים, לקבוצת פירעון נחותה. ההנחה שביסוד ההצעות היא כי בעלי התביעות יימנעו מלממש את זכויות הרכישה שבידיהם רק אם שווי החברה, לפי הערכתם הכלכלית, נמוך משיעור התשלום שהם נדרשים לשלם כדי לפדותה מידי בעלי התביעות העדיפים מהם. ואילו בנסיבות שבהן שווי החברה לפי הערכתם גבוה משיעור התשלום לקבוצת העדיפות, יממשו אלה שהחזיקו בידיהם את התביעות הנחותות כלפי רכוש החברה את זכויות הרכישה שהוקצו להם. דא עקא, הנחת יסוד זו לא בהכרח תעמוד במבחן המציאות. החשש הוא כי, בשל קשיי מימון, יימנעו בעלי זכויות הרכישה מלממש את הזכויות גם בנסיבות המקרה השני, שכן לשם מימוש זכויות הרכישה יידרשו בעלי הזכויות לשלם כסף מזומן לבעלי התביעות העדיפות מהם. גיוס הכסף המזומן הדרוש לשם כך, אשר מסתכם ברוב המקרים בסכום נכבד, אינו משימה כה קלה. הדיון לעיל בהבראות חיצוניות עמד בהרחבה על קשיי המימון שרוכש-בכוח – הנדרש לשלם דווקא בכסף מזומן לשם רכישת השליטה בחברה – נתקל בהם. קשיים אלה כללו את בעיית המימון בעת משבר כלכלי ענפי, בעיית המימון של חברות פרטיות, אשר ניירות הערך שלהן אינם נסחרים בשוק ההון, ובעיית המימון הבנקאי בשוק אשראי ריכוזי.⁷² קשיי מימון אלה מחלישים גם את מעשיות הצעותיהם של Bebhuk ושל AHM. בשל קשיי המימון האמורים, עלולים בעלי זכויות הרכישה שלא לממש את

69 כאשר יש בחברה כמה סוגי תביעות (נושים), ועדיפות פנימית ביניהם, תועברנה הזכויות ההוניות מבעלי המניות לסוג התביעות הנחות ביותר. אם גם הללו לא יוכלו כעבור זמן לקיים את התחייבויות הפירעון לנושים העדיפים מהם, תופקענה הזכויות ההוניות אף מהם ותועברנה לבעלי סוג התביעות שמעליהם, וכן הלאה. ראו שם, בעמ' 324–326.

70 הצעת Adler היא מעין גרסה של הצעת Bebhuk שהוזכרה לעיל. ההבדל העיקרי הוא, שהצעת Adler ממליצה להקצות מראש את הזכות לקבל את הזכויות ההוניות בחברה לבעלי התביעות העדיפות, בעת השקעתם בחברה (אף כי מימוש זכויות אלה ייעשה רק בשעת הקשיים הכספיים של החברה). לעומת זאת, הצעת Bebhuk פועלת את פעולתה רק כאשר החברה כבר נתונה בקשיים כספיים. זאת ועוד, הצעת Bebhuk פותחת פתח לבעלי הזכויות הנחותות לפדות את זכויותיהם מידי בעלי התביעות העדיפות.

71 Adler, לעיל ה"ש 68, בעמ' 332.

72 ראו הדיון לעיל בפסקה 22.16.

זכויותיהם אפילו כאשר הם אכן בעלי הזכות הכלכלית השיוויונית במשאבי החברה. אי מימוש זכויות הרכישה זה יסכל הן את השאת הפירעון לנושי החברה והן את הקצאת משאביה למשתמש היעיל ביותר. ודוקו, הצעת AHM קוראת לקיום שלב שני, שבו תתקיים מכירה פומבית של השליטה בחברה בעקבות מימוש זכויות הרכישה. ברם, כשל המימון פוגע בהצעתם כבר בשלב הראשון, שבו בעלי זכויות הרכישה נדרשים לממש את זכויותיהם לרכוש את השליטה מידי בעלי התביעות העדיפים מהם, או להסתלק מכל תביעה כלפי משאבי החברה.

22.23 קושי יישומי נוסף בשתי הצעות אלה טמון בכך שלשם ביצוען יש לזהות תחילה את כל הנושים ובעלי התביעות בחברה ולקבוע את שיעור הזכות של כל אחד מהם. דא עקא, עניין זה שלעצמו דורש זמן והוא כרוך בביירוים ובמחלוקות חריפות. הצעות אלה אינן מתמודדות עם אופן יישוב המחלוקות ועם זיהוי הזכויות של כל בעלי התביעות, עובר להקצאת הזכויות החדשות.⁷³

(ב) חוסר המעשיות שבהצעת Adler

22.24 הצעת Adler לוקה בחוסר מעשיות. כפי שמציע ההצעה עצמו מודה, לשם יישומה יידרשו שינויים מפליגים בענפי משפט שונים, לא רק בדיני חדלות הפירעון. על הדין יהיה לשנות את מערכת התמריצים למימון חברה באמצעות חובות. תמריצים כאמור קבועים, בין השאר, בדיני השעבודים ובדיני המסים. יתרה מזו, כל עוד הקצאת הזכויות שמציע Adler היא חוזית, לא יהיה אפשר לחסום לחלוטין את יכולת החברה ליצור חובות אף במובנם המסורתי. די יהיה בחוב אחד כאמור כדי לסלול את דרכו של הנושה, או של החברה, להליך רשמי של חדלות פירעון. לפיכך, כהודאתו של Adler עצמו, מעשיותה של הצעה זו מוטלת בספק.⁷⁴

3. ההצעות בגרסאותיהן המשופרות וביקורתן

22.25 קשיי המימון העומדים בעוכרי ההצעות האמורות לא נעלמו מעיניהם של מציעי הצעות אלה עצמם. כעבור שנים ספורות מפרסום הצעתם המקורית, חברו Hart ו-Moore לצמד חוקרים נוסף, La Porta Drago ו-Lopez-de-Silanes, ופרסמו גרסה משופרת להצעה המקורית של AHM.⁷⁵ הצעה זו, שתכונה הצעת HLLM, נועדה בעיקר להתמודד עם קשיי המימון האמורים. כאמור, כשל המימון פגם בשלב הראשון של הצעתם המקורית – כלומר, ביכולתם של בעלי זכויות הרכישה לממש בפועל את זכויות הרכישה שבידיהם. לשם תיקון ליקוי זה, קוראת הצעת HLLM לאפשר לבעלי זכויות הרכישה למוכרן בשוק לפני מימושן.⁷⁶ כך יוכלו הזכויות לעבור לידי גורם בעל יכולת כספית לממשן. אכן, אם

73 Stephen J. Lubben, *Some Realism about Reorganization: Explaining the Failure of Chapter 11 Theory*, 106 DICK. L. REV. 267 (2001).

74 Adler, לעיל ה"ש 68, בעמ' 333 ואילך.

75 Oliver D. Hart, Rafael La Porta Drago, Florencio Lopez-de-Silanes & John H. Moore, *A New Bankruptcy Procedure that Uses Multiple Auctions*, 41 EUR. ECON. REV. 461 (1997).

76 לפי הצעה זו, ייתכן אפוא שתתקיים מכירה בשוק של זכויות הרכישה בשלב המוקדם, ויתכן – ובלא קשר לכך – גם מכירה פומבית של משאבי החברה בשלב המאוחר, לאחר מימושן של זכויות הרכישה. משום כך, התייחסו מציעים אלה להצעתם בשם multiple auctions.

זכויות הרכישה יירכשו כיחידות קטנות ונפרדות, בגלמן תביעה כספית או זכות הונית בחברה ציבורית גדולה ומסועפת, ייתכן שהצעת HLLM תשכיל להתמודד בהצלחה עם קשיי המימון. לא כן באשר לחברה פרטית, שכן מניותיה והתביעות הכספיות כלפיה אינן נסחרות בשוק מפותח. זאת ועוד, אפילו בחברה ציבורית, רוכש שיבקש לרכוש את השליטה בחברה כולה יידרש עדיין להשקיע סכום נכבד במזומן כדי לרכוש את זכויות הרכישה מידי בעליהן. כאן תשוב ותתעורר בעיית המימון במלוא עוזה ותוחרף פי כמה בשוק הממומן בעיקרו באמצעות אשראי בנקאי ריכוזי.⁷⁷

22.26 אף Bebhuk נדרש כעבור שנים להצעתו המקורית וביקש להתמודד עם טיעוני הביקורת שהועלו כלפיה.⁷⁸ בנסותו להתמודד עם הטענות בדבר קשיי המימון הוא טוען כי בחברות ציבוריות, שבהן כל נושה וכל בעל מניות מקורי מחזיקים אך שבר מכלל התביעות הכספיות כלפי החברה, גיוס הכסף הדרוש לשם פדיון זכותו היחסית של נושה או בעל מניות כאמור לא יהווה קושי של ממש. סוף סוף, עבור כל יחידה מזכויות הרכישה, אין מדובר בסכומי כסף גבוהים במיוחד. יתרה מזו, לטענתו, בעל זכות הרכישה יוכל תמיד לממש את זכותו כשהוא מגייס לשם כך כסף באמצעות נטילת אשראי ושעבוד זכות הרכישה כבטוחה לאשראי זה. לבסוף, הוא מאמין כי יכולתו של בעל זכות הרכישה למכור, לאחר המימוש, את זכותו בשוק תסייע לו להתגבר על קשיי המימון. כאמור לעיל, כל אחת משלוש תשובות אלה אינה מתמודדת היטב עם קשיי המימון שבעלי זכות רכישה בחברה פרטית, הנקלעת לקשיים כספיים והפועלת בסביבה של בנקאות ריכוזית, צריכים להתמודד עמם ועם קשיי המימון בשעת משבר כללי במשק.⁷⁹

על ביקורת זו נוספה הטענה כלפי הצעת Bebhuk כי היא מוטה לרעת בעלי התביעות הנחותות, באלצה אותם לשלם תשלום מלא לבעלי התביעות העדיפות על כל טעות שלהם (כלומר, של בעלי התביעות הנחותות) בהערכת שווי החברה. מכיוון שבכל מקרה עליהם לנקוט פעולה, כלומר לממש את זכות הרכישה או לוותר על זכויותיהם בחברה, כל טעות בהערכת השווי מצידם תביא לידי אובדן כספי מצידם לטובת בעלי התביעות העדיפות. אם הם מעריכים, בטעות, שהחברה שווה יותר משווי התביעות העדיפות מהם, הם ישלמו בסופו של דבר לבעלי התביעות העדיפות את מלוא שיעור תביעותיהם של אלה, הגם ששיעור זה חורג משווי החברה. אם, לעומת זאת, הם מעריכים בטעות את שווי החברה בחסר, הם יימנעו מלממש את זכויות הרכישה שבידיהם ובכך יאבדו את זכויותיהם בחברה לטובת בעלי התביעות העדיפות מהם.⁸⁰ ביקורת זו חוששת מפני טעות בהערכה הכלכלית מצד בעלי זכות הרכישה. ברם, לשיטתו של Bebhuk, אכן ראוי למסור את ההערכה הכלכלית לידי בעלי זכות הרכישה. הערכתם הכלכלית היא בעיניו המהימנה מכול. ככל החלטה עסקית אחרת, אין היא חסינה מטעויות, אולם זהו חלק מן הסיכונים המובנים בעולם העסקי.

77 מבחינה מעשית, לרוכש כאמור מוטב להמתין דווקא לשלב המאוחר של ההצעה, שלב המכירה הפומבית של השליטה, ולרכוש את השליטה בחברה שלא כנגד כסף מזומן.

78 Lucian A. Bebchuk, *Using Options to Divide Value in Corporate Bankruptcy*, 44 EUR. ECON. REV. 829 (2000).

79 לעיל פסקה 22.22.

80 Alexander Dilger, *Forced to Make Mistakes: Reasons for Complaining about Bebchuk's Scheme and other Market-Oriented Insolvency Procedures*, 21 EUR. J. L. & ECON. 79 (2006).

ג. סיכום והמלצות

22.27 הדיון בפרק זה מלמד כי קיימים דגמים אפשריים שונים לחילוץ חברה מהליך של חדלות פירעון. אף לא אחד מן הדגמים חף מקשיים. הבראה פנימית חשופה לקשיים ולהטיות אפשריות בהערכת שווי החברה. עם זה, מינוי גורמים חיצוניים, כגון בעל תפקיד או מומחה כלכלי מטעמו, להערכת שווי החברה עשוי לרפא במידה ניכרת את החולשה האמורה שבהבראה פנימית. לעומת ההבראה הפנימית, נזקקת הבראה חיצונית לכוחות השוק הכלכלי. לצורך הערכת שווי החברה נהנית ההבראה החיצונית מיתרון כלכלי מובהק. על אף זאת, לטעמי, אין לאמץ שיטה כאמור באופן דווקני כמתכונת היחידה להבראת חברות. במיוחד יש להישמר מפני אימוץ גרסת ההבראה החיצונית הדורשת תשלום כסף מזומן בלבד בתמורה לרכישת השליטה במשאבי החברה. לעניות דעתי, אימוץ חד-ממדי של שיטה זו יתגלה, בסופו של דבר, כנוקשה מדי. במקרים לא-מועטים הוא יכביד על היכולת לחלץ את החברה מקשייה. אחת המגרעות המובהקות של דגם הבראה חיצונית שתמורתה כסף מזומן היא קשיי המימון שהיא משיתה על הרוכשים-בכוח. קשיים אלה פורטו בהרחבה לעיל. אמנם יש להודות כי המגמה הכללית בשוק המימון הישראלי מעידה על התקדמות ניכרת, העשויה למתן קשיים אלה. כפי שכבר נדון בפרקים חמישי ושישי, ישראל פוסעת בשנים האחרונות פסיעות גדולות לקראת ייצובה ככלכלת שוק תחרותית, בעלת שוק הון מתעורר המחליף את הריכוזיות הבנקאית שאפיינה אותה בעבר. ברם, אפילו לכשיושלם מהלך כלכלי זה, אין להסכין עם הבראה חיצונית תמורת כסף מזומן, כמהלך בלתי אֵין להבראת חברה. דגם הבראה זה לוקה בחסרונות ובמגבלות נוספים שפורטו, ובתוכם חוסר התאמתו למשבר ענפי במשק, או למשבר פיננסי כללי, כגון המשבר של שלהי שנת 2008, וחוסר רגישותו החברתית. לפיכך, כאמור, אפילו חסידיו המובהקים ביותר של דגם זה בארצות-הברית מיתנו את גישתם הנחרצת. אף הם מודים כיום כי, לצד קיומו של דגם הבראה כאמור, יש מקום לקיום מקביל של דגמי הבראה נוספים ובהם ההבראה הפנימית.⁸¹ יתרה מזו, מחקר אקדמי חדש, המשווה את היעילות היחסית של דיני חדלות פירעון בחמישים מארצות העולם, מלמד כי דיני חדלות הפירעון היעילים ביותר (כלומר, דינים המביאים לידי אשראי זמין ופיתוח כלכלי) הם אלה המאזנים כראוי בין ההגנה על זכויות הנושים לבין היכולת לאפשר לחברות שבקשיים להבריא את עצמן. ממילא, לפי מחקר זה, אין לאמץ משטר משפטי הכופה באופן נוקשה וחד-ממדי מכירה פומבית לאלתר של החברה, תוך סיכול כל אפשרות להבראתה.⁸² על כן, לטעמי, לצד מכירה פומבית של חברה שבקשיים תמורת כסף מזומן, ראוי לאפשר, כנהוג ממילא בישראל, גם מכירה של החברה לרוכשים אשר במקום תשלום במזומן יקבלו עליהם לפרוע לנושי החברה מתוך תקבולים עתידיים או אשר יקצו לנושים זכויות הוניות בחברה או בתאגיד אחר שבשליטתם. זאת ועוד, על הדין לאפשר גם קידום תכניות הבראה שבהן החברה אינה נמכרת בהכרח לרוכש חיצוני. כלומר, יש מקום לקיום הן של דגם הבראה פנימית והן של דגם הבראה חיצונית, זה לצד זה. כאמור, הן בדגם ההבראה החיצונית והן בדגם ההבראה הפנימית עשויה תכנית ההבראה להישען על הסדר כלכלי שאינו דורש תשלום לאלתר של

81 ראו, למשל, את החקיקה החדשה בשוודיה, לעיל פסקה 22.8. ראו עוד Baird & Bernstein, לעיל ה"ש 41.

82 Azar, לעיל ה"ש 23.

כסף מזומן.⁸³ מגוון האפשרויות העומדות לפני בעל התפקיד ובית המשפט בנייתוב מהליך ההבראה של חברה הוא אפוא רחב. לאור מגוון מבורך זה, דומני כי לא יהיה ראוי להגדיר את מתווה הליך ההבראה בחוק החרות.⁸⁴ עדיף כי עניין זה, אשר רב בו הממד העסקי-הכלכלי, יפותח ברגישות ובגמישות על ידי בתי המשפט לפי הנסיבות הכלכליות של כל מקרה ומקרה הנקרים לפנייהם. הליך ההבראה הקבוע בחוק נועד לשמש מסגרת משפטית להשגת פתרון כלכלי בעבור החברה וכל בעלי התביעות כלפיה. תוכנו של הפתרון הכלכלי צריך שיישאר גמיש דיו כדי לאפשר יצירתיות עסקית אשר תישא פנים לכל משבר ומאפייניו הייחודיים.

22.28 לצד דגם ההבראה הפנימית ודגם ההבראה החיצונית, נסקרו לעיל דגמי הבראה נוספים שהוצעו בספרות. דגמים אלה מבקשים לאחד את זכויותיהם של כל בעלי התביעות בפתח הליך ההבראה ולהקצות במקומן זכויות הוניות. בכך מבקשים המציעים לחסוך את ניגודי העניינים המתגלעים בין בעלי התביעות בשל ההבדלים בעדיפות פירעון זכויותיהם ולהימנע מהערכות שווי מוטות. דא עקא, גם דגמים אלה לוקים בבעיה של קשיי מימון, כדין כל הצעה הנסמכת על תשלום התמורה בכסף מזומן בעבור השליטה בחברה. לצד זאת, מכיוון שמציעי דגמים אלה נרתעים מהפעלת החברה כל עוד מפוצלות בה התביעות וכל עוד יש בה ניגודי עניינים, ממילא לא יהיה אפשר לקבל החלטה עסקית מעשית בחברה מעת פתיחת הליך חדלות הפירעון (כלומר, משלב עיכוב ההליכים) ועד ליישום הקצאת הזכויות החדשות בה ומימושן.⁸⁵ ברם, בירור זהותם של כל הנושים וגובה תביעותיהם, יישום הקצאת זכויות הרכישה ביניהם ומימושן יארך שבועות ואף חודשים אחדים. בפרק זמן זה, שבו הרציפות העסקית (כלומר, הקשרים עם ספקים ולקוחות) היא חיונית אם החברה חפצה חיים, תלקה החברה בשיתוק יחסי. על כן, בהצעות אלה חסר ממד תפעולי ולו לתקופת הביניים עד ליישום המלא של המרת זכויות המשקיעים.⁸⁶ מלבד קשיים יישומיים, סבורני כי ראוי לנקוט משנה זהירות ולגלות צניעות יחסית באימוץ דגמים חדשניים כאמור להתמודדות עם הקשיים שבהערכת שווייה של חברה הנתונה בקשיים כספיים. בכל הכבוד לשוק ההון המתעורר בישראל, אני סבור כי אל לו לשוק הישראלי ולמשפט הישראלי לשמש שדה ניסויים עולמי לשיטות ולדגמים שטרם נבחנו, הלכה למעשה, בארצות בעלות כלכלות גדולות, מנוסות ומבוססות מישראל. ראוי תחילה להמתין שדגמים אלה ייבחנו בחיי המעשה ויופעלו בארצות-הברית, ביפן או באחדות מחברות האיחוד האירופי, בטרם יאמצן המשפט הישראלי ויהפכן לדין נוהג ומחייב.

83 התחייבות תשלום של רוכש השליטה הפרושה על פני תקופה ממושכת מעוררת שאלות משפטיות נכבדות ובהן: כיצד יש לאשר הצעות כאמור באסיפות נושים? האם יש לקבל בהכרח את ההצעה הכספית הגבוהה ביותר? האם ראוי להכיר בזכות סירוב ראשון לבעלי המניות המסורתיים? שאלות אלה יידונו להלן בפרקים עשרים ושלושה, ועשרים-וארבעה.

84 ראו בהקשר זה גם את ביקורתי על מסלול "משא ומתן מוגן" הקבוע בחוק חדלות פירעון ועל היחס בינו לבין הליך ההבראה המלא. ראו לעיל פסקאות 9.56–9.64.

85 Bechuk, לעיל ה"ש 78, בעמ' 832–833.

86 ראו גם Baird, לעיל ה"ש 41.

הצבעה על תכניות הבראה

א. כללי

23.1 דיני חדלות פירעון מאפשרים לגבש תכניות הבראה במגוון דרכים. כפי שהובהר בפרק עשרים-ושניים, לעתים הפירעון לנושים אינו נעשה בכסף מזומן כי אם באמצעים הצופים פני עתיד. כך הדבר כאשר החובות לנושים מסולקים בתשלומים לשיעורים, או כאשר החובות מומרים בזכויות הוניות בחברה. מלבד דחיית הפירעון, יש שתכנית ההבראה אף מאשרת לחלק מן הנושים רק חלק מתביעתם המקורית. כך, למשל, התכנית עלולה למחוק חלק מן החובות והחברה לא תחוב עוד בפירעונם. התכנית אף עלולה להפחית את שיעור הריבית על החוב שנקבע בחוזה המקורי. שינויים כאמור, הנקבעים בתכנית הבראה, מעצבים מחדש את זכויותיהם המשפטיות של נושיה משכבר הימים.

23.2 אפילו כאשר תכנית ההבראה מעמידה למכירה את השליטה במשאבי החברה, והתמורה משולמת בכסף מזומן, עלולים הנושים לחוות שינוי בזכויות הפירעון שלהם. אמנם, כאשר התמורה משולמת בכסף מזומן, שווי משאבי החברה נקבע בברור. סכום הכסף המשולם הוא המבטא את השווי האמור. בהתאמה, אף הפירעון לנושים ודאי וברור הוא. בכסף המזומן ששילם הרוכש ייפרעו הנושים לפי סדרי הפירעון הקבועים בדין עד אשר יכלה הכסף. לכאורה, אפוא, אין לשום נושה פתחון פה בנסיבות אלה לקבול כי פגעו בזכויותיו. את אשר ישנו הוא קיבל, ואילו החלק הבלתי פרוע של תביעתו נובע מהיעדר מוכח של שווי כספי ולא מהחלטה כלשהי של גורם המבקש לפגוע בזכויותיו. ברם, תכניות הבראה שונות עשויות להפריש סכומי כסף מזומן – אשר, על פניו, זמינים לפירעון החובות לנושים המועדפים – לידי בעלי עניין כלכלי נחות, באופן יחסי, תמורת הסכמתם של האחרונים להעניק מכאן ואילך שירותים ייחודיים לחברה.¹ זאת ועוד, ההצעה הכספית המונחת על השולחן עשויה להיות מושתתת על הנחות יסוד מסוימות. ההערכה הכספית של המציע עשויה להתבסס על כך שנושים נחותים מסוימים ייפרעו, ולו באופן חלקי, ויוסיפו לעבוד בחברה אף בעתיד. בלא הסכמה כאמור מצידם, ההצעה הכספית הכללית תופחת. לפיכך, אין כל ערובה לכך שהבראה חיצונית תמורת כסף מזומן אכן תהיה חפה מהתחבטות בשאלת שווי החברה והפירעון לנושיה.²

1 תכנית מעין זו מקצה סכומי כסף לקבוצות תביעה נחותות כנגד מתן "ערך חדש" מצידן לקופת החברה. ראו על כך ביתר הרחבה להלן בפסקאות 24.11–24.14.

2 על התלות ההדדית שבין קביעת שווי החברה לבין הפירעון לנושיה השונים ראו Douglas G. Baird, *The Hidden Virtues of Chapter 11: An Overview of the Law and Economics of Financially Distressed Firms*, CHICAGO WORKING PAPERS IN LAW AND ECONOMICS No. 43 (2nd Series, March 1997), [available at: http://chicagounbound.uchicago.edu/law_and_economics/527/](http://chicagounbound.uchicago.edu/law_and_economics/527/)

23.3 תכניות הבראה תשלום כסף מזומן עשויות לקבוע גם תניות מנוגדות לכאורה. תכנית הבראה עשויה לקבוע כי נושים נחותים באופן יחסי יוותרו על מקצת תביעותיהם הכספיות כתנאי להמשך ההתקשרות המשפטית עימם בעתיד. כך, למשל, בעניין קלאבמרקט, קבעה תכנית הבראה כי עובדיה הקיימים של החברה יוותרו על זכויות כספיות שנצברו לזכותם, כגון ותק וימי מחלה, כתנאי להמשך העסקתם בחברה לאחר השלמתה של רכישת השליטה בה על ידי שופרסל.³ גם בעניין מגה הסכימו העובדים לקצץ בשכרם בהסדר הראשון שבין החברה לבין נושיה, בקיץ התשע"ה-2015, על מנת לצמצם את מספר העובדים המפוטרים.⁴ כך היה גם בעניין המרכז הרפואי הדסה, שבו הן הרופאים, הן האחיות והן העובדים המינהליים הסכימו לוותר על חלק מזכויותיהם.⁵

23.4 שינויים כאמור מעוררים מאליהם את השאלה כיצד יש לאשרם כדי שיקבלו תוקף משפטי. יש לבחון מי הגורם הראוי לאשר תכניות הבראה. כן יש לבחון אם, חרף האישור המשפטי, עלולים להימצא צדדים נפגעים מתכנית הבראה פגיעה בלתי צודקת. אם אמנם יימצא כי צדדים מסוימים נפגעים כאמור, יש לשקול אלו סעדים ראוי להעמיד לרשותם לתיקון הפגיעה בהם. שאלות אלה יידונו להלן.

ב. זהות הגורם המאשר – בעלי התביעות או בית המשפט?

23.5 תכנית הבראה היא תכנית כלכלית הטומנת בחובה שינוי בזכויות המשפטיות של אחדים מבעלי התביעות כלפי קופת החברה, יהיו אלה נושים או בעלי מניות. שינוי של זכות משפטית מוכרת מותנה, בדרך כלל, באחד משניים: הסכמה מדעת של בעל הזכות לשינוי זכותו, או מתן פיצוי כלכלי לבעל הזכות בגין הפגיעה בו הנגרמת גם אם הוא מתנגד לפגיעה האמורה.⁶ כאשר שינוי הזכויות נובע מהליך הבראה, היינו עקב מצוקה כספית של החברה, האפשרות להעניק פיצוי כלכלי בגין הפגיעה בזכות היא מוגבלת. מתן פיצוי כלכלי הוא אפשרי בעיקר כאשר נמנע מבעל הזכות קיום בעין של זכותו. כך, למשל, כאשר אדם הוא בעל זכות קניין בחלקת מקרקעין כלשהי, והמדינה מבקשת להפקיע ממנו את החלקה, ניתן לפצותו באמצעות תשלום כספי השווה בערכו לפגיעה בזכותו. ברם, כאשר הזכות שבה פוגעים היא עצמה זכות לקבל כסף, והפגיעה נובעת ממחסור בכסף, פיצוי כספי חלופי אינו כה מעשי.

3 מוזכר בפש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05, בש"א 24176/05 הנאמנים של חברת קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ נ' המוסד לביטוח לאומי, פסקה 9 (פורסם בנבו, מיום כ"ו חשוון התשס"ח, 7.11.2007). כן ראו עידו אפרתי "קלאבמרקט: נחתם הסכם המכירה לשופרסל" Ynet-כלכלה (1.9.2005), זמין באתר: <http://www.ynet.co.il/Ext/Comp/ArticleLayout/CdaArticlePrintPreview/1,2506, L-3136207,00.html>

4 פר"ק (מחוזי מרכז) 61098-06-15 בעניין מגה קמעונאות בע"מ. כן ראו עדי דברת-מזוריץ "התקדמות במו"מ עם עובדי מגה: מסכימים לקיצוץ שכר ותנאים לפרישת 120 עובדים" TheMarker (5.5.2015), זמין באתר: <http://www.themarker.com/consumer/1.2629067>

5 פר"ק (מחוזי י-ם) 14554-02-14 בעניין הסתדרות מדיצינית הדסה (בית החולים הדסה) (אישור הסדר הבראה) (פורסם בנבו, מיום כ"ב אייר התשע"ד, 22.5.2014).

6 שתי חלופות אלה הן "כלל קניין" ו"כלל אחריות", בהתאמה. ראו Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089 (1972).

23.6 בתכנית הבראה, כל "פגיעה בזכות" אינה אלא הערכה כלכלית עדכנית של שווי החברה ושל הקצאת זכויות מחודשת כלפיה המבוססת על ההערכה הכלכלית האמורה. לאמיתו של דבר, זהו עדכון מערך הזכויות כלפי החברה בהתבסס על המציאות הכלכלית הנתונה. לשון אחר, בעלי התביעות הכלכליות מקופת החברה, הקיימים ערב תחילת ההליך (להלן: הוותיקים), מושפעים במישורן משווייה העדכני. בהיותם בעלי העניין הכלכלי בקופת החברה, ראוי להותיר בידיהם את הבחינה מה שווי הקופה, כיצד יש לחלקה ביניהם ומה יעלה בגורל קופה זו מכאן ולהבא. לפיכך, את תנאיה של תכנית הבראה יש להביא לפני נושי החברה ולפני בעלי מניותיה. הנושים ובעלי המניות הם בבחינת ה"מוכרים" של קופת החברה. לפיכך, עליהם להחליט מי יהיה הקונה (בין שיהיה קונה חדש בהבראה חיצונית ובין שיהיו הם עצמם בהבראה פנימית), ומה יהיו תנאי ה"מכירה".

23.7 ודוק, בהחלטה זו טמון מוקש. לא כל הנושים ובעלי המניות הוותיקים עודם, בשלב זה, בעלי עניין כלכלי בחברה. שווי החברה הוא שקובע את בעלי העניין הכלכלי בה. רק אלה שכנגד תביעותיהם כלפי החברה או זכויותיהם בה כבעלי מניות קיים שווי בחברה בשעה זו, הם בעלי עניין כלכלי בה. דא עקא, קביעת שווי החברה היא העניין הראשון שיש לענות בו. כיצד אפוא ייקבע תחילה מי יהיה בעל הזכות להעריך את שווי החברה? כלומר, כיצד יש להעריך אלו מבין הנושים ובעלי המניות הוותיקים של החברה נותרו בעלי זכות כלכלית כלפיה אף עתה וזכאים אפוא לשמש בתפקיד ה"מוכרים". קיימות לפחות שתי אפשרויות להתמודד עם מלכוד פנימי זה. האפשרות האחת היא למסור את המשימה, קביעתו של שווי החברה, לבית המשפט. רק לכשיקבע בית המשפט את שווייה, יזכו נושיה (ובנסיבות המתאימות, אף בעלי מניותיה), אשר תביעותיהם עודן בעלות ערך כלכלי, להחליט מה יהיה אופן חלוקת הקופה ביניהם. האפשרות השנייה היא להפקיד בידי כל נושי החברה ובעלי מניותיה הוותיקים את זכות ההחלטה בעניין שווי החברה ובעניין אופן חלוקת הקופה לאור שווי זה. להלן אבחן בקפידה כל אחת מאפשרויות אלה.

1. קביעת שווי החברה בידי בית המשפט

23.8 אם שווי החברה נקבע בידי בית המשפט, זה השלב הראשון בדרך לאישורה של תכנית הבראה. בשלב זה, בית המשפט מגדיר למעשה מי נותר בעל זכות בחברה או כלפיה ומי נשאר בידיים ריקות עקב התדרדרותה הכספית. לאחר מכן, בשלב השני, יחליטו בעלי הזכויות הנותרים מה יהיה אופן חלוקתה של קופת החברה ביניהם. אמנם, לאור הקביעה המהותית של בית המשפט בשלב הראשון, ההחלטה הנמסרת לידיהם של בעלי התביעות הנותרים נראית שולית בחשיבותה.⁷ סוף סוף, אם שווי החברה כבר נקבע, אמורה חלוקת הקופה להיעשות בדיוק לפי כללי הפירעון הקבועים בדין, כלל העדיפות המוחלטת (שנהג עובר לחוק חדלות פירעון) או כלל העדיפות החלקית (שהצעתי בעבר והקבוע כיום בחוק חדלות פירעון). עם זה, להחלטתם של בעלי התביעות הנותרים עדיין עשויה להיוודע חשיבות בנוגע לאופן הפירעון של השווי האמור. בעלי התביעות הנותרים יהיו זכאים להכריע, למשל, בין שתי הצעות מתחרות המציעות לפרוע להם שווי כאמור במספר תשלומים שונה.

7 השו"ג גם לדיון בהחלטתה של סגנית הנשיאה אלשיך בעניין אפריקה ישראל, להלן פסקאות 23.56–23.61.

23.9 האפשרות שבית המשפט יקבע את שווי החברה בשלב הראשון של אישור תכנית ההבראה אינה נכונה בעיניי. הטעם לכך הוא כפול. כאשר מונחות על השולחן כמה הצעות לרכישת השליטה בחברה, כמקובל במתכונת של הבראה חיצונית, אין רבותא בקביעת שווי נפרדת ועצמאית על ידי בית המשפט. בנסיבות כאמור, בית המשפט לא ימהר לשכור את שירותיו של מומחה כלכלי כדי לקבל הערכת שווי נפרדת. בית המשפט יסתמך על ההצעות המונחות לפניו. את הגדרת בעלי הזכויות הנותרים ניתן לקבוע לפי ההצעות שהוצעו. די להידרש להצעת השווי הגבוהה ביותר. כל נושה או בעל מניות אשר נמצא "מחוץ לכסף" גם לפי הצעה זו, ייצא מן התמונה ורק הנותרים יהיו זכאים להחליט בדבר גורל החברה מכאן ואילך.⁸ לפיכך, אין צורך מיוחד בקביעה עצמאית של בית המשפט בנסיבות כאמור. אפילו בנסיבות שבהן תונח על השולחן הצעה אחת בלבד,⁹ כמקובל בהבראה פנימית, דומני כי הצדדים הנוגעים בדבר, כלומר הנושים ובעלי המניות, עשויים להעריך את ההצעה טוב יותר מבית המשפט. ככלל מקרה של פגיעה בזכות משפטית, מוטב שבעל הדבר יכריע באשר לגורל רכשו, ואין צורך להעביר את ההכרעה, מעיקרא, לידי גורם חיצוני. טעם נוסף להסתייגותי מהאפשרות שבית המשפט יקבע את שווי החברה נובע מכך שבית המשפט, כפי שכבר ציינתי, מצוי בנחיתות מקצועית יחסית בכל הנוגע ליכולת להעריך שווי כלכלי. רבים מן הנושים ומבעלי המניות, אף כי לא כולם, מצוידים בכלי ניתוח והערכה כספיים עדיפים לאין ערוך מכליו של בית המשפט. מיומנותו של בית המשפט היא בצד המשפטי, לא הכלכלי.¹⁰ על כן, עדיף להותיר את הערכת שווי החברה בידי הנושים ובעלי המניות.

23.10 עם זה, להותרתה של הערכת השווי בידי בית המשפט עשוי להיוודע יתרון. היתרון הוא שבית המשפט ישמש מעריך כלכלי נטול פניות והטיות. לעומתו, הנושים ובעלי המניות מוטים בהערכת השווי לפי מעמד פירעונם. ככל שבעל זכות הוא נחות יותר בפירעונו, תתקיים אצלו הטיה טבעית להעריך את שווי החברה גבוה ככל האפשר. והיפוכו בבעל זכות העדיף בפירעונו.¹¹ לפיכך, ניתן לסבור כי בית המשפט עשוי לשמש מועמד ראוי למילוי המשימה של הערכת השווי. ואולם, לשם כך יידרש בית המשפט לשכור את שירותיו של מעריך כלכלי מקצועי. אפילו נניח כי שוק המומחים המיומנים להערכות שווי כלכליות הוא רחב וזרוע מועמדים חסרי כל זיקה כלכלית לאחדים מן הנושים, יש לזכור כי שירותים אלה עולים כסף רב. חוות הדעת הכלכלית תדלדל אפוא עוד את קופתה המדולדלת בלאו הכי של החברה. עלות זו מפחיתה מן היעילות שבהותרת הערכתו של השווי בידי בית המשפט. על

8 מסקנה נגזרת מכך, בעיניי, היא כי אין זה ראוי שבעל התפקיד או בית המשפט יפסלו הצעות כספיות שהונחו לפניו ויקבעו כי אין להביאן לאישור הנושים ובעלי המניות. אמנם ראוי כי בעל התפקיד יישא וייתן בשם בעלי הזכויות עם כל מציע וינסה להביא לשיפור ההצעות לרכישת השליטה. ברם, בסופו של דבר, ראוי כי כל ההצעות תובאנה לפני בעלי הזכויות והם יחליטו איזו הצעה עדיפה בעיניהם. בחיי המעשה בישראל, לעומת זאת, נהוג לעתים לפסול הצעות המוגשות לבעל התפקיד, ורק ההצעה הטובה ביותר בעיני בעל התפקיד ובית המשפט מובאת לאישור הנושים. ברם, כאשר הצעה זו היא הצעה לפירעון בכסף מזומן בלבד, אין זה ברור איזה טעם עוד נותר לקבלת אישור הנושים. למעשה, בית המשפט ובעל התפקיד כבר החליטו בעבור הנושים מה הם יקבלו וכיצד. ראו גם להלן פסקה 23.16.

9 לדיון במספר ההצעות שיועלו להצבעה ראו להלן פסקאות 23.22–23.28.

10 על האתגר השיפוטי בהערכת שווי חברות, בהקשר של מיוזגים ורכישות שליטה בחברות, ראו אירית חביב-סגל **דיני חברות לאחר חוק החברות החדש** כרך ב' 591–596 (התשס"ד); רע"א 779/06 קיטאל **החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממן** (פורסם בנבו, מיום "אלול התשע"ב, 28.8.2012).

11 על ניגוד עניינים זה ראו בהרחבה לעיל פסקאות 12.34–12.35, 22.5.

כן, יש מקום לשקול התמודדות שונה עם בעיית ניגודי העניינים שבין הנושים לבין עצמם ובינם לבין בעלי המניות בעניין הערכת השווי. התמודדות כאמור קיימת באפשרות השנייה, אשר תידון בפסקאות הבאות.

2. השתתפות מלאה של כל נושי החברה ובעלי מניותיה

23.11 אפשרות זו מושתתת על תפישות העבודה של Chapter 11 לחוק חדלות הפירעון האמריקני. לפי אפשרות זו, כאשר בהבראה פנימית עסקינן, ישתתפו כל נושי החברה ובעלי מניותיה הוותיקים באישור תכנית הבראה.¹² בשלב קבלת ההחלטה על אודות גורל החברה ואופן פירעון החובות לנושיה, לא יתקיים כל סינון ראשוני של נושים ובעלי זכויות ואיש לא ייצא מן התמונה לפי שעה.¹³ תכנית הבראה המוצעת תובא לאישור לפני כל הנושים ובעלי המניות. ברם, החשש הוא, כמוכח, שבעלי הזכויות הנחותות במדרג הפירעון יאשרו כל הצעה המשיאה את השווי המוערך של החברה, בעוד עמיתיהם העדיפים בפירעון ייטו להדוף הצעה כאמור. לחלופין, כאשר תובא הצעה המצמצמת את השווי המוערך של החברה, ייטו הנושים העדיפים לאשרה ואילו בעלי התביעות הנחותות יצביעו נגדה. קיצורם של דברים, כל משתתף עלול להצביע הצבעה מוטה באופן המשרת את טובתו האישית לבדה. ההתמודדות של Chapter 11 עם חשש זה היא לשלב שימוש בגזר ומקל כלפי כל אחד מן המשתתפים המוטלים. הגזר הוא שהחלטה אשר תתקבל בהסכמת כל המשתתפים תאושר לאחר מכן, כמעט מאליה, בידי בית המשפט. בית המשפט אמנם יבחן היבטים מינהליים ודיוניים בהליך האישור בטרם ייתן אף הוא את ברכתו לתכנית הבראה ויהפוך אותה להסדר המשפטי הבלעדי המחייב את הכול. ברם, בית המשפט יימנע מלהרהר אחר הערכות השווי שביסוד התכנית. בעניין זה הוא יסיג את שיקול דעתו מפני הכרעת המשתתפים בהצבעה. לעומת זאת, המקל הוא שכאשר לא הושגה הסכמה בין כל המשתתפים בהחלטה, וקיימת קבוצה המתנגדת לתכנית, יידרש בית המשפט אף להערכת השווי שביסוד תכנית הבראה. הפעם יקבע בית המשפט בעצמו את שווי החברה. שווי זה ישמש בסיס לפירעון לנושים על פי כללי הפירעון הנוקשים הקבועים בדין. קביעת שווי זו עלולה להיות גבוהה מזו שעליה הושתתה תכנית הבראה המוצעת. קביעה כאמור תפגע בנושים העדיפים, שכן משאבי החברה לא יוקצו להם לבדם. אף בעלי התביעות הנחותים מהם יזכו לחלק כלכלי בחברה המבריאה. מאידך גיסא, קביעת השווי של בית המשפט עלולה להיות נמוכה מזו שעליה הושתתה תכנית הבראה המוצעת. במקרה כאמור, ייפגעו בעלי התביעות הנחותות אשר התכנית המוצעת הקצתה להם זכויות אשר עתה יישללו מהם. לפיכך, כל הצדדים מומרצים לפעול בשיתוף פעולה ובאווירה המקדמת פשרה והסכמה בסוגיית הקצאת הזכויות ביניהם.¹⁴ המשא ומתן על התכנית המוצעת ועל הערכת השווי שביסודה מתנהל בצל

12 Stephan Madaus, *On Decision-Making in Rescue Cases: Why Creditors and Shareholders Should Decide About a Rescue Plan*, PERSPECTIVES ON INTERNATIONAL INSOLVENCY LAW: A TRIBUTE TO BOB WESSELS 215 (Santen/van Offeren eds., 2014)

13 בהבראה חיצונית, לעומת זאת, כאשר קיימות כמה הצעות לרכישת השליטה בחברה, יודרו כאמור מן הזכות להשתתף בהחלטה כל בעלי המניות והנושים הנמצאים "מחוץ לכסף" לפי כל ההצעות.

14 ראו, למשל, Barry E. Adler, *Game-Theoretic Bankruptcy Valuation*, 41 J. LEG. STUD. 209 (2012); Charles D. Booth, *The Cramdown on Secured Creditors: An Impetus toward Settlement*, 60 AM. BANKR. L.J. 69 (1986); Richard F. Broude, *Cramdown and Chapter 11 of the Bankruptcy Code: The*

האיום, או – ליתר דיוק – חוסר הוודאות ההדדי בשאלה מה תהיה הערכת בית המשפט.¹⁵ תמריצים נוספים לשיתוף פעולה בין הצדדים הם החיסכון בעלויות הכרוכות בהערכות השווי והחשש מפני דלדול נוסף של הקופה עד להכרעה בעניין זה.

23.12 לעומת האפשרות הראשונה, לפי אפשרות זו בית המשפט אינו נדרש להעריך את שווייה הכלכלי של החברה מלכתחילה. אדרבה, הערכה זו נותרת בידי הצדדים שזכויותיהם מושפעות מהערכת השווי. לבית המשפט שמורה סמכות שיורית להעריך את שווי החברה רק כאשר הצדדים אינם מצליחים להגיע להסכמה ביניהם בעניין השווי האמור. כל אימת שבית המשפט לא יפעיל את סמכותו השיורית האמורה, הרי שזו הצלחה של המנגנון. משמע, המנגנון המשפטי הביא את הצדדים לידי הסכמה ופשרה. יטען הטוען כי פשרה זו אינה הצלחה כלל. הטענה כנגדה היא שפשרה זו אינה אלא פרי סחיטה מוצלחת של אחד הצדדים (כגון בעלי התביעות הנחותות), המנצל לרעה את חוסר הוודאות של הצד הזכאי לקבל את השווי לבדו (הנושים העדיפים) בנוגע להערכת השווי השיפוטית. במילים אחרות, הטענה היא שמנגנון זה מוטה לטובת בעלי התביעות הנחותות וחותר תחת יעילותם של כללי הפירעון שקבע הדין. ברם, טענה זו לא טענה היא. סוף סוף, כפי שהודגש כבר בפרק ראשון, שווייה של החברה שבקשיים הוא אכן הנעלם העיקרי. איש אינו יודע אל-נכון מהו השווי האמור. לפיכך, החשש מפני הערכתו העצמאית של בית המשפט הוא חשש משותף לכל הצדדים. אין לומר כי דווקא

Settlement Imperative, 39 BUS. LAW. 441 (1984); Peter F. Coogan, *Confirmation of a Plan under the Bankruptcy Code*, 32 CASE W. RES. L. REV. 301 (1982); Lawrence P. King, *Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, 53 AM. BANKR. L.J. 107 (1979). תפיסת פעולה זו נובעת מן ההשקפה הגורסת כי משא ומתן המתנהל בצלו המאיים של בית המשפט יניע צדדים לפשרות ראויות ויחסוך התמקחות יתר וקיטובי עמדות. ראו Robert H. Mnookin & Lewis Kornhauser, *Bargaining in the Shadow of the Law: The Case of Divorce*, 88 YALE L.J. 950, 969 (1979); Robert Cooter & Stephen Marks, *Bargaining in the Shadow of the Law: A Testable Model of Strategic Behavior*, 11 J. LEG. STUD. 225, 228 (1982). ראו עוד לעיל פסקה 11.34.

15 גורם אפשרי נוסף למיתון ניגודי העניינים שבין נושים עדיפים בפירעון (כגון הנושים המובטחים) לבין בעלי תביעות נחותות בפירעון, בעניין הערכת השווי שביסוד תכנית ההבראה המוצעת, הוא הנגדת העמדות התועלתניות-המוטות של הצדדים. כאשר נושה מובטח באמצעות שעבוד של נכס מסוים, קיימת אצלו נטייה להציג בשלב פתיחת ההליכים שווי מצומצם של הנכס, משום שכך הוא יוכל לדרוש הסרה של עיכוב ההליכים או, למצער, הגנה הולמת בשל השחיקה הצפויה בתביעתו המובטחת. מנגד, בעלי התביעות הנחותות יטענו לשווי גבוה של הבטוחה, דבר המייתר כל צורך להעניק הגנה הולמת נוספת לנושה. לעומת זאת, בשלב אישורה של תכנית ההבראה, עמדותיהן התועלתניות של הצדדים מתהפכות. הנושה המובטח מבקש להשיא את ערך הבטוחה לכדי שיעור מלוא חובו כדי לזכות בנתח פירעון עדיף גבוה. לעומתו, בעלי התביעות הנחותות יבקשו לצמצם את ערך הבטוחה, מתחת לשיעור חובו של הנושה המובטח, כדי שחלק מתביעת חובו לא יהיה עוד מובטח. לעומת זאת, כאשר בשעבוד רחב היקף עסקי, הצדדים דווקא נותרים עקיבים בעמדותיהם התועלתניות. הנושה המובטח מבקש כל העת להגביל את הערכת שווי נכסי החברה לכדי שיעור חובו, כדי להישאר בעל הזכות היחיד בחברה. לעומתו, בעלי התביעות הנחותות מבקשים להשיא כל העת את שווי נכסי החברה מעל לשיעור חובו של הנושה המובטח. ראו על כך בהרחבה אצל דוד האן "הגנה הולמת לחובות מובטחים בהבראת חברות" **משפטים** לב 247, 282–276 (התשס"ב). ראו עוד Ian Ayres & Eric Talley, *Solomonic Bargaining: Dividing a Legal Entitlement to Facilitate Coasean Trade*, 104 YALE L.J. 1027 (1995). ראו עוד לעיל פסקאות 12.34–12.35.

הנושים העדיפים נאלצים להתפשר ולוותר על זכאות לקבל את מלוא שווי החברה לבדם. בה-במידה, יש מקום לחשוש כי דווקא בעלי התביעות הנחותות הם המתפשרים והמסתפקים אך בחצי תאוותם, אף שהערכת השווי העצמאית עשויה להגיע לערכים כלכליים גבוהים עוד יותר מן התכנית המוצעת.¹⁶ לפיכך, הפשרה המתגבשת בתכניות הבראה המוסכמות היא הוגנת וראויה.

ג. מספר תכניות הבראה שיועלו להצבעה

1. ארצות-הברית: בלעדיות להצעת החברה

23.13 Chapter 11 קובע כי ב-120 הימים הראשונים של הליך הבראה, החברה לבדה רשאית להציע תכנית הבראה ולהעלותה להצבעה של אסיפות הנושים ושל בעלי המניות.¹⁷ כל אדם אחר, נושה או צד שלישי, מנוע בפרק זמן זה מלהציע הצעה מתחרה. אם החברה לא הציעה הצעה בתקופה האמורה, יוכל כל אדם אחר להציע הצעה עם תום פרק זמן זה. אם החברה הציעה תכנית הבראה בתוך 120 הימים האמורים, אך תכנית זו טרם אושרה על ידי האסיפות עד תום 180 ימים מפתחת ההליך, מסתיימת בלעדיותה של תכנית הבראה המוצעת וכל אדם אחר יוכל להציע הצעה שונה.¹⁸ חברה העוברת הבראה על פי Chapter 11 מנוהלת בשגרה על ידי הנהלתה (debtor-in-possession). אם החליט בית המשפט על סטייה משגרה זו ומינה בעל תפקיד (בתוך 120 או 180 הימים האמורים) מסתיימת הבלעדיות של החברה להציע תכנית הבראה.¹⁹

23.14 הפסיקה הוסיפה מגבלה נוספת על הבלעדיות שממנה נהנית החברה בהצעת תכנית הבראה. בעניין *LaSalle*²⁰ קבע בית המשפט העליון של ארצות-הברית כי אם הציעה החברה תכנית הבראה אשר פורעת פחות מ-100% לנושים ואף על פי כן מקצה ערך לבעלי המניות, ואחת מאסיפות הסוג

16 בארצות-הברית הושמעו ביקורות שהזהירו מפני הטיה מובנית של הערכות השווי לטובת בעלי התביעות הנחותות. ראו, למשל, Lucian A. Bebchuk & Howard F. Chang, *Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization*, 8 J. L. ECON. & ORG. 253 (1992); Michael Bradley & Michael Rosenzweig, *The Untenable Case for Chapter 11*, 101 YALE L.J. 1043 (1992); Barry E. Adler, *Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy*, 45 STAN. L. REV. 311 (1993). ברם, ביקורות אלה נבעו, לדעתי, מן העובדה שהנהלה (ובעקיפין, בעלי המניות הנהנים מחסדי הנהלה) היא המגבשת באופן בלעדי את תכנית הבראה המוצעת. ראו Lynn M. LoPucki, *Strange Visions in a Strange World: A Reply to Professors Bradley and Rosenzweig*, 91 MICH. L. REV. 79 (1992); Elizabeth Warren, *The Untenable Case for Repeal of Chapter 11*, 102 YALE L.J. 437 (1992); Donald R. Korobkin, *The Unwarranted Case against Corporate Reorganization: A Reply to Bradley and Rosenzweig*, 78 IOWA L. REV. 669 (1993); Jagdeep S. Bhandari & Lawrence A. Weiss, *The Untenable Case for Chapter 11: A Review of the Evidence*, 67 AM. BANKR. L.J. 131 (1993). לדיון בסוגיית הבלעדיות ראו להלן פסקאות 23.13–23.29.

17 Bankruptcy Code §1121(b), (c)(2).

18 שם, §1121(c)(3).

19 שם, §1121(c)(1).

20 Bank of America National Trust & Savings Association v. 203 North LaSalle Street Partnership, 526 U.S. 434 (1999). ראו עוד להלן פסקאות 24.11–24.14.

הצביעה נגד התכנית, התכנית לא תאושר על ידי בית המשפט ותבוטל מאליה הבלעדיות להגשת התכנית שממנה נהנתה ההנהלה. מרגע זה ועד לאישור בית המשפט, תיפתח תכנית ההבראה לתחרות חיצונית. גם צדדים אחרים יהיו זכאים להגיש תכניות הבראה משלהם. רק לאחר מכן יבחן בית המשפט את אישורן של אסיפות הסוג לתכניות השונות שהוצעו. הלכה זו פתרה את החשש כי הנהלת החברה תיטיב עם בעלי המניות של החברה על חשבון הנושים. חשש זה מתעצם אם הנהלת החברה עצמה מחזיקה אף היא במניות החברה. בנסיבות אלה, הצעת החברה מגובשת כאשר להנהלה יש עניין אישי בהצעה. לפיכך, קבעה הפסיקה שיש מקום להגביל את הבלעדיות, לפתוח את תכנית ההבראה לתחרות ולקיים בקרת שוק מאזנת.

2. פסיקת בתי המשפט בישראל

23.15 דומה כי, בהליכי ההבראה הנוהגים בישראל, ניתן לזהות לעתים הליכים שבהם מקדמים בתי המשפט מהלך תחרותי שבו הצעות שונות נבחנות זו לצד זו ומתוכן נבחרת לבסוף הצעה זוכה, ולעתים הליכים שבהם נבחנת הצעה אחת שמציעה החברה לנושיה. כך, למשל, בהליכי ההבראה הגדולים של **אפריקה ישראל**,²¹ **דלק נדל"ן**²², **הדסה**,²³ **ודואר ישראל**²⁴ נדונו הצעות של החברות בלבד, והנושים נשאו ונתנו עם החברות על הצעות אלה לשם שיפורן בטרם יאושרו. לעומת זאת, במקרים רבים, הליכי ההבראה מתועלים אל עבר מכירת החברה כעסק פעיל. בעל התפקיד המנהל את ההליך פונה בפנייה לציבור ומזמין הצעות לרכישת החברה. במקרים אלה צפויה להתפתח תחרות בין מציעים שונים. כך התנהלו הליכי ההבראה בעניין **אייס**,²⁵ בעניין **מגה**,²⁶ בעניין **קלאבמרקט**²⁷ ואחרים. לעתים, כמו בעניין **אי. די. בי**,²⁸ בעל מניות השליטה הקיים בחברה יהיה בין המציעים ולעתים, כמו בעניין **אייס**, עניין **מגה**, ועניין **ספורט ורטהיימר**²⁹ יוצעו הצעות הרכישה רק על ידי משקיעים חדשים.³⁰

23.16 במקרים שבהם מתקיימת תחרות בין הצעות לרכישת עסקי החברה שבהבראה מתעוררת שאלה נוספת: מיהו הגוף שיבחן את ההצעות השונות ויסנן עד לזיקוק ההצעה המועמדת לזכייה? אפשרות אחת היא כי ההצעות השונות יוצגו לפני אסיפות הנושים והללו יצביעו על כל ההצעות שהונחו

- 21 פר"ק (מחוזי ת"א) 10344-11-09 בעניין אפריקה ישראל להשקעות בע"מ.
 22 פר"ק (מחוזי ת"א) 62206-01-12 דלק נדל"ן בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ.
 23 לעיל ה"ש 5.
 24 פר"ק (מחוזי י-ם) 26836-07-14 בעניין חברת דואר ישראל בע"מ.
 25 פר"ק (מחוזי מרכז) 49258-07-12 בעניין אייס רשתות שיווק – מוצרי צריכה בע"מ.
 26 פר"ק (מחוזי מרכז) 31163-01-16 ר"ח טרבלסי, נאמן נ' ח.א.א. אקסטרה אחזקות בע"מ (בעניין מגה קמעונאות בע"מ).
 27 פש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05 בעניין קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ.
 28 פר"ק (מחוזי ת"א) 11478-06-13 בעניין אי. די. בי חברה לאחזקות בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ג חשון התשע"ד, 17.10.2013).
 29 פר"ק (מחוזי ת"א) 48484-11-15 בעניין ספורט ורטהיימר שיווק וסחר (1997) בע"מ.
 30 השתתפות בעל השליטה או אי השתתפותו בתחרות הצעות הרכישה של החברה היא שאלה עובדתית ולא קביעה משפטית מקדמית. ראו רע"א 8417/11 נמי נאמנויות בע"מ נ' עו"ד ברגרוזן, כונס הכנסים לחברת נ.י.ל.י נדל"ן בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ז אייר התשע"ג, 7.5.2013).

לפניהן.³¹ תוצאות ההצבעות באסיפות יקבעו את ההצעה הזוכה.³² אפשרות שנייה היא כי בעל התפקיד יבחן את ההצעות השונות שהוצעו, ישווה ביניהן ויעריך את טיבה של כל הצעה לנושים. בתום ההשוואה והסינון יציג בעל התפקיד, באישור בית המשפט, את ההצעה הטובה ביותר בעניו לאישורן של אסיפות הנושים.³³ הנושים זכאים לאשר הצעה זו או לדחותה. אם ידחה, ייתכן שיידונו מחדש הצעות אחרות שהוצעו לבעלי התפקיד. במציאות, בית המשפט שוקל בכל מקרה ומורה מראש לבעלי התפקיד אם לסנן בעצמם את ההצעות המתחרות לרכישת השליטה בחברה ולהביא, באישורו של בית המשפט, רק הצעה אחת להצבעה באסיפת הנושים, או שמא להעלות לאסיפת הנושים הצעות אחדות במקביל.³⁴ מכל מקום, כל עוד מפעיל בעל התפקיד את שיקול דעתו המקצועי, בדבר אופן ריכוז ההצעות לרכישה לפי הנחיות בית המשפט, באופן סביר ולא נפל פגם מהותי בשיקול דעתו, לא ימהר בית המשפט להתערב בשיקוליו המקצועיים של בעל התפקיד בעניין זה.³⁵ בית המשפט אינו מומחה עילאי לבחינתן מקרוב של העסקאות הכלכליות.³⁶

3. מתן בלעדיות להצעת החברה: דיון עיוני

(א) יתרונות הבלעדיות

(1) סדר ויעילות בקידום הבראת החברה

23.17 ניהול משא ומתן וקידום תכנית הבראה לחברה הם תהליך שבו נבחנות חלופות כלכליות מורכבות. אין מדובר במכירה של נכס בודד. מדובר בפעילות של עסק שלם, בעדכון זכויות גנייה וזכויות הונות כלפי החברה ובהמצאת מקורות לתשלום, בהווה ובעתיד, לצורך מימון תכנית זו. עניינים אלה דורשים מיומנות מקצועית גבוהה ומיקוד תשומת הלב של הנושאים ונותנים השונים. הצבת תכניות מורכבות שונות זו לצד זו עלולה להסיט את תשומת הלב של הצדדים הנושאים ונותנים, לזרוע בלבול ולפגום בקידומה של תכנית הבראה מוסכמת. דווקא ההתמקדות בתכנית יחידה עשויה לסייע לצדדים להתמקד בנקודות שעודן שנויות במחלוקת וללבנן כדי להגיע להסכמות. משא ומתן על

31 כך היה, למשל, בעניין קווי אשראי לישראל בע"מ (בפירוק) (פר"ק (מחוזי ת"א) 49085-11-11), שם הצביעו הנושים הן על הצעת נאמן האג"ח והן על הצעת המפרקים. לדיון בעניין קווי אשראי ראו להלן פסקאות 23.80–23.82.

32 כך הורה בית המשפט בעניין אי. די. בי לאחר שהמומחה שבדק את ההצעות לא מצא עדיפות מובהקת לאחת מהן מן האחרת. ראו בעניין אי. די. בי אחזקות, לעיל ה"ש 28 (פורסם בנבו, מיום י"ח כסלו התשע"ד, 21.11.2013). אם לא הושג הרוב המיוחס הדרוש בסעיף 350(ט) לחוק החברות כבר בשלב זה, תובא ההצעה שזכתה לרוב הגבוה יותר, בגפה, להצבעה נוספת. לדיון ברוב הדרוש לאישור הצעה באסיפת נושים ראו להלן פסקאות 23.30–23.41.

33 כך הורה בית המשפט בעניין מגה, לעיל ה"ש 26 (פורסם בנבו, מיום ח' אייר התשע"ו, 16.5.2016).

34 רע"א 4077/16 ח.א.א. אקסטרה אחזקות בע"מ נ' הנאמנים בהקפאת הליכים של מגה קמעונאות בע"מ. פסקאות 31–35 (פורסם בנבו, מיום ט"ז אייר התשע"ו, 24.5.2016).

35 ע"א 1267/16 בלו סקאי לסינג תפעולי בע"מ נ' מיטבית סיבל באר שבע 1995 בע"מ (בכינוס נכסים). פסקה 13 (פורסם בנבו, מיום כ"ו תמוז התשע"ו, 1.8.2016). ראו גם ע"א 509/00 לוי נ' הנאמן בפשיטת רגל על נכסי יצחק בילו, פ"ד נה(4) 427, 410 (התשס"א-2001).

36 עניין בלו סקאי, לעיל ה"ש 35, בפסקה 12.

תכנית הבראה יחידה מסייע אפוא לשמור על שקט תעשייתי ועל אווירה מקצועית ועניינית. באווירה כזו גוברים הסיכויים לגיבוש הסכמות ולאישור התכנית באופן ידידותי.³⁷

(2) תמריץ לפתיחה עתית בהליך הבראה

23.18 מתן בלעדיות לחברה להציג תכנית הבראה מטעמה, ללא הצבת תכנית חלופית על ידי נושה או צד שלישי כלשהו, הוא יתרון של ממש שהחברה נהנית ממנו. לחברה ניתנת הזכות להוביל את המשא ומתן ולהנהיגו, ולא להיגרר אליו ולהיות מובלת בתוכו. יתרון זה עשוי להמריץ את קברניטי החברה להיכנס להליך הבראה הרשמי ולהשתמש בו. למצער, יתרון זה עשוי להפיג חששות מובנים שמקננים בקרב קברניטי החברה בדבר ההידרשות להליך הבראה רשמי. כפי שנדון מוקדם יותר, חששות אלה גורמים, לעתים תכופות, לדחיית הקץ ולהימנעות מן השימוש העתי בהליך הבראה.³⁸ דחייה יתרה כאמור עלולה לפגוע עוד בחברה ולפגום בסיכויי היחלצותה המוצלחת מן המשבר.³⁹ לפיכך, תמריצים חיוביים המעודדים את מקבלי החלטות להשתמש בהליך ולא לחשוש יתר על המידה מפניו עשויים לסייע בהגשמת תכליתו של הליך הבראה ולהבריא באופן מעשי מספר רב יותר של חברות.

(ב) חסרונות הבלעדיות

(1) מניעת תחרות

23.19 חיסרון בולט של מתן בלעדיות לחברה להציע תכנית הבראה ולדיון בהצעה זו לבדה הוא מניעת תחרות על רכישתה של החברה, בין רכישה בפועל ובין רכישה רעיונית באמצעות ארגון מחדש של מבנה הונה.⁴⁰ באין תחרות, קטנה האפשרות להשיא את התמורה שממנה ייפרעו הנושים. אכן, הניסיון מלמד כי בהליכים שבהם הורה בית המשפט לבעלי תפקיד לפנות באופן פומבי ולהזמין הצעות לרכישת החברה, והצעות כאמור התחרו זו בזו גם בשלב הסופי, הושאה התמורה ששילם בסופו של דבר הרוכש הזוכה.⁴¹ הקניית בלעדיות לחברה על הצעת תכנית הבראה היא אפוא חסם כלכלי שעלול לפגוע בנושי החברה.⁴²

- 37 ראו גם Karen Gross & Patricia Redmond, *In Defense of Debtor Exclusivity: Assessing Four of the 1994 Amendments to the Bankruptcy Code*, 69 AM. BANKR. L.J. 287 (1995).
- 38 לעיל פסקאות 8.28–8.29, 9.34–9.35.
- 39 Barry E. Adler, Vedran Capkun & Lawrence A. Weiss, *Value Destruction in the New Era of Chapter 11*, 29 J. LAW ECON. ORG. 461 (2013).
- 40 ראו, למשל, Lynn M. LoPucki, *The Trouble with Chapter 11*, 1993 Wis. L. REV. 729 (1993); Bradley & Rosenzweig, לעיל ה"ש 16.
- 41 התחרות הסופית שנערכת על ידי בעל התפקיד בין ההצעות הגבוהות ביותר מכונה בשפת המעשה "התמחרות". ראו, למשל, עניין אי. די. בי אחזקות, לעיל ה"ש 28 (פורסם בנבו, מיום י"ד טבת התשע"ד, 17.12.2013); פר"ק (מחוזי מרכז) 25351-01-12 בעניין התחנה המרכזית החדשה בתל-אביב בע"מ (בהסדר נושים) (פורסם בנבו, מיום ז' טבת התשע"ז, 5.1.2017) (להלן: **התמח"ת**); פר"ק (מחוזי ת"א) 70553-09-16 בעניין אליעזר פישמן (פורסם בנבו, מיום א' אייר התשע"ז, 27.4.2017).
- 42 ואולם, מנגד, יש לעתים כי בתנאי שוק מוגבלים, טוב יהיה דווקא לנהל משא ומתן שקט המניב הצעה אחת, מאשר לנהל מהלך של התמחרות פומבית. כך נוהל עניין מגה בידי בעלי התפקיד. לאחר שהללו

(2) פערי מידע: הפחתת יכולת הבקרה של הנושים

23.20 בין החברה (ובעל השליטה בה) לבין נושיה קיים פער מידע.⁴³ אפילו בחברה מדווחת נהנים קברניטיה מיתרונות נגישות למידע העולה וצומח מתוך החברה. לפער מידע זה עשויה להיוודע חשיבות במהלך ניהול משא ומתן בין הצדדים על הבראת החברה. פער מידע זה מועצם כאשר ההצעה הנדונה מגובשת באופן בלעדי ומנווטת על ידי החברה והנהלתה. נדרשים אפוא אמצעים שונים על מנת לצייד גם את הנושים במידע החיוני בעבורם לשם קבלת החלטות מושכלות, ולהשוות את תנאי ההתנהלות בין הצדדים. ברי כי האמצעי החשוב מכל לשם התגברות על פער מידע הוא דרישה כלפי החברה לגילוי מידע מקיף ומלא כלפי הנושים עובר להידרשותם לתנאי תכנית הבראה המוצעת והצבעתם עליה.⁴⁴ ואולם, אמצעי נוסף לבקרת המידע שהציגה החברה לנושיה עשוי להיות תחרות הצעות.⁴⁵ כוחות השוק עשויים להציב בפני הנושים הערכות שווי נוספות, מלבד זו שעליה נסמכת החברה עצמה.⁴⁶ הערכות שווי אלה עשויות לספק בידי הנושים מידע מהימן יותר על אודות החברה ושווייה לפני שיקבלו החלטה בדבר המשך פעילותה של החברה ואופן ניהולה מכאן ולהבא.

4. חוק חדלות פירעון

23.21 בחקיקה שקדמה לחוק חדלות פירעון לא נמצאה התייחסות מפורשת לשאלה אם מוקנית לחברה זכות בלעדית להציע תכנית הבראה או זכות ההצעה קיימת לכל צד. לעומת זאת, חוק חדלות פירעון מתייחס לשאלה זו. החוק מבחין בעניין זה בין שני הליכים: הליך חדלות פירעון לפי חלק ב' לחוק,⁴⁷ ומשא ומתן מוגן לפי חלק י' לחוק. בהליך חדלות פירעון לפי חלק ב' אין לחברה זכות

בחנו בשקט ובקפידה הצעות ראשוניות שהוגשו לרכישת הרשת, הם עברו להתמקד בהצעה אחת רצינית וקידמוה לשלב האישור. עניין **מגה**, לעיל ה"ש 26.

43 פער המידע קיים, בין השאר, בהתייחס לקיומן של עילות תביעה אפשריות הקיימות לחברה או לנושיה כלפי החברה, כלפי נושאי המשרה או כלפי בעל השליטה בה. ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 42576-02-13 בעניין **אלביט הדמיה**, בפסקה 9.2 (פורסם בנבו, מיום כ"ט טבת התשע"ד, 1.1.2014).

44 לדרישת הגילוי ב-Chapter 11 ראו Bankruptcy Code §1125. ראו גם Peter F. Coogen, *Confirmation of* Richard L. Epling & Terence W. Thompson, *Securities Disclosure in Bankruptcy*, 39 BUS. LAW. 855 (1984); *a Plan Under the Bankruptcy Code*, 2 CASE W. RES. L. REV. 301 (1982).

45 לגישה המעודדת תחרות בין הצעות שונות להבראת חברה, כדי להתגבר על יתרוננו המובנה של בעל השליטה בחברה, ראו יעד רותם "הגברת התחרות על רכישת חברה שבקשיים כתיאוריה מאחדת לדיני פירוק ושיקום חברות" **דין ודברים** ט 255 (התשע"ו).

46 אלא אם כן קיים כשל שוק כלשהו המונע את הגשתן של הצעות מתחרות. לחשש כי בעל השליטה בעניין **התמח"ת הניא**, הלכה למעשה, את הגשתן של הצעות מתחרות לשלו על רכישת השליטה בחברה שבפירוק ראו עניין **התחנה המרכזית החדשה בתל-אביב**, לעיל ה"ש 41 (עמדת הכנ"ר) (מיום י"ט כסלו התשע"ו, 1.12.2015). ראו גם עניין **התחנה המרכזית החדשה בתל-אביב**, לעיל ה"ש 41 (פורסם בנבו, מיום ל' אב התשע"ז, 22.8.2017).

47 חלק ב' לחוק עוסק במאוחד בהליך חדלות פירעון של חברה, בין אם ההליך מובילה לפירוק ובין אם להבראה. ראו גם לעיל פסקה 8.57, ה"ש 138. עם זה, צפוי כי מבחינה מעשית הצבעות של אסיפות נושים תתקיימנה על תכניות הבראה ולא במימושי נכסים המובילים לפירוק חברה וחיסולה.

בלעדיות. הזכות להציע תכנית קיימת לכל צד.⁴⁸ לעומת זאת, במשא ומתן מוגן החוק מקנה לחברה בלעדיות להציע תכנית לנושיה. במהלך המשא ומתן המוגן תידון בין הצדדים הצעת החברה לבדה.⁴⁹

5. הגישה המוצעת: בלעדיות מוגבלת

23.22 הדיון שלעיל לימד כי למתן בלעדיות לחברה להציע תכנית הבראה קיימים יתרונות אחדים. ברם, למולם ניצב החיסרון הבולט של היעדר תחרותיות שעשויה להשיא את שיעור הפירעון לנושים. לעניות דעתי, שקילה יחסית של שיקולים נוגדים אלה אינה מניבה בהכרח מסקנה אחת ניצחת אשר נכונה לכל התנאים והנסיבות. דומני, כי ניתן להציע הקניה מוגבלת של בלעדיות לחברה, תוך הבחנה בין סוגי הליכי הבראה. ואולם, הצעתי זו שונה מן ההבחנה של חוק חדלות פירעון. כפי שיוברר בהמשך, אני סובר שההבחנה שעורך החוק בעניין זה אינה נכונה.

(א) הבחנה בין הבראה פנימית להבראה חיצונית

(1) הבראה פנימית ביוזמת החייב

23.23 הליך הבראה שמכוון לארגון מחדש של המבנה ההוני של החברה והקצאה מחודשת של הזכויות בה והזכויות כלפיה בין השחקנים השונים, קרי: הנושים ובעלי המניות, הוא הליך הבראה פנימי.⁵⁰ תכניות הבראה שממירות חלק נכבד מהתחייבויותיה של החברה להון עצמי מקטינות את מינופה של החברה, מייצבות אותה מבחינה הונית ועשויות להעלות את ערך המניות של כלל המחזיקים בהן, קרי: הנושים דאממול ובעלי המניות המקוריים, כאחד. גיבושן של תכניות כאמור אורך זמן ומתנהל תוך כדי משא ומתן נמשך בין הצדדים. לרוב, מהלך כאמור נפתח במשא ומתן שקט בין הצדדים, עוד בטרם הפנייה הרשמית לבית המשפט וכניסה להליך רשמי תחת כנפיו. לפיכך, כאשר מוגשת בקשה לבית המשפט לפתוח בהליך, יידעו הצדדים אל-נכון אם פניהם, נכון לאותה שעה, להבראה פנימית, אם לאו. לעניות דעתי, קיים יתרון במתן בלעדיות לחברה שיזמה את מהלך ההבראה הפנימית, השכילה להביאו לפתחו של בית המשפט ולקדמו הלאה אל קו האישור והסיום.⁵¹ כאמור, משא ומתן להבראה פנימית הוא מורכב. לשם גיבושה המוצלח של תכנית הבראה פנימית נדרשים כל הצדדים להבנה, למיומנות מקצועית, להתמקדות ולניטרול "רעשי רקע". כדי לעודד את הנהלת החברה

48 סעיף 81(א) לחוק חדלות פירעון מורה כי "לשם גיבוש הצעה לשיקום כלכלי רשאי הנאמן, בין השאר, לנהל משא ומתן מול נושים ועם כל בעל עניין אחר בהליכי חדלות הפירעון, וכן לפנות לכל אדם בבקשה להציע הצעה לתוכנית או לפרסם לציבור הזמנה להציע הצעות כאמור".

49 סעיף 339(א) לחוק חדלות פירעון קובע כי "הנושה לא יהיה רשאי להגיש בקשה להביא הסדר חוב שהציע לאישור בעלי עניין".

50 לעיל פסקאות 22.3-22.6.

51 אם נושי חברה יזמו הליך להבראתה ולהצעת תכנית הממירה את חובותיה למניות, דוגמת יוזמת הנושים בעניין אי. די. בי פיתוח (פר"ק (מחוזי ת"א) 13-04-36681 בעניין אי. די. בי חברה לפיתוח בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ' אייר התשע"ג, 30.4.2013)), אין מקום להקנות בלעדיות לשום הצעה. הטעמים לכך הם אלה: ראשית, החברה אינה מציעה דבר כי אם מפגינה גישה לעומתית המבקשת להדוף לפי שעה כל הצעה להבראתה. שנית, נושי החברה היוזמים מתעמתים מול החברה ואולי גם מול נושים אחרים שלה. לפיכך, אין זה ראוי כי הצעתם תזכה לבלעדיות. בסביבה מתעמתת כאמור פוחתים יתרונותיה של הבלעדיות. דווקא תחרות בין הצעות שונות תואמת יותר סביבה כאמור.

לפעול לטובת החברה ונושיה ולגבש תכנית הבראה, בעוד השעה כשרה לכך והדבר מעשי, טוב יהיה לאפשר לחברה שמקדמת משא ומתן עם נושיה להתמקד בהצעתה זו ולהסיר לפי שעה מן הדרך כל יומרה והצעה-בכוח מתחרה. הבלעדיות תמריץ את החברה לפנות אל בית המשפט, בעוד שהתחרות מרחיקה את החברה מכתליו ומרתיעה אותה מן ההליך הרשמי. בסביבה התחרותית, חוששת ההנהלה מפני אובדן השפעתה והיא דוחה עוד את כניסת החברה להליך הבראה רשמי תחת כנפי בית המשפט.⁵²

23.24 ואולם, להענקת בלעדיות כאמור להצעת החברה יש לקבוע גבולות. בלעדיות בלתי מוגבלת עלולה להיות מנוצלת באופן בלתי ראוי על ידי הנהלת החברה או בעלי השליטה בה, באופן שפוגע בנושים יתר על המידה, וייצא שכרה של הבלעדיות בהפסדה. לעניות דעתי, ראוי לקבוע שלושה קווי גבול שבהתקיים ולו אחד מהם תסתיים תקופת הבלעדיות של החברה וכל צד אחר יוכל אף הוא להציע תכנית הבראה לחברה. קווי גבול אלה הם:

- (א) כחלוף שלושה חודשים מיום צו פתיחת ההליך, החברה טרם הציעה תכנית מטעמה.
- (ב) אם התכנית המוצעת מותירה את השליטה בחברה בידי בעל השליטה הנוכחי.
- (ג) אם התכנית המוצעת מותירה ערך כלכלי או זכויות בחברה בידי בעלי המניות הנוכחיים, אפילו כנגד השקעת ערך חדש מצידם, ואחת או יותר מאסיפות הסוג של הנושים הצביעה נגד התכנית המוצעת.

להלן אבהיר קווי גבול אלה.

23.25 קו הגבול הראשון הוא תחימה בזמן של זכות הבלעדיות. אכן, יש מקום לתת לחברה לשאת ולתת באופן ממוקד עם נושיה, אולם יש טעם לקצוב זאת בזמן. כנהוג בחיי המעשה בבתי המשפט, יש לקצוב לצדדים מועדים לשם השגת הסכמות ביניהם. בלא זאת, החברה עלולה למשוך את המשא ומתן יתר על המידה, תוך ניצול יתרון הבלעדיות להצעת התכנית, עד שנושיה יאלצו להתפשר עימה מעבר לנדרש. קציבת זמן, שבסיומו תאבד הבלעדיות, תאזן את הכוחות היחסיים שבין החברה לבין נושיה. עם זה, ראוי לתחום זאת בפרק זמן מעשי לניהול משא ומתן ולא לקצוב זמן קצר מדי. לפיכך, אני מציע לקצוב לשלושה חודשים את פרק הזמן שבו תיהנה החברה מבלעדיות בהצעת תכנית הבראה.⁵³

23.26 קו הגבול השני נועד לשמש מענה לכוח היתר של בעל השליטה בחברה ולניצול כוחו זה לטובתו האישית ולביצור שליטתו בחברה חרף קשייה ואי עמידתה במלוא התחייבויותיה כלפי הנושים. ככלל, הבעתי עמדה אשר תומכת בהקלות אחדות לחברה, ובעקיפין לבעלי השליטה בה, בהליך ההבראה. הקלות אלה הן הותרת שיקול הדעת לבית המשפט שלא למנות בעל תפקיד לחברה,

52 אכן, לא בכדי קושר Chapter 11 בין שמירת ההנהלה בתפקידה, ואי מינוי נאמן, לבין מתן הבלעדיות לחברה להציע תכנית הבראה. ראו לעיל פסקה 23.13. שני אמצעים אלה נועדו להמריץ חברות: (א) להיזקק ל-Chapter 11 ולא להירתע ממנו, ו-(ב) לקדם הליך הבראה ידיותי וענייני בין הצדדים, ולא התנצחות.

53 עם זה, ראוי להותיר לבית המשפט שיקול דעת להאריך פרק זמן זה או לקצרו, לפי הנסיבות.

ובענייננו – גם מתן הבלעדיות בהצעת תכנית הבראה. הקלות אלה הן תמריץ לעשות שימוש בהליך ההבראה לשם פתרון מושכל ויעיל של קשיי החברה, שימור ערכה כעסק פעיל ופירעון מיטבי לנושים. עם זה, אין לחדד כי הקלות אלה מקנות יתרון ניהולי ניכר בידי בעל השליטה, אשר נהנה ממילא גם מיתרונות מידע על פני הנושים. כתוצאה מכך, החברה עלולה לא פעם להציע תכנית הבראה שלפיה ייפרעו הנושים פירעון חלקי אך עדיין תותיר את השליטה בידי בעל השליטה הקיים. תכניות והסדרים כאמור נמצאו בשוק לא אחת בשנים האחרונות.⁵⁴ ברם, כאשר ניתן להציע תכניות כאמור באופן בלעדי מתחדד ניגוד העניינים שבו מצויה החברה המציעה, אשר משקפת לא פעם בהצעתה באופן מוטא את טובתו האישית של בעל השליטה ולא בהכרח את טובת הנושים. יש להציב מענה משפטי הולם כנגד הטיה מובנית זו. אשר על כן, כל תכנית הבראה המוצעת על ידי החברה ואשר מותירה את השליטה בידי בעל השליטה הקודם, אפילו כנגד השקעה הונית חדשה מצידו,⁵⁵ תיבחן באורח זהיר וקפדני. קפדנות זו תבוטא בביטול מיידי של בלעדיות החברה בהצעת תכנית לנושים ובהעמדת הצעה זו למבחן השוק. ודוק: לשיטתי, הבלעדיות תיעצר בעצם הצעת תכנית השומרת על שליטתו של בעל השליטה הנוכחי, עוד בטרם יצביעו עליה הנושים. כלומר: לשיטתי, אפילו יצביעו הנושים באסיפותיהם בעד תכנית כזו, ראוי כי הדין יתערב באופן כופה ולא יאפשר אישור משפטי של הצעה כאמור כל עוד לא ניתנה הזדמנות לעמת הצעה זו מול הצעות אפשריות נוגדות.

23.27 קו הגבול השלישי יעצור את תקופת הבלעדיות של החברה שעה שתכנית ההבראה מקצה לנושים ערך פחות ממלוא שיעור חובותיהם ועדיין מקצה ערך לבעלי המניות, גם אם לפי תנאי התכנית המוצעים אף בעל מניות קיים לא ייוותר בעל שליטה.⁵⁶ גם כאן הבלעדיות עלולה לגרום לחברה להטות את התכנית המוצעת יתר על המידה לטובתם של בעלי המניות, בהיותם בעלי עניין אישי להיוותר עם ערך כלכלי בחברה. עם זה, עוצמת ניגוד העניינים כאן נמוכה מאשר בקו הגבול הקודם, שבו התכנית מציעה לשמר לבעל מניות את שליטתו בחברה. בשל העוצמה החלשה יותר של ניגוד העניינים בנסיבות דנן, אני מציע כי הבלעדיות תסתיים בדומה לכלל השיפוטי שנקבע בארצות-הברית בעניין *LaSalle*,⁵⁷ קרי: רק אם אסיפת נושים אחת או יותר הצביעה נגד התכנית המוצעת. בית המשפט לא יוכל להשתמש בסמכות הכפייה על סוג מתנגד בטרם יפתח תחילה לתחרות של כוחות השוק את האפשרות להציע תכניות הבראה. ואולם, אם כל אסיפות הנושים הצביעו בעד התכנית המוצעת בנסיבות דנן, ניתן יהיה לאשר את התכנית גם בבית המשפט חרף הותרת הערך לבעלי המניות. הסכמת הנושים להקצאת ערך זו – מספקת.

54 ראו, למשל, עניין **אפריקה ישראל**, לעיל ה"ש 21 (הסדר הנושים מיום כ"ב חשון התש"ע, 9.11.2009); עניין **דלק גדל"ן**, לעיל ה"ש 22; פר"ק (מחוזי ת"א) 10-09-19933 בעניין **ארזים השקעות בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ' סיון התשע"א, 22.6.2011).

55 לדיון על נפקותה של השקעה הונית חדשה מצד בעל השליטה ראו להלן פסקאות 24.11–24.14.

56 תכנית הבראה כאמור הוצעה בעניין **אלביט הדמיה**, לעיל ה"ש 43.

57 לעיל ה"ש 20.

(2) הבראה חיצונית

23.28 הליך הבראה חיצוני מקדם מכירה של פעילות החברה או של הזכויות ההוניות בה למשקיע חיצוני חדש, כאשר התמורה המשולמת או המושקעת על ידיו תשמש לפירעון או להקצאת ערך לנושים. הדברים הם פשוטים כי כאשר הליך הבראה מקודם במתווה של מכירה אין טעם בהקניית בלעדיות לחברה, או לכל גורם אחר, בהצעת תכנית הבראה. אין כאן כל משא ומתן בין החברה לבין נושיה על אופן ארגון הונה והתחייבויותיה מחדש בין השחקנים הקיימים לבדם. אלה אינן נסיבות של מיקוד תשומת לב ושל ישיבה לשולחן משא ומתן לבחינת ערך החברה וחלוקתו בין הצדדים השונים. בנסיבות של מכירה בפועל של החברה, ערך החברה ייקבע לפי ההצעות שיוגשו לרכישה. בנסיבות אלה, יש לפעול להשאת הערך המתקבל מן המכירה למשקיע חדש. לשם כך, יש לאפשר לבעל התפקיד לפנות פנייה פומבית לכל מתעניין אפשרי ברכישה, לרכז את ההצעות השונות שיוגשו ולערוך תחרות ביניהן. זו הדרך הנדרשת לשם השאת הערך שיתקבל ואשר ממנו ייפרעו הנושים. לפיכך, בהליך הבראה חיצוני, ראוי לקיים תחרות על רכישת החברה ולא להקנות לחברה בלעדיות להצעת הסכם מכירה לרוכש מסוים.⁵⁸

(ב) ביטול ההבחנה שבין שני חלקי החוק

23.29 חוק חדלות פירעון מקנה בלעדיות לחברה להציע תכנית הבראה במסגרת מסלול הבראה הקל, המכונה "משא ומתן מוגן", אולם שוללת כל בלעדיות כאמור במסלול הבראה המלא המתנהל לפי חלק ב' של החוק. לפי החוק מסלול הבראה הקל יתנהל ביוזמת החברה.⁵⁹ ייתכן שהמחוקק סבר כי מסלול זה יתנהל בשגרה במתווה של הבראה פנימית ואילו מסלול הבראה המלא יתנהל במתווה של הבראה חיצונית. ברם, אין כל צמצום או הגבלה כאמור בחלק ב' או בחלק י' של החוק. שני החלקים פתוחים לאפשרות של הבראה פנימית או חיצונית. חוק חדלות פירעון מבחין בין החלקים ומגביל את יכולת החברה להיזקק למסלול של חלק ב' או של חלק י' לפי מצבה הכספי התזרימי של החברה. אם החברה עודנה פורעת את חובות נושיה ומצהירה כי יש ביכולתה לעשות כן גם שנה קדימה, אזי היא רשאית להיזקק למסלול הבראה הקל של חלק י'.⁶⁰ אם לאו, רק הליך לפי חלק ב' פתוח לפנייה. בפרקים קודמים ביקרתי את ההבחנה שבין שני מסלולי הבראה אלה כפי שנקבעו בחוק והצעתי לבטל הבחנה זו.⁶¹ לטעמי, אין הצדקה לקיומו הנפרד של חלק י' לחוק. לאור ביקורת זו, אני סובר גם כאן כי אין לקבוע אימתי תיהנה החברה מבלעדיות להציע תכנית הבראה ואימתי היא לא תיהנה מכך לפי ההבחנה בין חלקי החוק. לטעמי, יש לקבוע את הכללים באשר למתן בלעדיות לחברה או לשלילתה לפי המבחנים שהצעתי לעיל.

58 שאלה אחרת היא מי יסנן את הצעות הרכישה השונות שהוגשו לבעלי התפקיד, ויכריע ביניהן. האם ראוי כי בעלי התפקיד יסננו את ההצעות השונות ויציגו לנושים להצבעה רק את ההצעה הטובה ביותר לפי שיקול דעתם, או שמא נכון להציג לנושים את כל ההצעות ולהותיר להצבעתם את הבחירה בהצעה הזוכה? ראו על כך לעיל פסקה 23.16.

59 סעיף 338 לחוק.

60 שם.

61 לעיל פסקאות 8.62–8.65, 9.56–9.64.

ד. הרוב הדרוש באסיפה מצביעה

23.30 כאשר האסיפות מתכנסות ודנות בתכנית ההבראה המוצעת (בהבראה פנימית), או בתכניות אחדות המוצעות להן (בהבראה חיצונית), עמדת כל אסיפה תוכרע בהצבעה. אסיפה מדברת בקול אחד. קול זה יבורר בהכרעה רובנית. ככלל, השאלה מה הרוב הדרוש לשם הכרעה המחייבת את כל רכיביה של אסיפה היא שאלה עתיקת יומין. אין על שאלה זו מענה חד-משמעי מיטבי. זהו עניין של מדיניות ושל השקפת עולם. גרדי ההתחבטות הם אלה: מצד אחד, הכרעה ברוב פשוט היא אמנם ההכרעה המשקפת היטב, מבחינה הסתברותית, את טובת כלל משתתפי האסיפה. היא אף גמישה דיה כדי למנוע ממיצועט מבוטל יחסית לבלום שינויים נדרשים ולסחוט טובות הנאה פרטיות תמורת הסרת התנגדותו.⁶² על כן, רוב פשוט הוא הרוב המתאים להנעת שינויים. מצד אחר, בעניינים אשר המחקק מבקש כי יתקבלו בכובד ראש מיוחד ותוך גילוי זהירות מופלגת, בין מחמת מהותו של הנושא הנדון ובין מחמת זאת שכל שינוי מוצע מהווה פגיעה בזכויות מוקנות, מתאימה דווקא הכרעה ברוב מיוחס.⁶³

23.31 לפי סעיף 350(ט) לחוק החברות, לשם אישור תכנית הבראה באסיפת סוג, על התכנית היה לזכות בתמיכה כפולה, בבחינת רוב מניין ורוב בניין.⁶⁴ רוב מניין, היינו רוב מספרי של המשתתפים בהצבעה (למעט הנמנעים). רוב בניין, היינו רוב ממנוי מכלל ערך התביעות (או, במקרה של מניות, מכלל הזכויות ההוניות). הרוב הנדרש מקרב המשתתפים בהצבעה הוא רוב פשוט. הרוב הנדרש מקרב סך ערך התביעות או הזכויות ההוניות המשתתפות בהצבעה הוא רוב מיוחס של 75%.⁶⁵ דרישת רוב מניין ורוב בניין האמורה נותרה ללא שינוי גם בחוק חדלות פירעון.⁶⁶ התמיכה הכפולה הנדרשת בכל אסיפה מעוררת, בהתאמה, שתי שאלות: האחת, אם ראוי שיידרש הן רוב מניין והן רוב בניין; האחרת, אם ראוי שיידרש רוב מיוחס או די ברוב פשוט. אתיחס לראשון ולשני ולאחרון אחרון.

62 זוהר גושן "הצבעה אסטרטגית בדיני חברות – בין דיקטטורה לדמוקרטיה" משפטים כג 109 (התשנ"ד).
 63 גם בתחומי משפט נוספים קבע המחוקק רוב מיוחד על מנת לבצע פעולות שונות. בתחום החוקתי, חלק מחוקי היסוד של מדינת ישראל דורשים רוב מוחלט של חברי הכנסת כדי לשנותם. ראו, למשל, סעיף 44 לחוק-יסוד: הממשלה; סעיף 7 לחוק-יסוד: חופש העיסוק; סעיף 7 לחוק-יסוד: ירושלים בירת ישראל. במקרים חריגים ביותר קובע המחוקק רוב מיוחד על מנת לשנות חוק או סעיף של חוק. כך, למשל, על מנת להדיח חבר כנסת מכהן בשל פעילות טרור נדרש רוב של 90 מחברי הכנסת – ראו סעיף 42 לחוק-יסוד: הכנסת. בדיני המקרקעין קובע המחוקק כי כדי לכפות על "דייר סרבן" תכנית פינוי-בינוי נדרש רוב של 80% מקרב בעלי הדירות במתחם, וזאת – בשל חשיבותה הרבה של זכות הקניין. ראו סעיף 2 לחוק פינוי ובינוי (פיצויים), התשס"ו-2006.

64 על העיקרון של רוב מניין ורוב בניין כעיקרון הכרעה הלכתי, ראו שו"ת מהרשד"ם, אורח חיים, סי' לז; תשובת צמח צדק המובאת ב"פתחי תשובה" על שו"ע, חו"מ, סי' קס, ס"ק (ד).

65 מקורו של סעיף 350(ט) לחוק החברות הוא סעיף 233(ב) לפקודת החברות. סעיף זה שימש בשעתו השראה לבית המשפט העליון לדרוש הצבעה תומכת של 75% מערך החובות המובטחים גם בראשית ההליך לשם אישור של הנושים המובטחים להכפפת עדיפותם לזו של מממן חדש של החברה שבהליך הבראה. ראו בר"ע MAT Investments Corp. 6418/93 כונס הנכסים של קיסריה גלניט תעשיות בע"מ וחברות אחרות, פ"ד מט(2) 685 (התשנ"ה-1995).

66 סעיף 85 לחוק.

1. דרישת רוב מניין

23.32 לעניות דעתי, הדרישה לרוב אישי מקרב משתתפי ההצבעה אינה נחוצה. טעמים אחדים לכך. ראשית, העניין הכלכלי בתנאי התכנית המוצעת לאסיפה והזכויות שאותן מבקשת התכנית לשנות הם עניין הנגזר מערך התביעה או ממספר המניות שבידיו של כל נושה או בעל מניות. אין דומה הנושה שתביעתו היא שקל אחד לנושה שתביעתו היא מאה שקלים. ההשפעה הכלכלית של התכנית על האחרון, אם לטוב ואם לרע, גדולה פי מאה מהשפעתה על הראשון. על כן, שקלול ערך התביעה או מספר המניות שבידי כל מצביע הוא בעיניי המדרד המתאים היחיד לבחינת העדפתה הכללית של האסיפה כולה. לצורך העניין, אם יהיו מאה מצביעים, אשר כל אחד מהם מחזיק בידיו תביעה בת 1 ש"ח, ומצביע נוסף המחזיק בידיו 301 ש"ח, יכריע המצביע הנוסף את הכף באסיפה בהחזיקו יותר מ-75% מסך כל התביעות באסיפה זו.⁶⁷ כך ראוי וכך נכון.⁶⁸

23.33 שנית, דרישת רוב מניין אינה תואמת את מציאות ההצבעה של אסיפות נושים בימינו. כיום, אחד מאבות הטיפוס הבולטים של נושים הוא מחזיקי האג"חים. זכויותיהם של נושים אלה מנוהלות באמצעות נאמן לסדרת האג"ח שהונפקה.⁶⁹ הנאמן מרכז את עמדותיהם של מחזיקי האג"חים השונים, מתייצב לאסיפת הנושים ומצביע בשמם כמיופה כוח. גם משקיעים מוסדיים שמתייצבים להצבעה מצביעים בשם קופות וקרנות שהן מסלולי השקעה של העמיתים. כלומר: הנושים אינם מתייצבים אישית להצבעה, כי אם שלוחם או נאמנם. לפיכך, ספירת נאמן האג"ח כנושה אחד בקרב הנושים המתייצבים להצבעה ודרישת רוב מניין מקרבם מעוותות את המציאות.

23.34 שלישית, הדרישה הנוקשה של רוב מניין עלולה להוביל להתנהלות טקטית מחושבת של נושה אשר ימחה סכומים מנשייתו לאנשים נוספים רק לשם יצירה (מלאכותית) של נושים אחדים. באמצעות ריבוי הנושים מקווה הנושה המקורי להגדיל את כוחו המספרי (אף כי לא את ערך נשייתו, כמובן) בקרב האסיפה. התנהלות כאמור עלולה להופיע אצל נושה בערך נשייה גבוהה או אצל נושה בערך נשייה נמוך. האחרון מבקש, באמצעות ביזור הנשייה, לזכות בכוח מנייני באסיפה אשר ישכיל לבלום את הנושה בעל ערך הנשייה הגבוה. זה האחרון יבקש לבזר את הנשייה לשם התגברות על הנושים בסכומים הנמוכים שהתייצבותם באסיפה עלולה לסכל לנושה בסכום הגבוה, אם הוא יתייצב לבדו, את רוב המניין. לא למותר לציין כי התנהלות טקטית כאמור אינה לתועלת.⁷⁰

67 דוגמה זו מניחה כי רוב הבניין הדרוש הוא 75%, כדרישת הדין הנוהג בישראל. לו הסתפק הדין ברוב פשוט, היה המצביע הנוסף מכריע את הכף אפילו הסתכמה תביעתו ב-101 ש"ח בלבד. לדין על רוב בניין פשוט או רוב בניין מיוחס ראו להלן פסקאות 23.36–23.37.

68 למקרה שבו שני נושים בסכומים נמוכים ביקשו למנוע את אישורה של תכנית הבראה, כאשר הנושה בעל החוב הגבוה ובעל רוב מוחלט של ערך הנשייה תמך באישורה באסיפת הנושים, ראו פש"ר (מחוזי נצ') 401/09, בש"א 95/10 חרושת מתכת בית השיטה בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ (פורסם בנבו, י"ז שבט התש"ע, 1.2.2010) (השופט עילבוני פסל את התנגדותם של שני הנושים בסכומים הנמוכים כהתנגדות בחוסר תום לב, ואישר את ההסדר).

69 פרק ה'1 לחוק ניירות ערך.

70 עניין חרושת מתכת, לעיל ה"ש 68.

23.35 **לבסוף**, דרישת רוב המניין אינה עולה בקנה אחד עם כלל ההכרעה לפי חוק החברות בכינוס בעלי המניות. האסיפה הכללית של בעלי מניות מכריעה ברוב קולות, כאשר כל מניה נספרת כקול אחד באסיפה.⁷¹ אין חשיבות באסיפה הכללית למספר הידיים המצביעות אלא רק למספר המניות הנמנות בהצבעה. הכרעת רוב בניין זו מאפיינת את דיני החברות.⁷² זהו גם כלל ההכרעה בין מחזיקי אג"חים באסיפת מחזיקים המכונסת לפי חוק ניירות ערך.⁷³ אשר על כן, יש להצטרף כי חוק חדלות פירעון החמיץ את ההזדמנות להתנער מן הדרישה המיותרת לחישוב רוב המניין באסיפות נושים (או בעלי מניות) המתכנסות לשם הצבעה על תכנית הבראה מוצעת.⁷⁴

2. דרישת רוב בניין

23.36 כפי שהוער לעיל, השאלה אם ראוי לדרוש רוב בניין מיוחס או רוב בניין פשוט היא שאלה של מדיניות. אין עליה מענה חד-משמעי. עם זה, ראוי לציין כי המגמה הכללית המוצהרת של המחוקק בדיני החברות היא לפשט את דרך ההנהגה של שינויים במבנה החברה ובפעילותה. לפיכך, קובע חוק החברות כי החלטות באסיפה הכללית יתקבלו ברוב פשוט, אלא אם כן נקבע אחרת בתקנון החברה.⁷⁵ החוק מסתפק ברוב כאמור ואינו מבחין בעניין זה בין הנושאים השונים המובאים להחלטות האסיפה הכללית. כל החלטה, בין שגרתית ובין חריגה, בין דיונית ובין מהותית, טעונה רוב פשוט בלבד.⁷⁶ האם מגמה זו צריך אפוא שתשפיע אף על קביעת הרוב הדרוש באסיפות נושים ובעלי מניות בדיני חדלות פירעון? בעבר סברתי שהתשובה שלילית והצדקתי את הדין הנוהג שדורש רוב מיוחס של 75%.⁷⁷ ברם, בשנים האחרונות חזרתי בי. לעניות דעתי, ראוי להסתפק ברוב בניין פשוט. אכן, זהו הקו הכללי של קבלת הכרעות עסקיות בדיני החברות. קו זה יפה אף בענייננו. אמנם, ההצבעה על תכנית הבראה היא הצבעה חשובה והנושא שעל הפרק הוא כבוד משקל. ברם, גם האסיפה הכללית של בעלי מניות מצביעה על נושאים כבדי משקל דוגמת מיזוג החברה ומקבלת את ההחלטה ברוב פשוט.⁷⁸ רוב פשוט מאפשר התקדמות ושינוי. רוב מיוחס הוא בכחית העצמתו של כוח המיעוט. הוא מוצדק כאשר יש

- 71 סעיף 82 לחוק החברות. לפי סעיף זה, על העיקרון של "מניה אחת = קול אחד" ניתן להתנות בתקנון החברה. עם זה, בחברה ציבורית נדרשת השוואת זכויות ההצבעה של כל המניות מאותו סוג, מכוח הוראתו המחייבת של סעיף 46 לחוק ניירות ערך.
- 72 בדומה, באסיפת דיירים בבית משותף, לצורך קבלת הכרעה ברכוש המשותף, נהנה כל דייר מכוח הצבעה הנובע מחלק השטח היחסי של דירתו ביחס לכלל הדירות. ראו סעיף 71 לחוק המקרקעין, התשכ"ט-1969. אף זהו כלל הכרעה הנסמך על רוב בניין (תרחי משמע) בלבד.
- 73 סעיף 16ב35 לחוק ניירות ערך.
- 74 אומנם, יצוין כי גם בארצות-הברית החוק דורש הן רוב בניין והן רוב מניין בהצבעות באסיפות נושים, אך מסתפק ברוב בניין בלבד בהצבעות באסיפות בעלי מניות. ראו (d), (c) §1126 Bankruptcy Code.
- 75 סעיף 85 לחוק החברות. ראו גם סעיף 17ב35 לחוק ניירות ערך (החלטות באסיפת מחזיקי אג"ח יתקבלו ברוב פשוט, אלא אם כן נקבע אחרת בחוק או בשטר הנאמנות).
- 76 החריג העיקרוני שבו אין החוק מסתפק ברוב פשוט ודורש רוב משוכלל יותר (אף כי לא רוב מיוחס), הוא כאשר קיים ניגוד עניינים פנימי בין המצביעים השונים באסיפה הכללית. ראו, למשל, סעיפים 239(ב), 275(א)(3), 320(ג) לחוק החברות.
- 77 דוד האן **דיני חדלות פירעון** 704–706 (מהדורה ראשונה, התשס"ט).
- 78 סעיף 320(א) לחוק החברות.

כוונה להאט את יכולת השינוי ולחזק את היוותרות המצב הקיים על כנו.⁷⁹ ברם, כאשר החברה היא חדלת פירעון ובלא קידום תכנית הבראה היא צפויה להתדרדר לפירוק, חשוב לאפשר את השינוי הכלכלי ואת השינוי המשפטי הנדרשים. קידוש המצב הקיים הוא מתכון לפגיעה בערכה של החברה ועלול להסב לנושים, לעובדים, או ללקוחות הפסד גדול עוד יותר. לפיכך, כלל ההכרעה הבסיסי של רוב פשוט הוא המוצדק גם בנסיבות אלה. זכויות הנושים אמנם משתנות בתכנית הבראה, אולם הן היו נפגעות – ואפילו פגיעה חמורה יותר – ללא תכנית הבראה. לפיכך, אין לראות בתכנית הבראה המתקבלת ברוב פשוט משום פגיעה בנושים. נהפוך הוא: זהו המעט שעוד ניתן לעשות כדי למזער את הפגיעה הקיימת בזכויותיהם ממילא, עקב ההתדרדרות הכלכלית של החברה.

23.37 שלא כעמדתי האישית, יצוין כי בארצות-הברית החוק דורש רוב בניין של שני-שלישים באסיפות נושים, אך מסתפק ברוב בניין של רוב פשוט באסיפות בעלי מניות.⁸⁰ חוק החברות דרש רוב בניין מיוחס של 75% מערך החובות המיוצגים בהצבעה באסיפה לשם אישור תכנית מוצעת על ידיה.⁸¹ דרישה זו מצויה גם כיום בחוק חדלות פירעון.⁸² דין זה מעורר שאלה פרשנית: האם יש להפעיל את דרישת רוב הבניין המיוחס בכל אסיפה המתכנסת לאישור תכנית מוצעת לפי החוק, קרי: הן אסיפות נושים והן אסיפה של בעלי מניות, או שמא יש לתחום זאת לאסיפות נושים בלבד? שאלה זו עשויה להתעורר כאשר בהבראתה של חברה שנקלעה לקשיים כספיים תזרימיים מוצעת תכנית אשר תפרע לנושים את מלוא חובותיהם, גם אם בפריסה על פני זמן, ותותר עוד ערך לבעלי המניות.⁸³ האם באסיפת בעלי המניות המתכנסת על פי סעיף 350 לחוק החברות להצביע על התכנית יידרש רוב מיוחס של 75% מן המניות המשתתפות בהצבעה או שדי יהיה ברוב רגיל לשם אישור ההצעה בידי אסיפה זו? מחד גיסא, סעיף 350(ט) מתייחס לאסיפות שכונסו "לפי סעיף זה". סעיף 350(א) מתייחס בלשונו הן לאסיפות נושים והן לאסיפות של בעלי מניות. מכאן ניתן ללמוד כי לפנינו דין מיוחד אשר עשוי לגבור על הדין הכללי של חוק החברות שמסתפק ברוב פשוט לשם הכרעה באסיפת בעלי מניות. מאידך גיסא, כפי שכבר הערתי לעיל, קשה למצוא טעם מיוחד ומשכנע לדרישת הרוב המיוחס דווקא בהקשר של סעיף 350 לחוק כאשר שאר החוק זנח זה מכבר את התפישה בדבר הרוב המיוחס, שהייתה תולדת המשפט המנדטורי, ואימץ את גישת ההכרעה של הרוב הפשוט בקרב מניות מצביעות. בהיעדר טעם משכנע המבהיר את החשיבות ואת הצורך שבכלל ההכרעה של הרוב המיוחס, די' לסעיף 350 לחוק

Brett W. King, *Use of Supermajority Voting Rules in Corporate America: Majority Rule, Corporate Legitimacy, and Minority Shareholder Protection*, 21 DEL. J. CORP. L. 895 (1996) 79
 Bankruptcy Code §1126(c), (d). להצעה להסתפקות ברוב פשוט גם באישור תכניות הבראה לעסקים קטנים עד בינוניים (SMEs) בקנדה ראו Janis P. Sarra, *Micro, Small and Medium Enterprise (MSME) Insolvency in Canada*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2862039> (March 30, 2016) 80
 סעיף 350(ט) לחוק החברות. 81
 סעיף 85 לחוק. 82
 מקרה כלכלי כאמור התעורר בפר"ק (מחוזי מרכז) 18975-05-16 בעניין אלון רבוע כחול בע"מ. 83

לפעול את פעולתו בהתייחס לאוכלוסייה הייחודית המצביעה לפיו, דהיינו: הנושים. אולם, באסיפת בעלי המניות ניתן להסתפק ברוב פשוט⁸⁴ לפי העיקרון העקיב בדיני החברות.⁸⁵

3. חישוב הצבעת מחזיקי אג"ח

23.38 באסיפת נושים כיום בא לידי ביטוי גם קולם של מחזיקי אגרות החוב. ברם, אופן הצבעתם וחישוב קולותיהם לצורך זאת מעורר אתגר חישובי. מבחינה מעשית, הנאמן לסדרת אג"ח נוהג לפנות אל מחזיקי האג"ח, עובר לאסיפת הנושים, ולבקש את עמדתו של כל מחזיק אג"ח באשר לתכנית ההבראה המוצעת. הנאמן מרכז את עמדות המחזיקים ואחר כך מתייזב באסיפת הנושים ומצביע בשם ומטעמם.⁸⁶ שני משתנים משפיעים על חישוב הצבעתו של הנאמן. המשתנה האחד הוא אופן הצבעת הנאמן – המפוצלת היא אם מאוחדת? המשתנה השני הוא שיעור החוב שהנאמן מייצג בהצבעתו. לפיכך, מבחינה עיונית, קיימות ארבע אפשרויות לחישוב ערך האג"חים שמחזיקיהן מצביעים באמצעות הנאמן. לשם המחשת הדבר נניח כי סכום החוב המגולם בסדרת אג"ח הוא מיליארד אחד ש"ח. נניח עוד כי לפניית הנאמן אל מחזיקי האג"ח נענו מחזיקים שבידיהם מחצית מסכום חובות הסדרה (0.5 מיליארד ש"ח), כאשר מחזיקים שבידיהם 60% מן הסכום האמור הביעו את תמיכתם בתכנית ההבראה המוצעת ומחזיקים שבידיהם 40% מן הסכום האמור הביעו את התנגדותם לה. ארבע ההצבעות האפשרויות על ידי הנאמן הן אפוא כדלקמן:

הצבעה אחידה	הצבעה מפוצלת	
הצבעה בשם מחזיקי האג"ח שהביעו עמדתם	בעד – 0.5 מיליארד ש"ח נגד – 200 מיליון ש"ח	בעד – 300 מיליון ש"ח נגד – 200 מיליון ש"ח
הצבעה בשם הסדרה כולה	בעד – 1 מיליארד ש"ח	בעד – 600 מיליון ש"ח נגד – 400 מיליון ש"ח

84 ברי, כי אם מדובר בחברה ציבורית, ובקרב בעלי המניות קיים בעל שליטה אשר יש לו עניין אישי באישור התכנית המוצעת, יידרש רוב פשוט מקרב בעלי המניות המצביעים שאין להם עניין אישי באישור ההצעה. ראו סעיף 275(א)(3) לחוק החברות.

85 השוו ת"א (מחוזי ת"א) 67298-12-14 טלכור טלקום בע"מ נ' קיסרי (פורסם בנבו, מיום כ"ח כסלו התשע"ו, 10.12.2015) (הסתפקות ברוב פשוט באסיפת בעלי מניות בהקשר של הפסקת חובת הדיווח של תאגיד מדווח, חרף הפניית תקנה 52(א)(3) לתקנות ניירות ערך לסעיף 350(ט), הדורש רוב מיוחס של 75% בהצבעת בעלי מניות על מחיקת חברה מן המסחר בבורסה. זאת, בשל המעבר הכללי של דיני החברות לעיקרון בדבר הכרעה ברוב פשוט של מניות מצביעות).

86 מבחינה מעשית, הנאמן מקבל את עמדתם של מחזיקי האג"ח באמצעות כתבי הצבעה. מנגנון זה מוסדר בסעיף 35ב3 לחוק ניירות ערך.

23.39 מבחינה מעשית, לא הייתה בעבר מתכונת אחת קבועה להצבעת הנאמנים בשם מחזיקי האג"ח. בעניין דלק נדל"ן⁸⁷ הורה בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו (סגנית הנשיאה אלשיך) לנאמנים של סדרות האג"ח לקבץ את עמדתם המוקדמת של מחזיקי האג"ח ולאחר מכן להצביע מטעמם באסיפת הנושים במלוא ערך החובות הכלולים בסדרה. עם זה, את השאלה אם הצבעה זו תהיה הצבעה אחידה, או הצבעה מפוצלת, הותיר בית המשפט להכרעתם של מחזיקי האג"ח במסגרת עמדתם המוקדמת.⁸⁸ הלכה למעשה, מאז החלטת בית המשפט המחוזי בעניין דלק נדל"ן נוהגים נאמנים לסדרות אג"ח לרכז עמדות מוקדמות של מחזיקי האג"ח ולהצביע מטעמם לפי הנחיית בית המשפט בעניין האמור. כלומר: ההצבעה היא בשם כל ערך החוב המגולם בסדרה. הנאמנים מבקשים את עמדת המחזיקים גם באשר לשאלה אם להצביע הצבעה אחידה או מפוצלת ומציינים כי יצביעו הצבעה אחידה אם יתמכו בכך מחזיקים שבידיהם 75% מערך החובות שבהצבעה המוקדמת.

23.40 שאלה עיונית המתקשרת לאופן חישוב הצבעתם של מחזיקי האג"ח היא מיהו הנושה של החברה. האם כל מחזיק אג"ח הוא נושה כשלעצמו, ונאמן הסדרה הוא רק מיופה כוחם של הנושים- המחזיקים השונים? שמא כלפי החברה כל סדרת האג"ח היא חוב אחד כולל של נושה אחד, המיוצג בידי הנאמן לסדרה והמפוצל ליחידות-משנה שאינן מעניינה של החברה החייבת? אם כל סדרת האג"ח נחשבת לחוב אחד והנאמן הוא הנושה של החברה בשם החוב כולו, ההצבעה הראויה מכוח חוב זה היא הצבעה אחידה בערך החוב של הסדרה כולה. שלושה אופני החישוב האחרים שנמנו לעיל אינם תואמים את התפישה הרואה במלוא הסדרה חוב אחד. לעומת זאת, אם כל אג"ח הוא חוב כשלעצמו, והנאמן רק מרכז את חובות הנושים-המחזיקים השונים כנציג, כל אחד מארבעה אופני חישוב ההצבעה שנמנו לעיל הוא אפשרי מבחינה עיונית, בכפוף להסדרתו מראש בתנאי שטר הנאמנות או בהצבעה מוקדמת של מחזיקי האג"ח על כך עובר לאסיפת הנושים. אכן, אף אם כל מחזיק אג"ח הוא נושה בחברה, הוא עשוי לכפוף עצמו להכרעת רוב באשר לאופן ניהול זכויותיהם של הנושים מכוח אג"חים והניהול השוטף של האג"חים מול החברה החייבת.⁸⁹

המענה לשאלה עיונית זו מצוי בהוראות חוק ניירות ערך. פרק ה'1 לחוק, שכותרתו "תעודות התחייבות", עוסק באגרות חוב המונפקות לציבור. הפרק כולל הוראות מפורטות שבכללן החובה בדבר מינוי הנאמן, סמכויותיו, תפקידיו, חובותיו ואחריותו, חובות החברה המנפיקה, כינוס אסיפת מחזיקי אג"ח (מחוץ להליכים של חדלות פירעון) ואופן ניהולה. סעיפי חוק שונים מתייחסים במפורש להתחייבויות החברה כלפי מחזיקי האג"ח, ולא להתחייבויותיה כלפי הנאמן.⁹⁰ תפקיד הנאמן הוא

87 עניין דלק נדל"ן, לעיל ה"ש 22 (פורסם בנבו, מיום י"ח אדר התשע"ב, 12.3.2012).

88 בית המשפט הוסיף וקבע שם כי כל מחזיק אג"ח זכאי להתייצב בעצמו באסיפת הנושים ולהצביע לפי עמדתו האישית, תוך חתירתו מן העמדה הכללית של אותה סדרה כפי שהתגבשה באסיפה המקדימה. יצוין כי החלטת בית המשפט בעניין דלק נדל"ן לא נועדה לקבוע תקדים כללי, אלא נבעה מן הנסיבות המסוימות של אותו מקרה. לדיון נרחב בהחלטה זו ראו להלן פסקאות 23.62–23.69.

89 לעיקרון של שלטון הרוב בקרב המחזיקים בסדרה של אג"ח באשר לניהולה ולאכיפת זכויותיהם כלפי החברה ראו סעיף 16ב35 לחוק ניירות ערך.

90 שם, סעיפים 35ב(ב), 1ט35(א).

לייצג את מחזיקי האג"ח כלפי החברה "בכל עניין הנובע מהתחייבויות המנפיק כלפיהם".⁹¹ הזכות לאכיפת החוב כלפי החברה מסורה הן לנאמן והן למחזיקי האג"ח במישרין.⁹² העולה במקובץ מהוראות החוק האמורות הוא כי הנושה של החברה הוא כל אחד ממחזיקי האג"ח.⁹³ הנאמן הוא אך נציג מטעמם. הזכות המהותית כלפי החברה היא זכות של מחזיקי האג"ח. לפיכך, כל אחד מארבעה אופני חישוב ההצבעה המנויים לעיל הוא אפשרי מבחינה עיונית. אשר על כן, קיימת חשיבות מעשית להסדיר את אופן חישוב הצבעתם של מחזיקי האג"ח באופן מפורש ומראש, עובר לאסיפת הנושים.⁹⁴

4. בעלי זכויות שאינם נפגעים מבחינה משפטית

23.41 לבסוף, יוער כי קיימת אפשרות להציע בתכנית ההבראה לסוג נושים או לסוג מניות מסוים לקבל את מלוא זכויותיו המשפטיות, בלא כל פגיעה בהן. כך, למשל, לעתים מבקשים יוזמי תכנית ההבראה להסיר מעליהם את עולם של נושים בעלי תביעות בסכום נמוך במיוחד, או בעלי חובות קצרי מועד. לשם כך, התכנית עשויה להציע לנושים אלה פירעון במזומן של מלוא חובותיהם. נושים כאמור לא יחוו כל שינוי בזכויותיהם המשפטיות. לפיכך, גם אין מקום מלכתחילה לכנסם ולבחון את עמדתם בנוגע לתכנית ההבראה בכללותה. אין מקום לכנסם, לא באסיפה נפרדת ולא כחלק מאסיפת סוג שעמיה נמנות זכויותיהם המשפטיות הרשמיות.⁹⁵ אכן, מגמה כאמור ניכרת בעניין טש"ת.⁹⁶ בפסק דין זה נטען, בין השאר, כי בעל התפקיד חישב באופן שגוי את הרוב באסיפת הנושים המובטחים. הטענה הייתה כי בשקלול ההצבעה באסיפה זו לא התחשב בעל התפקיד בהתנגדותו של בנק אדנים. נימוקו של בעל התפקיד היה כי תביעתו של בנק אדנים נבעה מערבות שהעמיד לטובת החברה הקבלנית כלפי רוכשי הדירות. כלומר, תביעת הבנק הייתה תביעה מותנית אשר תהפוך למוחלטת בשעה שהוא יפרע את ערבותו לנושה העיקרי. ברם, מכיוון שהדירות אשר לבנייתן ערב בנק אדנים כבר נבנו, ממילא פג ערכה המשפטי של הערבות (ובהתאמה, אף של תביעת בנק אדנים כלפי טש"ת). לפיכך, אין טעם להתחשב בתביעה זו.⁹⁷ נקל להבחין כי הרעיון שביסוד טענה זו הוא אותו רעיון שלפיו אין לכלול

91 שם, סעיף 35ט(א).

92 שם, סעיפים 135(א)(3), 135ט(א).

93 ראו גם ת"צ (מחוזי ת"א) 61936-12-15 קרן פרוסט ערך II (מקבילה) נ' מימון (פורסם בנבו, מיום כ"ד שבט התשע"ז, 10.2.2017).

94 לביקורת על מוסד הנאמנות ולשאלת היחס למחזיקי האג"ח כאל קבוצה או כאל יחידים ראו Marcel Kahan, *Rethinking Corporate Bonds: The Trade-Off Between Individual and Collective Rights*, 77 N.Y.U. L. Rev. 1040 (2002).

95 ואמנם, בארצות-הברית, Chapter 11 קובע במפורש כי סוג נושים כאמור, המכונה שם unimpaired class, אינו זכאי להצביע בנוגע לתכנית ההבראה. ראו Bankruptcy Code §1124. ראו גם ע"א 691/69 השותפות בש-רבסקי נ' בנק לסחר חוץ בע"מ, פ"ד כה(1) 465 (התשל"א-1971); רע"א 5990/08 ת.ג.י. בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ (פורסם בנבו, מיום ז' תמוז התשס"ח, 10.7.2008).

96 ע"א 3225/99 שיכון עובדים בע"מ נ' טש"ת, חברה קבלנית לבנין בע"מ, פ"ד נג(5) 97 (התש"ס-1999).

97 לעצם העניין, בית המשפט דחה את נימוקו של בעל התפקיד, אך לא בדחייה עקרונית. נראה כי בית המשפט לא שלל את עמדתו של בעל התפקיד. ברם, דחיית נימוקו נבעה מכך שבעל התפקיד נקט עמדה מפלה כלפי הבנקים הערבים. בעל התפקיד הדיר מן ההצבעה רק את הבנקים הערבים אשר הודיעוהו כי הם מתנגדים לתכנית ההבראה. לעומת זאת, בנקים ערבים אשר הודיעו על תמיכתם בתכנית נכללו בחישוב הרוב באסיפת הנושים המובטחים. בסופו של דבר, אישר בית המשפט, חרף הפליה זו, את תכנית ההבראה,

נושה, הזוכה במלוא זכויותיו המשפטיות בתכנית הבראה, באסיפה המצביעה על התכנית.⁹⁸ לפיכך, יוזמי תכנית המבקשים להימנע מהתנגדות נוקשה מצד נושה עקשן במיוחד עשויים לעתים לעקוף מכשול זה באמצעות תשלום מלא לנושה זה והוצאתו מהליך ההצבעה. עם זה, הפלייתו של נושה זה לטובה תדרוש נימוק ענייני, מלבד הרצון לעקוף את התנגדותו, פן תהפוך ההתנגדות לכלי שרת בידי נושים רבים לסחיטת פירעון מלא וייחודי על חשבון יתר הנושים.⁹⁹

ה. סיווג נושים ובעלי מניות לצורך הצבעה

23.42 כבעלי הזכויות כלפי החברה, הנושים ובעלי המניות הם שיחליטו בדבר הגורל העתידי של משאבי החברה ואופן הקצאת הזכויות המעודכנות כלפיה. אולם, על החלטה כאמור להתקבל לפי כללים משפטיים המבטיחים כי ההחלטה תחייב את כל בעלי הזכויות, בלא יוצא מן הכלל. הנושים ובעלי המניות הם רבים. אישור של צדדים רבים מקשה מאוד על היכולת המעשית להחליט החלטות. ככל שרבים הצדדים בעלי זכות להביע את דעתם, הופכת הסכמה פה אחד ליעד בלתי מעשי. המציאות מלמדת כי מן הנמנע לקבל הסכמה כללית של מחליטים רבים. על כן, הסכמה פה אחד היא מתכון לשיתוק.¹⁰⁰ בענייננו, היא תכשיל כל אפשרות לעדכן את זכויותיהם של בעלי התביעות ולהתאימן למציאות הכלכלית של החברה, ותמנע אימוץ תכניות הבראה גם כשהן עדיפות לכלל מחיסול וממימוש לאלתר של נכסי החברה. לפיכך, כשהנושים ובעלי המניות רבים הם, עובר המשפט מהחלטות פה אחד להכרעות רובניות. עולה אפוא כי אף בעניין תכניות הבראה, יידרשו הנושים ובעלי המניות להצביע בעד או נגד ההצעות שיובאו לפנייהם, ולקבל את הכרעת הרוב.

1. אסיפות סוג: ההצדקה העיונית

23.43 בהכרעה רובנית גלום סיכון לעיוות ההכרעה. החשש העיקרי הוא כי מצביעים שונים לא יצביעו לפי טובת הכלל אלא לשם הפקת טובות הנאה אישיות. לשון אחר, הצבעה והכרעה רובנית באסיפה הן האופן הראוי להחלטה רק כאשר יש מכנה משותף בין כל המשתתפים.¹⁰¹ מכנה משותף זה יבטיח שהעדפתו הפרטית של כל אחד מן המשתתפים תכוון להגשים גם את טובת הכלל. בנסיבות אלה, אם יתפלגו הדעות בין המצביעים, הסיבה לכך תהיה סברות שונות של המשתתפים בהצבעה בדבר דרכי הגשמתה של טובת הכלל. לפי כללי ההסתברות, דעת הרוב אכן תגשים במרבית המקרים את טובת

מחמת הנימוק הדיוני כי הבנק הערב המופלה (בנק אדנים) לא ערער על אישור תכנית הבראה (הטענה הועלתה על ידי נושה אחר, שיכון עובדים). ראו שם, בעמ' 121.

98 ראו גם פש"ר (מחוזי ת"א) 1896/02, בש"א 10834/03 בעניין אמדר לבניין (אילת) בע"מ (בהקפאת הליכים) (פורסם בנבו, מיום ג' סיון התשס"ג, 3.6.2003) (נפסק כי הנאמן צדק עת חישב את סכום תביעתם של רוכשי הדירות כסכום הפיצויים המוסכמים שוויתרו עליו, שכן את דירתם יקבלו אם יתממש ההסכם ולפיכך אין הם תובעים את מלוא ערך הדירה).

99 עניין טש"ת, לעיל ה"ש 96, בעמ' 121.

100 ראו עוד על הקשיים המובנים בשימוש באסיפות נושים, לעיל פסקאות 10.6–10.8.

101 אוריאל פרוקצ'יה דיני חברות חדשים בישראל: דין נוהג, דין רצוי והדרך לחקיקה 308–309, 555 (התשמ"ט).

הכלל. לפיכך, ראוי לכבדה. ואולם, כאשר העדפתו הפרטית של משתתף מנוגדת להגשמת הטובה הכללית, חסר למשתתפים מעיקרא מכנה משותף המצדיק הכרעה משותפת שלהם בדבר גורלם. ניגוד העניינים שבין טובתו הפרטית של מצביע לבין טובת הכלל תגרום לו להתעלם משיקולים שבטובת הכלל. לפיכך, אין ראוי לשתפו מלכתחילה בהכרעה הגורל המשותף לכולם.¹⁰² משל למה הדבר דומה? לשלושה היושבים יחדיו בסירת הצלה לאחר שניצולו מטביעה כשאונייתם נטרפה בים. אם יאמרו שניים לחתור ימינה ואחד יאמר לחתור שמאלה, הדעת נותנת כי החתירה ימינה היא הטובה לכולם. סוף סוף, לכולם יש עניין משותף: להגיע בשלום לחוף מבטחים. ברם, אם לאחד מן השניים שתמכו בחתירה ימינה יש חליפת צלילה פרטית והוא מבקש לבזוז משלל האונייה, אין ראוי לשמוע לו. הכרעתו בבחירת כיוון החתירה עלולה לשקף את טובתו הפרטית (הבאתו אל שרידי האונייה), אפילו במחיר סיכון הכלל (הרחקתם מן החוף והחזרתם ללב ים). כדי להימנע מניגוד העניינים, וכדי ללכוד את המחליטים בעלי העניין המשותף בטובת הכלל, דורש אפוא הדין לפצל את כלל המצביעים לקבוצות משנה. כל קבוצת משנה אמורה לשקף אוסף של מצביעים בעלי עניין אחיד ומשותף המובחן מבחינה מהותית מעניינם של האחרים. זוהי החלוקה המוכרת ל"אסיפות סוג".¹⁰³ כל סוג מתכנס בגפו ומגבש את ההכרעה הרובנית שלו.¹⁰⁴ ברם, לשם כינוס אסיפות הסוג יש לברר תחילה למי מבין בעלי התביעות כלפי קופת החברה יש עניין משותף, ובין מי למי מתגלעים ניגודי עניינים. רק בעלי העניין המשותף יסווגו יחדיו.¹⁰⁵ ודוקו: לא החלופה הרובצת לפתחו של הנושה, קרי: אם מצבו בחלופה של פירוק עלול להיות עוד גרוע יותר, מגדירה את עניינו הכלכלי בתכנית ההבראה. דווקא החלק המוצע לנושה מכוח יישום תכנית ההבראה המוצעת הוא העניין הכלכלי שאותו יש לשקול.¹⁰⁶ לעומת זאת, בעלי

- 102 זוהר גושן "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות" משפטים כט 17 (התשנ"ח).
- 103 ראו, למשל, סעיף 84(א) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350(א1) לחוק החברות; ע"א 332/88 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' כונס הנכסים של כוכב השומרון בע"מ, פ"ד מד(1) 254 (התש"ן-1990) (להלן: עניין כוכב השומרון I); ע"א 359/88 סולל בונה בע"מ נ' כונס ומפרק של כוכב השומרון עמנואל בע"מ, פ"ד מה(3) 862 (התשנ"א-1991) (להלן: עניין כוכב השומרון II); עניין ט"ש"ת, לעיל ה"ש 96. ראו עוד ע"א 70/92 כלל תעשיות בע"מ נ' לאומי-פיא, חברה לניהול קרנות נאמנות בע"מ, פ"ד מז(2) 329 (התשנ"ג-1993) (דן בחלוקת בעלי המניות המצביעים בעניין שינוי זכויות ההצבעה הנלוות למניות לאסיפות סוג).
- 104 ראו, למשל, פש"ר (מחוזי ת"א) 1553/00 בעניין ברית פיקוח לקואופרציה החקלאית העובדת בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ח אלול התשס"ב, 5.9.2002); ורדה אלשיך וגדעון אורבך הקפאת הליכים – הלכה למעשה 628 (מהדורה שנייה, התשע"א).
- 105 השו" Bankruptcy Code §1122(a) ("[A] plan may place a claim or an interest in a particular class only if such claim or interest is substantially similar to the other claims or interests of such class")
- 106 ראו ע"א 2773/04 נצבא – חברה להתנחלות בע"מ נ' עטר (פורסם בנבו, מיום כ"ג כסלו התשס"ז, 14.12.2006), בפסקה 8 לפסק דינו של הנשיא (בדימ') ברק ("השוויוניות מחייבת כי התועלת שצומחת מעסקת הרכישה תחולק באופן שווה בין בעלי המניות השווים. נקודת ההשוואה היא נקודת ההשוואה בין בעלי המניות השונים במצב החדש שנוצר. אין זה נכון להשוות בין המצב החדש למצב הקודם. העובדה כי המצב החדש משפר את מצב בעלי המניות לעומת המצב הקודם אין בה כדי להוביל למסקנה שאין קיפוח. הקיפוח מתקיים מקום שיש חלוקה לא שוויונית של תועלת חדשה"). בנקודה זו טעה, לפי עניות דעתי, בית המשפט העליון בעניין כוכב השומרון II, לעיל ה"ש 103, בהסתפקו בעניין המשותף שהיה לשתי תתי-קבוצות בכך שחלופת הפירוק גרועה בעבורם יותר מהצעת ההבראה שהונחה לפנייהם לשם אישור הצבעתם באסיפה אחת. ראו על כך דיון להלן פסקאות 23.54–23.55.

העניינים המנוגדים יפוצלו. המפריד העיקרי בין נושי החברה לבין עצמם, ובינם לבין בעלי המניות, הוא מעמד היחסי במדרג הפירעון. כפי שהדגשתי לאורך הספר כולו, מעמד הפירעון השונה מטה את הערכות שווייה של החברה מצד הנושים ובעלי המניות. למען השגת אחדות שתאפשר הכרעה רובנית, יש אפוא, ככלל, מקום לסווג את תתי-הקבוצות לפי מדרג העדיפות בפירעון.¹⁰⁷

2. היחס ההפוך בין סיווג נפרד לסחטנות

23.44 קיים מתח מתמיד בין הצורך המעשי לכנס אסיפות ולקבל הכרעה רובנית למניעת כוח הסחיטה מן הפרט הסרבן, לבין השאיפה לפצל בעלי עניינים מנוגדים ולמנוע בעדם מלהצביע באסיפה משותפת.¹⁰⁸ הצורך בהכרעה רובנית מטה את הדין אל עבר קיבוץ יחדיו של פרטים רבים. באסיפה כאמור, כוחו של הפרט בהכרעה הקבוצתית דל הוא. מאידך גיסא, השאיפה לפצל בעלי עניינים מנוגדים חוזרת ומפוררת את הקבוצה לפרטים רבים. ככל שנוזק בקפידה בעלי עניינים מנוגדים, נרבה פרטים בודדים בעלי כוח הכרעה יחיד. לפיכך, דיוק ועמידה על קוצו של יו"ד בכיור עניינים מנוגדים ופיצול בעלי העניינים המנוגדים לקבוצות-משנה רבות, עלולים לחתור תחת תורת ההכרעה הקבוצתית.¹⁰⁹ אם נדרשת הסכמה של כל אחת מאסיפות הסוג לשם אישור תכנית הבראה, הרי שכל אסיפת סוג מחזיקה בידיה את המפתח לדחייתה של תכנית הבראה. כוח המיקוח של כל סוג במשא ומתן המתנהל לקראת גיבוש תכנית הבראה גדל במידה ניכרת. כל סוג מודע היטב לכך שבלעדיו לא תיכון תכנית הבראה. לפיכך, הוא עלול להקציץ את דרישותיו. הנחת כל סוג היא שכל עוד הסוגים האחרים מעוניינים בתכנית הבראה, הם יותרו לו בשלב מסוים וייענו לדרישותיו.¹¹⁰ קלף המיקוח היחיד שמחזיקים יתר הסוגים כלפי סוג תובעני מיוחד הוא שאם דרישותיו ימתחו לטעמם את החבל יתר על המידה, הם יותרו על אפשרות הבראה ויירדו את החברה לפירוק. ברם, תוקפו של איום כאמור עלול להיחלש בנסיבות שבהן ברור לסוג התובעני כי יתר הסוגים יסבו לעצמם הפסד רב אם תכנית הבראה לא תאושר. דרישת ההסכמה של כל סוג לשם אישור תכנית הבראה מעבירה את משטר ההכרעה המשפטית, בדבר שינוי זכויותיהם המקוריות של הנושים ובעלי המניות, ממשטר פרט-יחידני למשטר סוג-יחידני. ההכרעה בגורלה של תכנית הבראה אינה מסורה בידי נושה או של בעל מניות יחיד, שכן הלה כפוף להכרעת הרוב בסוג שבו הוא כלול. אולם, כל קבוצה משמשת עתה כיחידה פרטית אשר אין בכוח האחרות לכפות עליה תוצאה משפטית אשר אינה על דעתה. כוח הסיכול היחידני המסור בידי כל סוג הוא אפוא מתכון לקיטוב עמדות. הוא מקשה למעשה את אישורה של תכנית הבראה. יתרה מזו, הספרות הכלכלית מלמדת כי ככל שמספר המשתתפים אשר הסכמת כל

107 ראו על כך עוד דיון להלן פסקאות 23.51–23.74.

108 למחלוקת ההלכתית בין רבינו תם והראב"ה בעניין הגבלת כוחו של הרוב לחייב מיעוט, כאשר מתקיימים ביניהם ניגודי עניינים, ראו הרב יעקב אריאל "רוב, מיעוט והכרעה – המנגנון הדמוקרטי של ההלכה" דרך ארץ, דת ומדינה 187 (התשס"ב).

109 ע"א 9555/02 זידאן נ' ברית פיקוח לקואופרציה החקלאית העובדת בע"מ, פ"ד נט(1) 538 (התשס"ד-2004); עניין טש"ת, לעיל ה"ש 96, בעמ' 114–115; עניין כוכב השומרון I, לעיל ה"ש 103, בעמ' 261.

110 על בעיית הסחטנות בין פרטים בתוך קבוצה מצביעה ראו גושן, לעיל ה"ש 62, בעמ' 117–120; Lloyd ; 20 J. LEG. STUD. 351 (1991).Cohen, Holdouts and Free Riders,

אחד מהם נדרשת לשם אישור החלטה עולה, כן גדל כוח הסיכול המוחזק בידי כל פרט בקבוצה.¹¹¹ לפיכך, ככל שהנושים ובעלי המניות יפוצלו לאסיפות סוג רבות, בשל גיוון ענייניהם הכלכליים, יגדל כוח הסיכול (וערכו הכלכלי) שתחזיק כל קבוצה בידיה.

מתקיים אפוא יחס הפוך בין רעיון הסיווג של בעלי עניין משותף יחדיו, תוך הבחנה בינם לבין בעלי עניין אחר שסיווגו בנפרד, מחד גיסא, לבין החשש מפני בעיית הסחטנות מצד קבוצה נפרדת, קטנה ככל שתהיה.¹¹² ככל שהקבוצות יופרדו באופן מזוקק יותר, מחמת כל שונות-עניין קלה ככל שתהיה, כך יגדל כוחה המסכל והסחטני של כל קבוצת משנה.

3. אמצעי האיזון

23.45 היחס ההפוך בין ההפרדה הנדרשת לאסיפות סוג נפרדות, אשר לכל אחת מהן יש עניין משותף, לבין חשש מפני סחטנות וסיכול של אישור ההבראה על ידי קבוצת משנה, דורש פתרון מאזן. ניתן להצביע על אמצעים שונים לשם השגת האיזון הדרוש. אמצעים אלה הם:

- (א) סיווג מכליל.
- (ב) כפייה על סוג מתנגד.

על מנת לרכך את סיכון הסחטנות מצד קבוצות משנה אין הכרח לנקוט את שני האמצעים האלה. ניתן לראותם כאמצעים חלופיים. כל אחד מהם, כשלעצמו, עשוי להקהות את עוקצה של הסחטנות.

(א) סיווג מכליל

23.46 האמצעי האחד לאיזון בין הצורך בזיקוק כלל המצביעים והפרדתם לקבוצות משנה בעלות עניין משותף, לבין החשש מפני העלאת כוחה החוסם של קבוצת המשנה (ובהקצנה, אפילו זליגה חזרה לכוחו החוסם של הפרט), הוא גילוי גמישות מצד בתי המשפט באשר לאופן סיווגן של האסיפות. התרתו של סיווג מכליל באופן יחסי, אשר מרחיב את גבולותיהן של אסיפות שונות וכונס תחת כנפי אסיפה אחת בעלי עניינים שאינם זהים זה לזה לחלוטין, יקטין מבחינה מעשית את מספר האסיפות שיידרשו להצביע על תכנית ההבראה המוצעת. באמצעות הכללתם של נושים או של בעלי מניות רבים ככל האפשר יחד, מדלל הדין את כוח הכרעתו הפרטית של כל אחד מהם כשלעצמו. בדרך זו אף מקהים את עוקצה של קבוצת נושים או את עוקצם של בעלי מניות בעלי מכנה משותף כלכלי ייחודי. הכללת כל בעלי המכנה המשותף האמור בתוך קבוצה רחבה יותר שוללת מהם את כוח ההכרעה הבלעדי, כקבוצה, בגורל תכנית ההבראה. כפי שיורחב בהמשך,¹¹³ גישת הסיווג המכליל פותחה בפסיקה בישראל כמענה לחשש מפני סחטנות וסיכולן של תכניות הבראה טרם שנחקק תיקון מס' 19

Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 YALE L.J. 111 387, 411 (2000); RICHARD A. POSNER, *ECONOMIC ANALYSIS OF LAW* 61 (6th ed., 2003); ANTHONY .ATKINSON & JOSEPH STIGLITZ, *LECTURES ON PUBLIC ECONOMICS* ch. 16 (1980)

112 יחיאל בהט **הבראת חברות** פרק 17 (התשע"ג-2013).

113 להלן פסקאות 23.51–23.74.

לחוק החברות.¹¹⁴ עד לחקיקה זו לא ניתן היה בדין לכפות תכנית הבראה על קבוצה מתנגדת. לפיכך, הסיווג המכליל היה האמצעי העיקרי להתמודדות עם חשש הסחטנות. כפי שידון להלן, בסיווג אסיפות מכליל, גילו בתי המשפט אמנם רגישות מסוימת לניגודי עניינים ולצורך לפצל אסיפה של בעלי עניינים מגוונים לאסיפות נפרדות של בעלי עניין משותף, אך לא עד בלי די.¹¹⁵ מעבר לסף מסוים, אישרו בתי המשפט סיווג משותף והרחיבו את הקבוצה. זהו האיזון לפי שיטה זו.

(ב) כפייה על סוג מתנגד

23.47 אמצעי איזון חלופי לבעיית הסחטנות הקבוצתית לקוח מחוק חדלות פירעון האמריקני. הכיוון האמריקני הוא לשאוף לסווג את אסיפות הנושים ובעלי המניות לפי ענייניהם הכלכליים המשותפים. כלומר, החוק נוטה לזקק את האסיפות ולצמצם את העירוב של בעלי עניינים כלכליים שונים יחד. מהלך זה מביא לידי ריבוי יחסי של אסיפות סוג ולידי אפשרות של סחיטה מוגברת מצד כל קבוצה. המענה המשפטי על החשש האמור מפני סחיטה נמצא בהוראת חוק המאפשרת לבית המשפט לאשר תכנית הבראה אשר זכתה לברכתן של אחדות מאסיפות הסוג, חרף התנגדותן של אחרות.¹¹⁶ זהו סעיף התגברות הכופה את תכנית ההבראה על סוג מתנגד. הכינוי הרווח בלע"ז להוראה זו הוא the cramdown provision.¹¹⁷ באמצעות סעיף ההתגברות ניטל כוח הסיכול החד-משמעי מידיה של כל קבוצה כשלעצמה. התנגדות הקבוצה כשלעצמה אינה בגדר סוף פסוק. תכנית שנתקלה בהתנגדות כאמור היא עודנה בת אישור, אף כי היא נתונה לבחינתו הקפדנית של בית המשפט. בזה נבדלת תכנית

114 לביקורת על גישה זו, שהובעה כבר לפני שנים, ראו יחיאל בהט "כפייה על קבוצה מתנגדת בהסדר על פי סעיף 233 לפקודת החברות" **עיוני משפט** יז 445 (התשנ"ג).

115 כך, קבע בית המשפט העליון לפני שנים כי הכלל בעניין כינוס אסיפות של בעלי מניות הוא שיש לסווג את כל בעלי המניות הנהנים מזכויות משפטיות רשמיות זהות יחדיו, וכי אין לפצלם עוד לפי העניין המהותי הכלכלי הייחודי שיש לאחדים מהם. ראו עניין **לאומי-פיא**, לעיל ה"ש 103. עם זה, כחריג לכך, נקבע שם כי כינוס אסיפות סוג לפי סעיף 233 לפקודת החברות (קודמו של סעיף 350 לחוק החברות) ייעשה לפי בחינת העניין המהותי של המצביעים השונים, וכי בית המשפט לא יסתפק אך במבחן הזכות הרשמית לכינוס מצביעים יחדיו. אכן, נראה כי ברבות השנים אימצו דיני החברות את מבחן העניין המהותי כמבחן העיקרי לסיווג בעלי מניות ולפיצולם לצורך הצבעה. מגמה זו באה לידי ביטוי בסעיפי חוק החברות המבודדים את בעל מניות השליטה בחברה ציבורית ואינם מביאים בחשבון את קולו בהצבעה בעניינים שבהם הוא נגוע בעניין אישי (חרף היותו בעל זכויות הנלוות למניות הזרות לזכויות של יתר בעלי המניות). ראו סעיפים 239(ב) ו-275(א)(3) לחוק החברות. ראו עוד את סעיף 320(ג) לחוק האמור (בידולו של בעל מניות הנתון בניגוד עניינים בשל החזקת מניות בשתי חברות המתמזגות ביניהן, ומניעתו מהצבעה). מגמה זו עברה לקדמת הבימה של דיני חדלות הפירעון עם חקיקתו של תיקון מס' 19 לחוק החברות. ראו להלן פסקאות 23.70–23.74.

116 Bankruptcy Code §1129(b).

117 ראו, למשל, *Steelcase Inc. v. Johnston*, 21 F.3d 323, fn. 9 (7th Cir. 1994); *Till v. SCS Credit Corp.*, 541 U.S. 465, fn. 7 (7th Cir. Ind. 2004); *Bank of Montreal v. Official Committee of Unsecured Creditors*, 420 F.3d 559 (6th Cir. 2005); Jack Friedman, *What Courts do to Secured Creditors in Chapter 11 Cram Down*, 14 CARDOZO L. REV. 1496 (1993); Patrick Halligan, *Cramdown Interest, Contract Damages, and Classical Economic Theory*, 11 AM. BANKR. INST. L. REV. 131 (2003); Richard Maloy, *A Primer on Cramdown: How and Why it Works*, 16 ST. THOMAS L. REV. 1 (2003); Note, *Say "AHHH!": A New Approach for Determining the Cram Down Interest Rate After Till v. SCS Credit*, 27 CARDOZO L. REV. 1921 (2006).

הבראה המאושרת, לאחר שכל הסוגים שהצביעו בעדה, מתכנית הבראה המאושרת חרף התנגדותו של סוג. הראשונה תאושר על סמך הערכתן הכלכלית של האסיפות המצביעות, ובית המשפט לא יידרש להערכת שווי נוספת של החברה. בית המשפט אמנם יבחן את היבטי המסגרת של אישור התכנית באסיפות (כלומר: תקינות הסיווג, קבלת הרוב הדרוש, גילוי נאות, וכדומה), אך הוא יימנע מלהידרש לשאלות הכלכליות המהותיות. לעומת זאת, האחרונה תאושר על ידי בית המשפט רק לאחר שבית המשפט עצמו העריך את שווי החברה ובחן את התאמת הוראותיה של תכנית הבראה להערכתו זו.¹¹⁸

23.48 כפייה על סוג מתנגד כאמצעי איזון כנגד הסחטנות הקבוצתית של נושים אומצה על ידי המחוקק בתיקון מס' 19 לחוק החברות.¹¹⁹ זהו גם מנגנון האיזון המצוי כיום בחוק חדלות פירעון.¹²⁰ דיון מפורט בעניין השפעותיה של אפשרות הכפייה על סוג מתנגד באשר לשאלת סיווג הנושים, כמו גם בעניין ההגנות על הסוג המתנגד, יובא בהמשך.¹²¹

23.49 יוער כי היתרון הניכר של מנגנון הכפייה על סוג מתנגד אינו ביישומו הלכה למעשה. אדרבה, עיקר פועלו של מנגנון זה סמוי מן העין. ככל שתכניות הבראה מעטות יותר מאשרות בסיוע סעיף ההתגברות, כן גדלה הצלחתו של הסעיף האמור. סעיף זה אמור לעודד את כינונה של אוירת משא ומתן עניינית, שבה יפתח כל צד לפשרות ולויתורים למען קבלה מוסכמת של התכנית.¹²² לפיכך, דווקא מיעוט השימוש במנגנון הכפייה על סוג מתנגד מעיד על הצלחה בהבאת כל הצדדים לידי אישור מוסכם של תכנית הבראה על ידי כל האסיפות. אכן, היו שביקרו את האפשרות לכפות תכנית הבראה

118 בחינה משתנה זו של בית המשפט הבוחן את תכנית הבראה המוצעת לפי הנסיבות, קרי: אם כל הסוגים תמכו בה (בחינה מסגרתית קלה) או שמה קיים ולו סוג אחד שמתנגד לתכנית (בחינה כלכלית מהותית ומעמיקה), דומה בהדמיה גסה לשונות הבחינה שבוחן בית המשפט החלטות דירקטוריון של חברה כאשר הן נושא לתביעה משפטית. באין בעייתיות של עניין אישי, יבחן בית המשפט את ההחלטה באופן מדוד בהימנעו מלהיכנס לעומקי ההחלטה ולהגינותה (בחינה זו מוכרת בשם "כלל שיקול הדעת העסקי"). לעומת זאת, בהחלטה שיש בה עניין אישי, יבחן בית המשפט את ההחלטה לעומקה לפי מבחן "ההגינות המלאה". עוד על סטנדרט הביקורת השיפוטית על החלטות עסקיות ראו ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ, פסקאות 67-95 (פורסם בנבו, מיום כ"ח כסלו התשע"ז, 28.12.2016).

119 סעיף 350 לחוק החברות. לשימוש של בתי המשפט במנגנון הכפייה על סוג מתנגד לשם אישור תכניות הבראה, הלכה למעשה, ראו פר"ק (מחוזי י-ם) 14-02-14554 בעניין הסתדרות מדיצינית הדסה (פורסם בנבו, מיום כ"ב אייר התשע"ד, 22.5.2014); פר"ק (מחוזי נצ') 14-11-59819 בעניין מרדכי בנימין ובניו עבודות עפר (1993) בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ב שבט התשע"ה, 15.2.2015); פר"ק (מחוזי חי') 15-08-40673 חיון מחשבים בע"מ נ' רו"ח שרון (נאמנת) (מיום ט"ו תשרי התשע"ו, 28.9.2015); פר"ק (מחוזי מרכז) 15-06-1783 גיה בניה ופיתוח בע"מ נ' הבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ח שבט התשע"ו, 28.1.2016). המנגנון של כפיית עסקה על סוג מתנגד אומץ בישראל עוד קודם לכן, כנראה ברוח השפעת Chapter 11, אולם בהקשר עסקי שונה. סעיף 321 לחוק החברות מאפשר לכפות עסקת מיזוג על סוג מניות המתנגד בהצבעתו לעסקה, כאשר העסקה מאושרת על ידי בית המשפט. סעיף 321(ב) מורה לבית המשפט שלא לאשר מיזוג כאמור, "אלא אם כן שוכנע כי הצעת המיזוג הוגנת וסבירה, בשים לב להערכת שווי החברות המתמזגות והתמורה שהוצעה לבעלי המניות". על סעיף זה ראו דוד האן "כפייה בין-קבוצתית במיזוג חברות" משפטים לב 419 (התשס"ב).

120 סעיף 87 לחוק.

121 להלן תת-פרק ז'.

122 לעידוד דומה של גיבוש תכניות הבראה מחוץ לכותלי בית המשפט, ראו לעיל פסקה 11.14-11.17.

על סוג מתנגד, שכן היא מביאה נושים העדיפים בפירעון על פי דין לידי התפשרות שלא לצורך על שווי כלכלי ולידי ויתור עליו לטובת נושים נחותים.¹²³ לטענתם, יש כאן העברת עושר מיותרת החותרת תחת יתרונות היעילות של כללי העדיפות על פי דין. לפיכך, לטעמם, יש בכפייה על סוג מתנגד טעם לפגם. ברם, המענה על טענות מסוג זה הוא כאמור שאמנם שווי החברה הוא הנעלם העיקרי המוערך בעת אישור תכנית הבראה.¹²⁴ כל קבוצה המתכנסת להצבעה עשויה לגבש לעצמה הערכת שווי מוטה לפי ענייניה. העשיר עלול להמעיט והדל עלול להרבות בהערכת שווי החברה. לפיכך, אין ערובה שכפיית התכנית על סוג מתנגד פוגעת בהכרח בסוגים בעלי עדיפות פירעון דווקא. בה-במידה, איום הכפייה עלול להרתיע אף את הסוגים הנחותים בעדיפות פירעונם. החשש של אלה, כמו גם אלה, הוא מפני הערכת השווי העצמאית של בית המשפט. אין לדעת אם בית המשפט ייטה להערכות שווי שמרניות (אשר יפגעו דווקא בסוגים הנחותים בעדיפות פירעונם) או להערכות שווי נדיבות וגבוהות (אשר יפגעו בסוגים העדיפים בפירעון). לפיכך, עדיף לכל הצדדים להתפשר ביניהם ולהגיע להערכת שווי ולתכנית הבראה מוסכמות, ולא להיזקק להערכת השווי של בית המשפט.¹²⁵

23.50 נמצאנו למדים אפוא כי ניתן להתמודד עם בעיית הסחטנות האפשרית מצידה של קבוצת בעלי עניין כלכלי משותף באחת משתי דרכים: באמצעות הרחבת האסיפות המצביעות ודילול משקלה של הקבוצה האמורה בשל הכללתה בקבוצה המורחבת, או באמצעות אימוץ של מנגנון כפייה על סוג מתנגד. איזו משתי דרכים אלה עדיפה? לעניות דעתי, האחרונה טובה מן הראשונה. טעמים אחדים לכך. ראשית, החלוקה לקבוצות נועדה מלכתחילה להתמודד עם התופעה של היעדר בסיס משותף לבעלי התביעות השונות הנדרשים לאשר את תכנית הבראה. לכל קבוצה יש נקודת ראות כלכלית או משפטית ייחודית לה. העירוב ביניהן לא יספק תמונה מהימנה של ההעדפה של כלל בעלי התביעות. לפיכך, ככל האפשר, ראוי למיין את בעלי התביעות לקבוצות בעלות עניין משותף במהותן. שיתופם של בעלי עניין כלכלי שונה יחדיו, על סמך זכות רשמית משותפת, מבכר – כפשרה – את הצורה על פני המהות. משום כך גם אין ראוי לסווג יחד בעלי עניין כלכלי שונה אך בשל כך שאיש מהם אינו מעוניין בחלופה של פירוק, בהיותה חלופה גרועה יותר בעבור הכול. זוהי שותפות גורל מאולצת. לו זה היה המצע המשותף לאסיפה, דומה כי ניתן היה להסתפק באסיפה כללית של כל הנושים ולא היה טעם, כלל ועיקר, לחלקם לקבוצות משנה. שנית, דומני כי עניין טש"ת¹²⁶ יוכיח עד כמה הדרישה לאישור תכנית הבראה על ידי כל אסיפה עלולה להביא את יוזמי התכנית לידי שחיקה ולעוות יתר על המידה את סיווג הנושים לקבוצות ההצבעה השונות. כאשר בעל התפקיד בעניין טש"ת חשש כי התנגדויות מסוימות עלולות לחבל באישור תכנית הבראה באחד הסוגים, הוא נקט שלל אמצעים דיוניים כדי להתעלם מן הנושים המתנגדים. מאמצים כאמור – אשר אינם ראויים, אפילו המטרה הסופית ראויה –

123 ראו, למשל, Lucian A. Bebchuk, *Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy*, 57 J. Fin. 445 (2002).

124 לעיל פסקאות 23.5–23.12.

125 Baird, לעיל ה"ש 2; Douglas G. Baird & Donald S. Bernstein, *Absolute Priority, Valuation, Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, 115 YALE L.J. 1930 (2006).

126 לעיל ה"ש 96.

היו נחסכים מיוזמי תכנית לו ידעו כי בכל מקרה, אפילו יידחה אישורה של התכנית בידי אחת האסיפות, עדיין אפשר לאשרה בבית המשפט.

1. טרם תיקון מס' 19: סיווג אסיפות בהיעדר כפייה

1.1 חובות מובטחים

23.51 באופן מסורתי, לפני תיקון מס' 19 לחוק החברות, לא פיצלה הפסיקה בישראל בין חובות מובטחים. בשלב שבו נדרש לכנס אסיפות נושים לשם אישור תכנית הבראה לפי סעיף 350 לחוק החברות, ציוו בתי המשפט כדבר שבשגרה על כינוס "אסיפת נושים מובטחים". כל החובות המובטחים נחשבו אפוא לסוג אחד. כפי שיובהר להלן, סיווג זה אינו בהכרח נכון מבחינה עיונית.¹²⁷ מבחינת עניינם במשאבי החברה והשקפותיהם הכלכליות, חובות מובטחים עשויים להיבדל זה מזה בהעדפותיהם ובעניינם. מדוע אפוא מיהרו בתי המשפט לכנס אותם כסוג אחד ואיפשרו לנושים בעלי חובות אלה להצביע יחד? ניתן לשער כי הכותרת "נושה מובטח", המשותפת לכל הנושים הללו, קיבעה אצל בתי המשפט את הסברה כי לפנייהם נושים בעלי עניין משותף. ברם, השערה כאמור אינה מבוססת. השופטים יודעים להבחין היטב בין ענייניהם הנבדלים של חובות מובטחים, והמתח הפנימי השורר ביניהם. שורש ההסבר לכפיפתם של החובות המובטחים תחת קורת גג אחת טמון במקום אחר. בתי המשפט היו רגישים לחשש מפני פיצול יתר של הנושים. חששם של בתי המשפט הוא אותו חשש, שהוזכר לעיל, שפיצול הנושים לאסיפות סוג רבות יפורר במהותו את ההכרעה הקבוצתית וישיב על כנה את ההכרעה היחידנית. כאשר כל סוג, קטן ככל שיהיה, יוכל למנוע את אישורה של תכנית ההבראה הכוללת אם הוא יצביע (כסוג) נגדה, ניתנת למעשה זכות ההכרעה לנושים מועטים ואפילו לנושה יחיד.¹²⁸ כך, למשל, אם כל נושה בעל חוב מובטח יסווג כסוג נפרד של נושים, יחזיק אותו נושה לבדו בכוח להכריע בגורלה של תכנית ההבראה כולה.¹²⁹ ברם, כל הרבותא בהליך חדלות הפירעון הוא כאמור כינוסם יחדיו של פרטים רבים ואילוץ לפעול בסביבת עבודה רובנית. לפיכך, שכר זיקוק ענייניו המיוחדים של כל אחד מן הנושים ופיצול הנושים בהתאם, ייצא בהפסדם. יוחמץ כל הרעיון הקיבוצי של דיני חדלות הפירעון! משום כך, בתי המשפט סיווגו במודע את החובות המובטחים יחדיו. איחוד החובות המובטחים לסוג אחד צמצם את כוח הסיכול הנתון בידי כל נושה כשלעצמו. באסיפת הסוג של חובות מובטחים מייצג הנושה אך כוח הצבעה יחסי מקרב כלל התביעות המיוצגות בהצבעה. אין קולו מהווה, כשלעצמו, קול המכריע את גורל תכנית ההבראה כולה. זו התוצאה שבתי המשפט ביקשו להשיג באמצעות סיווג החובות המובטחים יחד.¹³⁰

127 להלן פסקאות 23.70–23.71.

128 על הקשר ההדוק בין הצורך באישור תכנית הבראה על ידי כל סוגי הנושים לבין האופן הגמיש שבו מסווגים בתי המשפט את הנושים לצורך כינוס האסיפות, ראו בהט, לעיל ה"ש 114.

129 עניין טש"ת, לעיל ה"ש 96, בפסקה 27.

130 שם, בפסקה 28; עניין זידאן, לעיל ה"ש 109, בעמ' 552.

23.52 חרף המגמה לצמצם את מספר האסיפות המתכנסות להצבעה לפי סעיף 350 לחוק החברות, לעתים אסרו בתי המשפט לסווג יחדיו נושים אשר הפגיעה המשפטית בזכויותיהם על פי התכנית המוצעת אינה שוויונית. דוגמה לכך היא שאלת הסיווג של נושים אשר זכותם כלפי החברה נערכת על ידי צד שלישי, ושל נושים חסרי ערבות כאמור. עניין זה בא לידי ביטוי בפסיקתו של בית המשפט העליון בעניין **כוכב השומרון I**.¹³¹ בפרשה זו הציעה תכנית הבראה של חברת כוכב השומרון להמיר את הערבויות האישיות של בעלי השליטה, שמהן נהנה בנק לאומי, בשיעור פירעון מוגדל לבנק בהשוואה לנושים אחרים, חסרי ערבויות כאמור. בהיות הבנק נושה שהובטח אף בנכסים משועבדים של החברה, הוא סווג – לצורך הצבעה בעניין תכנית הבראה – עם נושים מובטחים אחרים יחד. אסיפת הנושים המובטחים אישרה את התכנית המוצעת חרף התנגדותו של הבנק באסיפה זו. הבנק ערער לבית המשפט על עצם סיווגו עם יתר הנושים המובטחים, חסרי הערבויות האישיות. טענתו הייתה כי הוא הנושה היחיד הנדרש להמיר את זכויותיו כלפי הערבים בפירעון ישיר מן החברה. בשל עניין כלכלי ייחודי זה, היה ראוי לסווגו בנפרד. בית המשפט קבע כי, באופן עקרוני, יש אפשרות לסווג בנסיבות כאמור נושים יחדיו. אולם, לשם כך יש לוודא כי התשלום המוגדל המוצע לנושה, הנדרש לוותר על ערבותו, מהווה פיצוי כלכלי ממשי וערכי לוותר על הערבות. משהתרשם בית המשפט כי לא כך היה במקרה שלפניו, הוא פסל את הצבעתה של אסיפת הנושים המובטחים וקבע כי היה צורך לסווג את בנק לאומי לבדו.

פסיקה זו מעוררת שני קשיים: ראשית, בית המשפט נקלע למלכוד. לפי בית המשפט, יהיה אפשר לסווג את הנושה בעל הערבות עם הנושים נעדרי הערבויות יחד, כאשר הפיצוי הכלכלי שהוצע לנושה בעל הערבות כנגד הוויתור על ערבותו הוא הולם. ברם, השאלה אם הפיצוי הוא הולם אם לאו היא עצמה חלק מן השינויים המשפטיים והכלכליים הגלומים בתכנית אשר בנוגע להם יש לקבל את חוות דעתם של הנושים ושל בעלי המניות! כלומר, בית המשפט מניח כי קיים גוף כלשהו (אשר בית המשפט אינו מגלה לנו את זהותו) אשר יבחן תחילה אם הטיפול בנושה בעל הערבות הוא ראוי ועל כן ניתן לכורכו יחד עם הנושים חסרי הערבויות. ולא היא: אין בחינה מקדמית כאמור. ההצבעה של הנושים בנוגע לתכנית הבראה היא האמצעי לבחינת שאלות כלכליות ומשפטיות כאמור. לוי היה גוף הייצוגי מכריע תחילה כי הפיצוי לנושה בעל הערבות הולם את הוויתור על הערבות, לא היה עוד צורך אמיתי בהצבעה בנוגע לתכנית המוצעת (אשר כך קובעת) באסיפת הנושים! למעשה, גוף זה כבר היה מכשיר את תכנית הבראה. אסיפת הנושים אחריו הייתה לא יותר מטקס חסר מהות.¹³²

שנית, ספק אם פסיקה זו של בית המשפט העליון מתיישבת עם מגמתו המוצהרת לצמצם את מספר אסיפות הנושים בשל החשש מפני הותרת קול מסכל בידי נושה יחיד. אכן, בנסיבות אחרות, גילה בית המשפט איפוק ולא מיהר לפסול סיווג נושים יחדיו. נוכחנו לדעת כי בנוגע לנושים מובטחים נהג בית המשפט, כדבר שבשגרה, לאשר את כינוסם יחדיו. כלומר, בית המשפט מסווגם על פי זכותם המשפטית הרשמית כלפי קופת החברה. עניינם הכלכלי המהותי אינו מדד לצורך הסיווג, כי אם זכותם

131 לעיל ה"ש 103.

132 לביקורת עיונית כאמור גם בהקשר של בחינה מעמיקה של תכנית הבראה בעניין **אפריקה ישראל**, לפני כינוס אסיפת הנושים והצבעתם, ראו להלן פסקאות 23.56–23.61.

כלפי החברה. לפיכך, מפתיע לגלות כי אותו בית משפט נדרש הפעם לעניין הכלכלי המהותי והפריד בין נושים השווים ביניהם בכותרת זכותם כלפי החברה. אכן, הערבות האישי אינה זכות כלפי החברה. אדרבה, היא זכות כלפי צד שלישי. מבחינה משפטית, בתביעה כלפי החברה, הערבות אינה מעלה ואינה מורידה דבר. לפיכך, בנק לאומי אינו נבדל מכל נושה אחר בזכותו כלפי קופת החברה. הערבות האישיה הבדילה אותו בשקלול מערכת העדפותיו הכלכליות במלואן. אולם, כאמור, לא זה הוא הממד השגרתי של בית המשפט בסיווג נושים מובטחים.¹³³

2. חובות לא-מובטחים

(א) כללי

23.53 ככלל, יש מקום לסווג את כל הנושים הלא-מובטחים כסוג אחד, שכן חל ביניהם עקרון השוויון.¹³⁴ עיקרון זה מביא את כל הנושים האמורים לידי הקרבת חלק יחסי שווה מתביעותיהם. העדפותיהם הפרטיות באשר לערך החברה ושיעור הפירעון שיזכו לו הן דומות. נושים אלה הם בעלי מכנה משותף המצדיק את סיווגם יחד באסיפה אחת.¹³⁵

23.54 ואולם, סיווג משותף כאמור הוא נכון רק אם הוצעה לכל בעלי התביעות הצעה כלכלית שוויונית בגדרי תכנית ההבראה.¹³⁶ אם התכנית מציעה הצעות שונות לחובות לא-מובטחים, אין זה נכון לסווגם לאסיפה אחת משותפת.¹³⁷ בעניין זה שגה, לעניות דעתי, בית המשפט העליון בעניין **כוכב השומרון II**.¹³⁸ במהלך הדיונים המשפטיים שהתקיימו לאחר אישור אסיפות הנושים, ערערה חברת סולל בונה על כך שסווגה עם יתר הנושים הלא-מובטחים באסיפה אחת. לטענתה, הרכב אסיפת הנושים הלא-מובטחים היה מגוון ביותר. נמנו עימה הן קבלנים וספקי שירותים אחרים של חברת כוכב השומרון והן רוכשי דירות ששילמו לה מראש בעבור דירות שבנייתן טרם הושלמה. תכנית ההבראה הציעה להשלים את בניית הדירות ולמוסרן לידי רוכשיהן, תוך הפחתת-מה של אחריות החברה כלפי הרוכשים לליקויים בבנייה. לעומת זאת, לקבלנים ולשאר ספקי השירותים הציעה התכנית פירעון של

133 חרף התנגשותה עם שגרת הפסיקה, הלכה למעשה, מתאימה פסיקה זו של בית המשפט להצהרתו בעניין **לאומי פיא**, לעיל ה"ש 103, שלפיה בכינוס אסיפות לפי סעיף 233 לפקודת החברות (ובהמשך סעיף 350 לחוק החברות), יש לסווג את האסיפות לפי מבחן העניין הכלכלי המהותי, ולא לפי מבחן הזכות הרשמית.

134 סעיף 232 לחוק חדלות פירעון. ראו עוד לעיל פרק חמישה-עשר.

135 כך הדבר אף בנוגע לבעלי המניות. אף זכותו של כל אחד מהם כלפי החברה שווה לזו של חברו. על כן, הם יסווגו יחדיו. עם זה, בחברה שבה קיימים סוגים אחדים של מניות, הנושאות זכויות תשלום שונות (כגון מניות בכורה ומניות רגילות), יש מקום לפצל אף את בעלי המניות לסוגים שונים.

136 בארצות-הברית, מאפשר החוק לפצל את הקבוצה של הנושים הלא-מובטחים לשתי תת-קבוצות, חרף קיום עניין משותף לכל הפרטים בקבוצה, כאשר הפיצול יקל מבחינה מינהלית – Bankruptcy Code §1122(b). המקרה האופייני הוא להפריד מן הקבוצה הכללית את כל הנושים הלא-מובטחים אשר שיעור תביעותיהם אינו עולה על סכום מסוים, ולפרוע לכל הנושים הללו את מלוא תביעותיהם במזומן. פיצול זה מסיר מעל גב החברה נטל מזערי וטורדני באחת. האפשרות להפריד נושים בעלי עניין משותף לשתי תת-קבוצות התקבלה גם על דעת הפסיקה בארץ. עם זה, בית המשפט העליון מזהיר כי יש לנהוג כך במשורה. ראו עניין **טש"ת**, לעיל ה"ש 96, בעמ' 123.

137 ראו לעיל ה"ש 106 והכתב הסמוך לה.

138 עניין **כוכב השומרון II**, לעיל ה"ש 103.

חלק קטן מחובותיהם ומחיקת חלק הארי. בשל זאת, קבלה סולל בונה, לא היה מקום לסווג אותה ואת רוכשי הדירות יחדיו באסיפה אחת.¹³⁹ תביעותיהם של רוכשי הדירות נענו כמעט במלואן, ואילו לסולל בונה הובטח אך מעט מזעיר. בהשוואה לסוגיית מעמדו של בנק לאומי לעומת יתר הנושים המובטחים, ניכר הדבר כי אף סולל בונה, כבנק לאומי, נדרשה לווייתור ייחודי ובלתי שוויוני.¹⁴⁰ לפיכך, נכונים לכאורה דבריה כי יש לסווגה בנפרד, כפי שהורה בית המשפט בנוגע לבנק לאומי. ואולם, הפעם הגיע בית המשפט למסקנה שונה. בית המשפט אמנם ציין כי ייתכן שמלכתחילה היה ראוי לסווג את סולל בונה בסיווג נפרד, אך, בסופו של דבר, מצא בית המשפט כי אין בעיה משפטית לסווגה עם יתר הנושים המובטחים, שכן בכל מקרה הובטח אף לסולל בונה סכום הגבוה משיעור הפירעון שהייתה זוכה לו אילו התפרקה החברה. מכיוון שהעניין הכלכלי העיקרי הן של סולל בונה והן של רוכשי הדירות היה משותף, בעיני בית המשפט – היינו למנוע את התמוטטות החברה – ניתן לסווגם יחד.¹⁴¹

23.55 לפי גישה כאמור, ספק אם היה צורך בעניין **כוכב השומרון I** לסווג את בנק לאומי בסיווג נפרד מיתר הנושים המובטחים. הלא אף בנק לאומי זכה בהסדר לכל הפחות לאשר היה זוכה לו בפירוק החברה. אם העניין הכלכלי של כל נושה, שאותו יש לשקול לצורך סיווגו, הוא מה היה זוכה לו בחלופה שלא נבחרה, היא הפירוק, דומה שברוב תיקי ההבראה ניתן היה לסווג את כל הנושים באסיפה אחת!

ניתן לבאר את גישתו המורכבת של בית המשפט לאור שילובם של גורמים אחדים העומדים ברקע החלטותיו אלה. גורם אחד הוא ממד הזמן. כלומר, בית המשפט מבחין בין קריאת תיגר על סיווג הנושים הנבחנת זמן קצר לאחר ההצבעה, כפי שהיה בבירור ערעורו של בנק לאומי, לבין קריאת תיגר הנבחנת כעבור זמן רב ולאחר שתכנית ההבראה כבר מבוצעת בפועל. במקרה השני, כפי שהיה בבירור ערעורה של סולל בונה, חשש בית המשפט לפגוע ביישום תכנית ההבראה ולפגוע במה שכבר הושג במהלכה. לפיכך, נוהר בית המשפט מלפסול את סיווג אסיפת הנושים הלא-מובטחים בעניין זה. זאת ועוד, התרשמתי שהן בעניין **כוכב השומרון** והן בעניין **טש"ת** חשש בית המשפט לפגוע בהוראות תכנית ההבראה ככל שהן נוגעות להשלמת הבנייה בכל אחד מן המקרים. דומה כי בית המשפט מגלה אהדה לרוכשי דירות אשר נפגעו עקב הפסקת הבנייה.¹⁴² לפיכך, תכנית הבראה המאפשרת למסור

139 לא למותר לציין כי באסיפת הנושים הלא-מובטחים, שאותה תקפה סולל בונה, זכתה תכנית ההבראה לרוב הדרוש, חרף התנגדותה של סולל בונה.

140 לדיון בווייתור שהתבקש מבנק לאומי, כנושה מובטח, ראו לעיל פסקה 23.52.

141 עניין **כוכב השומרון II**, לעיל ה"ש 103, בעמ' 873 ("לאור ההתמוטטות החמורה של החברות היה זה מן האינטרס של אלה וגם של אלה למנוע פירוק מוחלט של החברות, שהיה מותר אותן ללא מושיע וללא יכולת להציל ולו גם חלק מכספן. מטובת כולם היה לפעול לשיקום החברות ובדרך זו, בהיות החברות בשיקום כגוף כלכלי חי ופעיל, להציל חלק ניכר מהשקעתם. אכן, ההסדר נותן תקווה לאפשרות כזו גם מנקודת מבטם של הדיירים וגם מבחינת עניינה של המערכת. אפשר בהחלט שהדיירים יצאו בהסדר נשכרים יותר מאשר המערכת, אולם בכך בלבד אין כדי להביא לכלל קביעה, כי מן ההכרח היה לפצל את הנושים הלא-מובטחים לקבוצות משנה נפרדות"). ראו גם פש"ר (מחוזי ת"א) 1896/02, ב"ש"א 10834/03 בעניין **אמדר לבנין (אילת) בע"מ (בהקפאת הליכים)** (פורסם בנבו, מיום ג' סיון התשס"ג, 3.6.2003).

142 ראו גם ע"א 4409/08 **אלישיוב נ' כונס הנכסים הרשמי** (בעניין **קבוצת חברות חפציבה**) (פורסם בנבו, מיום ז' כסלו התשע"א, 14.11.2010).

לידיהם דירות בניויות תזכה על פי רוב באישורו של בית המשפט, והשגות על סיווג אסיפות הנושים לא תתקבלנה במהרה על דעתו. לבסוף, וכהשלמה לכך, ניתן להצביע על חריג לגישה הכללית של בית המשפט האוהדת אישור תכניות הבראה והנזהרת מפני התערבות יתר באופן אישורן. כאשר הגורם הקובל על הסיווג הוא נושה מובטח, דומה כי בית המשפט יטה אוזן קשבת להשגותיו. אכן, כל העוקב אחר פסיקת בתי המשפט בישראל לאורך השנים, בענייני נושים וחייבים, מגלה חיש מהר כי בעיני בתי המשפט יש לנושים מובטחים מעמד מיוחד. כל פגיעה בזכותם של נושים אלה זוכה לבחינה מדוקדקת של בית המשפט בטרם תוכשר.¹⁴³ ייתכן כי מכיוון שבנק לאומי היה נושה מובטח, נטה בית המשפט להתערב בסיווג אסיפות הנושים הנוגע לבנק.

(ב) סדרות אג"ח

(1) הבדלי משך חיים ממוצע (מח"מ): עניין אפריקה ישראל

23.56 בעקבות המשבר הפיננסי העולמי שהחל בשלהי שנת 2008 נקלעו חברות ישראליות מן הגדולות במשק לקשיים כלכליים והן נזקקו להבראה.¹⁴⁴ אחד החובות הנכבדים שרבץ על חברות אלה היה אגרות חוב שלהן.¹⁴⁵ החברה הגדולה הראשונה שנקלעה לקשיים הייתה אפריקה ישראל להשקעות בע"מ. בביאורים לדו"חות הכספיים הרבעוניים של החברה לרבעון השני של שנת 2009 ציינה החברה כך:

"לאור מצוקת האשראי שנגרמה בעקבות המשבר האמור [משבר הסאב-פריים – ד' ה'], ובשים לב לסך האשראי שהועמד לטובת הקבוצה המסתכם ליום 30 ביוני 2009 בכ- 21.2 מיליארד ש"ח (8.3 מיליארד ש"ח לזמן קצר וכ-12.9 מיליארד ש"ח לזמן ארוך), פועלת הקבוצה לשימור והגדלת יתרות הנזילות שבידיה. פעילות הקבוצה כוללת, בין היתר, נטילת אשראי לזמן ארוך כנגד שעבוד נכסי נדל"ן להשקעה הסבת מסגרות אשראי קיימות מבנקים בישראל מטווח קצר לטווח בינוני וארוך, מימוש נכסי מקרקעין והשקעות בחברות מוחזקות וקבלת דיבידנדים מחברות מוחזקות. בנוסף, המשבר הפיננסי הביא את הקבוצה לכדי צורך לבצע שינוי מהותי של תנאי ההלוואות, בין היתר, על ידי פניה אקטיבית מצד הקבוצה לגורמים המממנים והמלווים, וזאת על מנת להתאים את ההלוואות ותנאי המימון של הפרוייקטים של הקבוצה בארץ ובחו"ל לסביבה הכלכלית הנוכחית."¹⁴⁶

בעקבות זאת נכנסה החברה למשא ומתן עם נושיה, בחודש ספטמבר 2009, לשם גיבוש תכנית הבראה. סך כל החובות של החברה המיועדים לפירעון בטווח הזמן הקצר באותה עת היה כשמונה (8) מיליארד

143 ראו עוד לעיל פסקה 12.38 (על רגישותם של בתי המשפט לזכויות נושים מובטחים מחמת "קנייניות" זכויותיהם של נושים אלה).

144 על המשבר הפיננסי העולמי ראו לעיל פרק שישי.

145 שם, בפסקאות 6.4–6.6.

146 אפריקה ישראל, דוח רבעוני לתקופה שנתיימה ביום 30.6.2009 (מיום י' אלול התשס"ט, 30.8.2009), זמין באתר: <http://maya.tase.co.il/reports/details/469018>.

ש"ח, שמתוכם כשבעה מיליארד וחצי ש"ח (7.5 מיליארד) היו אגרות חוב. החברה הנפיקה 13 (שלוש-עשרה) סדרות של אג"ח. כל הסדרות היו של אגרות חוב לא-מובטחות, ולסדרות שונות היו מועדי פירעון שונים. המחזיקים ב-12 מן הסדרות הקימו נציגות מטעמם שתישא ותיתן עם החברה לגיבוש תכנית הבראה מוצעת. ואולם, המחזיקים בסדרה ט' סירבו ליטול חלק במשא ומתן כאמור והקימו לעצמם נציגות נפרדת.¹⁴⁷ המחזיקים בסדרה ט' טענו כי סדרות האג"ח השונות נבדלות זו מזו בכך שמועדי הפירעון שלהן שונים ולפיכך גם זכויות הפירעון שלהם שונות מאלה של המחזיקים ביתר הסדרות של אגרות החוב.¹⁴⁸ מועד הפירעון של אגרות החוב של סדרה ט' חל בחודש נובמבר 2009. מועדי הפירעון של אגרות החוב מן הסדרות האחרות נעו במנעד שבין חודשים אחדים לשנים אחדות לאחר מכן. סכום החוב למחזיקים בסדרה ט' הסתכם בכחצי מיליארד ש"ח. סכום כאמור נמצא באותה שעה במזומן בקופתה של אפריקה ישראל. המחזיקים בסדרה ט' טענו כי החברה עונדה בעלת יכולת פירעון ולפיכך, חרף התחייבויותיה העתידיות למחזיקים ביתר סדרות האג"ח והצהרותיה בדו"חות הכספיים כי היא תתקשה לשלמן בעתיד ללא תכנית הבראה, על החברה לשלם את מלוא חובה למחזיקים בסדרה ט', לאלתר במזומן.¹⁴⁹

23.57 בחודש נובמבר 2009, ערב מועד הפירעון למחזיקים בסדרה ט' על פי תנאי האג"ח, פנתה החברה לבית המשפט, על דעת נציגות המחזיקים ב-12 סדרות האג"ח האחרות, וביקשה מבית המשפט לכנס אסיפת נושים אחת של כל סדרות האג"ח לשם הצבעה על תכנית הבראה (או, בלשון השגורה, הסדר נושים) שהחברה גיבשה במשא ומתן בינה לבין נציגות המחזיקים ב-12 הסדרות. תכנית ההבראה הציעה לכל מחזיקי אגרות החוב, מכל הסדרות, חבילה כלכלית אחידה ושוויונית כפירעון החוב. החבילה הורכבה מרכיבים אחדים: חלק מן החוב המגולם בכל אגרת חוב ישולם במזומן; חלקו יומר בשתי סדרות חדשות של אג"ח, האחת לטווח זמן קצר והשנייה לטווח זמן ארוך;¹⁵⁰ כנגד חלק נוסף מן החוב יוקצו לנושה מניות של החברה, וכנגד חלק נוסף מן החוב יוקצו לנושה מניות של חברות-בנות. המחזיקים בסדרה ט' דבקו בטענתם לשונות. המחלוקת בין החברה והמחזיקים ב-12 סדרות האג"ח מזה, לבין המחזיקים בסדרה ט' מזה, גלשה אפוא לשאלת סיווג האסיפות לצורך הצבעה על התכנית המוצעת. המחזיקים בסדרה ט' טענו כי יש לכנסם כאסיפת סוג נפרדת מכל יתר המחזיקים בסדרות האג"ח בשל שונותם.¹⁵¹

147 ראו בקשתם של בעלי אג"ח ט' לייצוג נפרד משאר בעלי האג"ח, זמין באתר: <http://maya.tase.co.il/reports/details/487799/2/0>.

148 השונות במועדי הפירעון מתורגמת בעולם ההשקעות לשונות במח"מ (משך חיים ממוצע) של החוב. ראו לעיל פסקה 1.7, וכן ה"ש 14 שם.

149 לעיל ה"ש 147.

150 מבחינה כלכלית צרופה, המרת החוב הגלום באג"ח המקורי באג"ח חדשות אינה אלא פריסת מועד הפירעון של החוב אל תוך העתיד. עם זה, בהמרה זו ייתכן גם שינוי בתנאי הריבית המשתלמת על החוב.

151 היה ברור לכל כי השאלה הדיונית של אופן הסיווג תכריע את התוצאה המהותית במקרה זה, לאמור: כוח ההצבעה של סדרה ט' בכלל סדרות האג"ח היה 6.66% (0.5/7.5 מיליארד ש"ח). אפילו תתנגד אסיפה ט' כאיש אחד, בקול אחד, לתכנית ההבראה המוצעת, בכינוס של אסיפה אחת עלול קולה להתבטל כמיעוט שאין בכוחו לחסום את הכרעת הרוב המוחלט באסיפה. לעומת זאת, כינוסה כאסיפה נפרדת היה מעניק

23.58 השופטת אלשיך נמנעה מלהכריע במחלוקת. היא קבעה דיון נוסף לקראת סוף חודש דצמבר והציעה לצדדים ליישב את המחלוקת ביניהם קודם לכן. ואכן, ערב הדיון השני, הגיעו החברה ונציגות של המחזיקים ב-12 הסדרות להבנה ולפשרה עם נציגות המחזיקים בסדרה ט' על תיקון תנאיה של תכנית ההבראה. לפי התכנית המתוקנת, הנושים בעלי אגרות החוב של סדרה ט' יקבלו בפירעון חובותיהם חבילה השווה בערכה הכלכלי לזו שיקבל כל נושה המחזיק באגרות חוב מכל אחת מ-12 הסדרות האחרות. ברם, המינון הפנימי של הרכיבים השונים המרכיבים את החבילה שיקבלו הנושים מסדרה ט' יהיה שונה. בחבילה שתיתן לנושים מסדרה ט' "יעובה" רכיב הכסף המזומן בהשוואה לחלקו של רכיב זה בחבילה שתיתן לנושים מיתר הסדרות. מנגד, רכיב ההתחייבויות העתידיות (קרי: האג"ח החדש שיונפק ושיכלל בחבילה) יצומצם בחבילה שתיתן לנושים מסדרה ט' בהשוואה לחלקו היחסי של רכיב זה בחבילה שתיתן לנושים מיתר הסדרות. עיבוי רכיב המזומן בחבילה לסדרה ט' נועד לבטא את העובדה כי מועד הפירעון החוזי של חובם כבר הגיע, להבדיל מיתר הסדרות שהן עדיין בגדר התחייבויות עתידיות.

23.59 משהוצגה תכנית ההבראה המעודכנת לפני השופטת אלשיך בדיון השני, היא אישרה את הבקשה לכנס אסיפת נושים אחת לכל הסדרות.¹⁵² נימוקה של השופטת אלשיך לכינוס אסיפה אחת היה כדלקמן: ראשית, השופטת קיבלה את עמדתם העקרונית של המחזיקים בסדרה ט' שלפיה קיימת שונות בינם לבין המחזיקים ביתר הסדרות בשל מועד הפירעון של חובם שכבר הגיע. השופטת ציינה כי הצעת חבילה כלכלית שוויונית לכל דבר ועניין למחזיקים בכל הסדרות, אשר אינה מבטאת את ייחודם של המחזיקים בסדרה ט', היא פירעון שוויוני במובנו הרשמי, אולם אין היא שוויונית מבחינה מהותית.¹⁵³ לשיטתה, פירעון שווה לבעלי זכויות שונות אינו הגשמה של עקרון השוויון כי אם הפרתו. לפיכך, ציינה השופטת בהחלטתה כי אילו דבקו החברה ונציגות המחזיקים ב-12 הסדרות בתכנית ההבראה המקורית, אשר הקצתה חבילה כלכלית זהה גם למחזיקים בסדרה ט', היא הייתה דוחה את הבקשה לכינוס אסיפת נושים להצבעה על התכנית.¹⁵⁴ שנית, השופטת קבעה כי לאחר שעיינה בתכנית ההבראה המעודכנת נחה דעתה כי מתגשם השוויון המהותי בין כל הנושים. לאור זאת, היא החליטה לכנס אסיפת נושים אחת כמבוקש. היא הוסיפה וציינה כי גם התעקשותם של הנושים מסדרה ט' על כינוס אסיפה נפרדת לא הייתה במקומה. לטעמה, בית המשפט לא יאשר כינוס של אסיפת סוג נפרדת למחזיקים בסדרה ט', שכן ברור לכול שהיה בכך מתכון לאי אישור תכנית ההבראה, לסיכון כל עתידה של החברה ולסיכון של פירעון נמוך לכל נושיה.¹⁵⁵ בעקבות החלטת בית המשפט כונסה אסיפת נושים אחת לכל הסדרות. תכנית ההבראה המעודכנת אושרה באסיפה ברוב גדול (99.6%), ואושרה בהמשך גם בבית המשפט, ויושמה בפועל.

להם כוח חסימה (וטו, בלע"ז) לתכנית ההבראה, שכן דיה לאסיפת סוג אחת שתתנגד על מנת למנוע מבחינה משפטית את היכולת לאשר את התכנית.

152 עניין אפריקה ישראל, לעיל ה"ש 21 (פורסם בנבו, מיום ד' טבת התש"ע, 21.12.2009).

153 שם, בפסקאות 13–16.

154 שם, בפסקה 5.

155 שם, בפסקה 14.

23.60 אכן, החלטתו של בית המשפט בעניין **אפריקה ישראל** איפשרה באופן **מעשי** את אישורה של תכנית הבראה ואת יישומה. ברם, אני חולק בכל הכבוד על עמדתה **העקרונית** של השופטת אלשיך בדבר השונות שבין הסדרות. נוסף לכך, לעניות דעתי, אפילו לשיטתו של בית המשפט ההחלטה אינה נקייה מביקורת מבחינה **עיונית**. אבהיר דברים אלה. לטעמי, בנסיבות שבהן החייב הוא חדל פירעון, השוני בין מועדי הפירעון המקוריים של חובות שונים אינו מבדיל עוד ביניהם מבחינה מהותית. כל חוב לא-מובטח שווה בזכויות הפירעון לשאר החובות הלא-מובטחים. אין כל נפקות אם חוב אחד כבר הגיע מועד פירעונו ואם החוב השני, על פי תנאיו החוזיים, אמור להיפרע רק בעתיד. הדברים יפים לכל החובות הלא-מובטחים שחב בהם החייב, בין שאלה חובות לספקים, לנותני שירותים, לעובדים, לבנקים או למחזיקי אגרות חוב. אכן, מח"מ שונה של חוב יוצר עניין כלכלי שונה הבא לידי ביטוי בתמחור ריבית שונה על החוב. תמחור שונה זה מגלם סיכון לאי פירעון שונה לחובות בעלי מועדי פירעון שונים. מטבע הדברים, ככל שהמח"מ ארוך יותר, כך הנושה נחשף לסיכון רב יותר של אי פירעון. אולם, דברים אלה יפים רק בשעה שהחייב הוא בעל כושר פירעון. בעת חדלות פירעון הסיכון כבר התממש. אין עוד הסתברויות לפירעון צופות פני עתיד. מועדי הפירעון החוזיים המקוריים אינם נוגעים עוד לזכויות הנושה, וכל החובות כולם עומדים לפירעון לאלתר כאחד בהליך הקיבוצי.¹⁵⁶ לפיכך, אין עוד שונות כלכלית מהותית בין החובות השונים. בהתאמה, **פירעון שוויוני רשמי לכל החובות הלא-מובטחים בעת חדלות פירעון**, יהיו מועדי פירעונם המקוריים אשר יהיו, הוא גם השוויון **המהותי**. אשר על כן, דעתי היא כי אילו עמדה על הפרק להצבעה תכנית הבראה המקורית של **אפריקה ישראל**, אשר הציעה חבילה כלכלית זהה למחזיקים בכל הסדרות, לרבות סדרה ט', נכון היה לכנס את כל המחזיקים בכל הסדרות לאסיפת נושים אחת, ולא להפרידם לאסיפות סוג.¹⁵⁷

23.61 כאמור, לעניות דעתי, אפילו לשיטתו העקרונית של בית המשפט (שאני חולק עליה, בכל הכבוד), אשר סבר כי היה שוני מהותי בין זכויות המחזיקים בסדרה ט' לבין זכויות המחזיקים ביתר הסדרות, ההחלטה אינה נקייה מביקורת עיונית. טעמים אחדים לכך. ראשית, כל הסובר שקיים שוני מהותי בין סדרות אג"ח בעלות מח"מ שונה נדרש להבהיר מדוע שוני זה הצדיק ייחוד של המחזיקים בסדרה ט' אך לא הצדיק הפרדה נוספת גם בין המחזיקים ביתר סדרות האג"ח של החברה. סוף סוף, לסדרות שונות היו מועדי פירעון שונים. אם, לשיטת בית המשפט, שוני במועד הפירעון הוא שוני מהותי, ראוי היה להפריד בין המחזיקים בסדרות ולהציע חבילה כלכלית ייחודית ותואמת למחזיקים בכל סדרה שמועד פירעונה שונה משל האחרות. ברם, כזאת לא נעשה. שנית, כזכור, בית המשפט אישר לכנס אסיפת נושים אחת להצבעה על תכנית הבראה המעודכנת לאחר שנחה דעתו שהחבילות הכלכליות השונות שיינתנו לנושים מסדרה ט' מזה, ולנושים מיתר הסדרות מזה, מבטאות שוויון מהותי ביניהם. כלומר: בית המשפט נכנס לעומקה הכלכלי של תכנית הבראה, בחן אותה ומצא שהיא מפצה באופן כלכלי הולם את סדרה ט' על ייחודה לעומת יתר הסדרות. לשון אחר: לאחר שבית המשפט וידא

156 מטעם זה, בחישוב שיעור החוב הלא-מובטח העומד לפירעון, לא יגולם שיעור הריבית העתידית שטרם נצברה על החוב. ראו סעיפים 231(5), (6), 235(ב), 236(א)(1) לחוק חדלות פירעון. קדם להם סעיף 81 לפקודת פשיטת הרגל.

157 גם ועדת אנדרון המליצה לגלות זהירות ומתינות בפיצול מחזיקי אג"ח לאסיפות נפרדות ולא למהר לקבוע כי למחזיקי אג"חים שונים יש עניינים שונים ונפרדים. ראו דו"ח ועדת אנדרון, עמ' 84.

כי, מבחינה כלכלית, כל צד יקבל בתכנית ההבראה המעודכנת את החבילה השונה שהוא ראוי לה מבחינה מהותית, הוא אישר את כינוס המחזיקים בכל סדרות האג"ח יחד באסיפה אחת לשם הצבעה על התכנית. דא עקא, כבר הובהר לעיל בהרחבה כי דווקא הצעת תוכן כלכלי שונה לצדדים שונים מצדיקה את הפרדתם לאסיפות סוג, ולא את איחודם לאסיפה אחת.¹⁵⁸ כל אסיפת סוג תוכל לבחון באופן ייחודי, על בסיס המכנה המשותף שבין חבריה, את החבילה הייחודית המוצעת להם בתכנית. אין זה נכון שבעלי מכנה שונה (לשיטתו של בית המשפט) יבחנו יחד הצעה אחת המקנה לכל אחד מהם דבר שונה. לפיכך, לאחר שבית המשפט עודד מתן חבילה כלכלית שונה למחזיקים בסדרה ט', מוקשה בענייני כינוסם של המחזיקים בסדרה ט' עם המחזיקים ביתר הסדרות לאסיפה אחת. אין זאת אלא שפעם נוספת, בעידן שקדם לתיקון מס' 19 לחוק החברות, חשש בית המשפט מפיצול אסיפות ומכוח הסחטנות שהוא מקנה לאסיפת הסוג הנפרדת.¹⁵⁹ לבסוף, נדמה כי במידת-מה הפך בית המשפט את היוצרות. כפי שכבר נדון לעיל, עובר להצבעה באסיפות הנושים, אין בית המשפט יורד לעומקה של תכנית ההבראה ובוחר את תנאיה מבחינה כלכלית מהותית. זאת יש להשאיר להחלטתם של הנושים באסיפותיהם. בית המשפט מפעיל את שיקול דעתו הסופי אם לאשר את התכנית או לדחותה רק לאחר קבלת עמדתם של הנושים באסיפותיהם. בעניין אפריקה ישראל, אם בית המשפט כבר בחן מבחינה מהותית את תכנית ההבראה המעודכנת ונחה דעתו כי מבחינה מהותית כל הנושים, המחזיקים בסדרה ט' מזה והמחזיקים בשאר סדרות האג"ח מזה, זכו לחבילת פירעון ראויה, ההולמת מבחינה כלכלית את זכויותיהם והמבטאת שוויון מהותי ביניהם, אסיפת הנושים שתכונס לאחר מכן על שום מה? בנסיבות אלה בית המשפט כבר הקדים והשלים את המלאכה הכלכלית המונחת לפתחם של הנושים. אם כן, מה טעם עוד נותר לכינוס הנושים לאחר מכן? אין זאת אלא מהלך של רשמיות טקסית שספק אם עודו דרוש.¹⁶⁰ נכון יותר, לעניות דעתי, כי בית המשפט ימנע מלחוות את דעתו על טיבה הכלכלי של התכנית ועל תנאיה עד לאחר כינוס אסיפות הנושים וקבלת עמדותיהם.

(2) אסיפות מקדימות: מדלק נדל"ן ועד אלביט הדמיה

23.62 אגרות חוב המונפקות על ידי חברה מוחזקות בידי משקיעים מוסדיים ובידי מחזיקים פרטיים. מבחינה עקרונית, קולותיהם של אלה ושל אלה זכאים להיכלל בהצבעת הנושים הלא-מובטחים. עם זה, בעניין דלק נדל"ן התעורר דיון שמא עניינם של שני אבות טיפוס אלה של מחזיקי אג"ח בתכניות ההבראה הוא שונה.¹⁶¹ בפרשה זו, חברת דלק נדל"ן נקלעה לקשיים כספיים ופתחה במשא ומתן לגיבוש תכנית הבראה מול נושיה. החברה חבה חובות הן לבנקים והן לשלוש סדרות של אגרות חוב לא-מובטחות.¹⁶² המשקיעים המוסדיים החזיקו ברוב אגרות החוב של שתי סדרות, ד' ו-ה', ומחזיקים

158 לעיל פסקאות 23.43, 23.53–23.54.

159 עניין אפריקה ישראל, לעיל ה"ש 21, בפסקה 14, שם מודה השופטת שהפיצול יקנה לסדרה ט' כוח סחיטה.

160 לביקורת דומה על החלטתו של בית המשפט העליון בעניין כוכב השומרון I, ראו לעיל פסקה 23.52.

161 לעיל ה"ש 22.

162 סך כל החובות אשר הוסדרו בדלק נדל"ן עמד על כ-2.15 מיליארד ש"ח. ראו אבי שאולי "אושר הסדר החוב בדלק נדל"ן; תשובה הציל את עורו" גלובס (27.9.2012), זמין באתר: <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000787051>

פרטיים החזיקו במיעוטן. לעומת זאת, אגרות החוב של הסדרה השלישית, סדרה כ"ה, הוחזקו ברובן דווקא בידי מחזיקים פרטיים. יצוין כי החוב שגולם בסדרה כ"ה היווה 28% מן החובות שגולמו בכלל אגרות החוב של שלוש הסדרות יחדיו. השופטת אלשיך קבעה כי המשקיעים המוסדיים הם שחקנים חוזרים, אשר יש להם לא-פעם עסקים נוספים עם החברה ועם בעלי השליטה בה. לפיכך, הם עשויים להתייחס אל תכנית הבראה המוצעת להם בסלחנות יחסית ולא להתעקש על דרישות פירעון נוקשות יותר בעת המשא ומתן עובר לגיבוש תכנית הבראה. לתפישת בית המשפט, בכך נבדל עניינם של המשקיעים המוסדיים מעניינם של המחזיקים הפרטיים, שכן הללו האחרונים עשויים לדרוש דרישות נוקשות יותר בגדריה של תכנית הבראה ולא להסתפק במוצע להם על ידי החברה המגבשת את התכנית.¹⁶³

23.63 לאור קביעה זו של בית המשפט, אשר זיהה שוני בעניינים ובהשקפות בין המשקיעים המוסדיים לבין המחזיקים הפרטיים באשר לתכנית הבראה המוצעת, התעוררה השאלה אם יש לסווג את שני אבות הטיפוס של מחזיקים אלה באופן נפרד. השופטת אלשיך נמנעה מלסווגם בנפרד, בהדגישה את החשש שמא פיצול יתר לאסיפות סוג יגביר את כוח הסחטנות של כל קבוצה נפרדת.¹⁶⁴ עם זה, היא חזרה על עמדתה העקרונית מעניין **אפריקה ישראל** שלפיה לפני כינוסה של אסיפת נושים אחת יש לוודא הגשמה של שוויון מהותי בין כלל חברי הקבוצה.¹⁶⁵ כמו כן, השופטת הבהירה כי ביזורם של המחזיקים הפרטיים מעלה חשש כי הם ימעטו מלהשתתף ולבטא את קולם באסיפת הנושים הכוללת. לאור זאת, היא חששה כי עניינם של המחזיקים הפרטיים לא יבוטא כדבעי באסיפת הנושים הכוללת וידולל עד למאוד לעומת עניינם והצבעתם של המשקיעים המוסדיים.

23.64 המענה של בית המשפט להבדלי העניין שהוא מצא בין המשקיעים המוסדיים למחזיקים הפרטיים היה בהחלטתו לכנס אסיפות מקדימות של כל אחת מסדרות האג"ח בנפרד, עובר לאסיפת הנושים הכללית. באסיפה המקדימה יבטאו כל הנושים המחזיקים אג"ח של אותה סדרה את עמדתם כלפי תכנית הבראה המוצעת. לאחר מכן, יבטא הנאמן של סדרת האג"ח את עמדת המחזיקים של אותה סדרה בהצביעו בהתאם באסיפת הנושים הלא-מובטחים של החברה. באסיפת הנושים הלא-מובטחים ייצג הנאמן של כל סדרת אג"ח כוח הצבעה של מלוא ערך החוב המגולם באגרות החוב של הסדרה.¹⁶⁶ עם זה, קבעה השופטת כי באסיפה המקדימה של כל סדרה יקבעו המחזיקים בהצבעתם אם הם מייפים את כוחו של הנאמן להצביע באסיפת הנושים הלא-מובטחים לפי הכרעת הרוב באסיפה המקדימה (קרי: בשיטת "the winner takes it all") או להצביע הצבעה מפוצלת לפי התפלגות הצבעתם באסיפה המקדימה בעד התכנית או נגדה.¹⁶⁷ עוד קבעה השופטת כי אם באסיפה המקדימה תסמך

163 עניין **דלק נדל"ן**, לעיל ה"ש 22, בפסקה 2 (פורסם בנבו, מיום י"ח אדר התשע"ב, 12.3.2012).

164 שם, בפסקאות 4-5.

165 שם, בפסקאות 4-6.

166 שם, בפסקה 18.

167 שם. בית המשפט לא התייחס לשאלה מהו הרוב הדרוש באסיפה המקדימה לשם קבלת עמדתה – האם רוב פשוט מערך החובות או רוב מיוחס של 75% כנדרש באסיפת הנושים הכוללת לפי סעיף 350 לחוק החברות? בפסקה 9 להחלטתו מזכיר בית המשפט גם את עמדתה של רשות ניירות ערך, שממנה עלה כי קודם לכן לא הייתה הסדרה ברורה של אופן הצבעתם של מחזיקי אג"ח באסיפת נושים. לעתים הצביעו

סדרה את הנאמן להצביע בשיטת the winner takes it all, תישמר למחזיק אג"ח, שמצא את עצמו במיעוט באסיפה המקדימה, זכותו להוציא את עצמו מעמדתה של הסדרה, להתייצב אישית באסיפת הנושים הלא-מובטחים ולהצביע לפי עמדתו האישית.¹⁶⁸ בסופו של דבר, זכתה תכנית ההבראה המוצעת, שהועמדה להצבעה לאחר תיקונים מסוימים, לרוב גורף הן באסיפות המקדימות והן באסיפת הנושים הלא-מובטחים, ואושרה גם על ידי בית המשפט.¹⁶⁹

23.65 האסיפה המקדימה היא מעין גרסה מרוככת של אסיפת סוג, אולם אין היא אסיפת סוג לכל דבר ועניין. לפני חקיקתו של תיקון מס' 19 לחוק החברות, התנגדותה של אסיפת סוג כאסיפה לתכנית הבראה מוצעת מנעה באופן משפטי נחרץ את האפשרות לאישורה. לעומת זאת, אסיפה מקדימה אשר מצביעה נגד תכנית הבראה מוצעת אינה בהכרח סוף פסוק לאישור התכנית. הדבר תלוי בכוחה היחסי של אותה סדרת אג"ח בכלל החובות המיוצגים והמצביעים באסיפת הנושים הלא-מובטחים. עם זה, האסיפה המקדימה עשויה להעצים את כוח ההצבעה של אותה סדרת אג"ח באסיפת הנושים הלא-מובטחים. האסיפה המקדימה מסייעת לנאמן לבטא גם את הקולות האילמים של המחזיקים שאינם מגיעים, בדרך כלל, להצביע מחמת ביזור ההחזקות. בכך היא עשויה לבטא קול שהוא כאמור כעין קולה של קבוצת משנה מובחנת.

23.66 על אף זאת, דומני כי החלטתו של בית המשפט בעניין דלק נדל"ן לכינוס אסיפות מקדימות אינה עומדת במבחן הביקורת העיונית. טעמים אחדים לכך. ראשית, יסוד ההחלטה כאמור טמון בקביעתו של בית המשפט כי קיים שוני עניינים בין המשקיעים המוסדיים לבין המחזיקים הפרטיים. לאור זאת, ביקש בית המשפט לפתח מנגנון דיוני אשר יעצים את קולותיהם של המחזיקים הפרטיים. קביעתו זו של בית המשפט התבססה על הנחתו כי קיים שוני עניינים בין שני מיני המחזיקים באג"ח, אך הנחה זו לא הוכחה בראיות במקרה הנדון. אכן, המשקיעים המוסדיים הם שחקנים חוזרים במקרים של חברות שבקשיים. כך גם הבנקים. ואולם, דומה כי יהיה זה מרחיק לכת להבחין, הלכה למעשה, בין נושים אלה לנושים אחרים ולפצל ביניהם בהסתמך על הנחות הנובעות מתופעת השחקן החוזר בלי לבסס את השוני שבין הצדדים בראיות מוכחות המתייחסות למקרה הנדון בבית המשפט.¹⁷⁰ שנית, אפילו הוכח כי קיים שוני עניינים במקרה הנדון בין משקיעים מוסדיים למחזיקים פרטיים, דומה כי המענה הראוי לשוני זה הוא פיצול הנושים לאסיפות סוג לפי קו השבר שביניהם. כלומר: לשיטתו של בית המשפט, ייתכן שראוי היה לקבוע אסיפת סוג נפרדת למשקיעים המוסדיים ואסיפת סוג נפרדת

נאמני אג"ח הצבעה אחת אחידה בעבור כלל החוב המגולם בסדרה ולעתים הצביעו מחזיקי אג"ח הצבעה פרטנית באסיפת הנושים הכללית. ראו גם לעיל פסקאות 23.38–23.40.

168 עניין דלק נדל"ן, לעיל ה"ש 22, בפסקה 18 (פורסם בנבו, מיום י"ח אדר התשע"ב, 12.3.2012).

169 עניין דלק נדל"ן, לעיל ה"ש 22 (פורסם בנבו, מיום י"א תשרי התשע"ג, 27.9.2012).

170 ת"צ (מחוזי ת"א) 1469-02-13 לוי נ' פסטה נונה בע"מ, בפסקה 35ה (פורסם בנבו, מיום ד' כסלו התשע"ה, 26.11.2014), הקובע כי היותם של עורכי דין מסוימים "שחקנים חוזרים", המחזורים על הפתחים, אינה מסווגת באופן קטגורי את התביעה כבלתי הוגנת או כבלתי ראויה, וכל מקרה יבחן לגופו. אולם, ראו גם פסק דינו של השופט דנציגר המציג גישה הפוכה, בע"מ 4420/13 פלוני נ' פלונית (פורסם בנבו, מיום כ"ב טבת התשע"ה, 13.1.2015).

למחזיקים הפרטיים. פחות מובן מה הטעם העיוני לשוב ולכנס יחדיו את שתי קבוצות הנושים האמורים באסיפות משותפות, בין באסיפת נושים לא-מובטחים כללית ובין באסיפה של סדרה.

23.67 **שלישית**, עיון דקדקני בהחלטת בית המשפט מגלה כי המהלך של בית המשפט, אשר החליט לשוב אל סדרת האג"ח ולהעצימה באמצעות הצבעת האסיפה המקדימה, נעשה על רקע הנסיבות שעמדו לנגד עיניו. רוצה לומר: בית המשפט היה ער לכך שסדרת אג"ח כ"ה, שרוב אגרות החוב שלה הוחזקו בידי מחזיקים פרטיים, היוותה 28% מכלל החוב הלא-מובטח שמגלמות כל אגרות החוב מכל הסדרות. משמע שהצבעה מלאה ואחידה של סדרה כ"ה באסיפת הנושים הלא-מובטחים מבטיחה לה כוח חוסם, שכן בלעדיה לא ניתן להשיג את הרוב של 75% מערך החובות הדרוש על פי דין לאישור תכנית ההבראה.¹⁷¹ ברם, לעניות דעתי, החלטות עקרוניות על קביעת ההסדרים הדיוניים הראויים צריך שתיעשינה מראש, מבעד למסך הבערות, ולא לפי הנוחיות והיתרון הרגעי שהסדרים אלה יקנו לצד זה או אחר.¹⁷² לשון אחר: אם סובר בית המשפט כי ראוי להעצים את קולו של כל מחזיק אג"ח, בשל ביזור ההחזקות, ראוי היה לקבוע העצמה כאמור באמצעות אסיפה מקדימה בכל תנאי ובכל הנסיבות. אין לקבוע כלל כאמור רק לנסיבות מסוימות שבהן הכלל צפוי להוביל לתוצאה מסוימת. מחזיקים פרטיים מחזיקים באופן מבוזר הן באג"ח של סדרה שבה הם מחזיקים ברוב האג"חים והן בסדרה שבה הם מחזיקים במיעוטם. אם אסיפה מקדימה היא מענה לחולשת הביזור, יש לקיימה בכל תנאי ובכל הנסיבות.¹⁷³ דא עקא, מקרים מאוחרים יותר לימדונו כי לא כך הם פני הדברים ולא לכך התכוון בית המשפט.

23.68 עניין **אלביט הדמיה**¹⁷⁴ מדגים היטב כיצד עלולות להתהפך היוצרות, ותקדים **דלק נדל"ן** עלול דווקא להעצים את כוחם של המבקשים לאשר תכנית הבראה ולא לבולמה. בעניין זה גובשה תכנית הבראה שעיקרה המרת רוב החוב הלא-מובטח של החברה, ובכללו חובות לשמונה סדרות של אג"ח בשיעור כולל של 2.5 מיליארדי שקלים, ל-86% ממניות החברה. לצורך אישור תכנית ההבראה המוצעת ביקשה החברה לכנס אסיפת נושים לא-מובטחים להצבעה על התכנית. בהמשך לעניין **דלק נדל"ן**, הורה בית המשפט לכנס אסיפות מקדימות של כל אחת משמונה הסדרות ולכנס את אסיפת הנושים הלא-מובטחים כעבור 48 שעות מכינוס האסיפות המקדימות. זאת הפעם תוצאות ההצבעות של האסיפות המקדימות, אשר תורגמו להצבעה באסיפת הנושים הלא-מובטחים, היו כדלקמן: בעד תכנית ההבראה המוצעת הצביעו כ-70% מסך **החובות שהצביעו** באסיפות המקדימות. ואולם, לאחר הרחבתה והעצמתה של תוצאת ההצבעה של כל סדרה, לפי נוסחת *winner takes it all*, התברר כי

171 עניין **דלק נדל"ן**, לעיל ה"ש 22 (פורסם בנבו, מיום י"ח אדר התשע"ב, 12.3.2012), בפסקאות 13, 18. ב.
 172 JOHN RAWLS, A THEORY OF JUSTICE Ch. 1 (1971).
 173 אכן, בעקבות החלטתו של בית המשפט בעניין **דלק נדל"ן**, ציוו בתי המשפט לא-אחת על קיומן של אסיפות מקדימות של סדרות אג"ח עובר להתכנסותה של אסיפת הנושים הלא-מובטחים. ראו, למשל, עניין **אי. די. בי פיתוח**, לעיל ה"ש 51 (פורסם בנבו, מיום א' תמוז התשע"ג, 9.6.2013).
 174 לעיל ה"ש 43. יצוין כי עניין זה נדון כבר לאחר כניסת תיקון מס' 19 לחוק החברות לתוקף, אולם הדבר לא זכה למשקל כלשהו בבית המשפט.

התכנית המוצעת זכתה לרוב של כ-83% מסך החובות הגלומים בכל הסדרות. השופט אלשיך, יוצרת תקדים האסיפות המקדימות בעניין דלק נדל"ן, דנה גם בעניין אלביט הדמיה. במקרה זה, הסתייגה השופטת מן האפשרות שאסיפות מקדימות דווקא יסייעו למציעי התכנית לזכות ברוב הדרוש לאישורה. כדבריה: 175

"אותו פתרון חריג ביותר שננקט במקרה דלק, נבע ממצב דברים יחודי שבו עמדו זו מול זו סדרות אגרות חוב, שחלקן מוחזקות בידי רוב מובהק של מחזיקים פרטיים קטנים, ואילו האחרות בידי משקיעים מוסדיים. מצב דברים זה, על רקע החשש הספציפי שנוצר באותו מקרה, בדבר הבדל מהותי בין האינטרסים האפשריים של המשקיעים המוסדיים אל מול אלו של הפרטיים, יצר חשש ממשי כי הפסיביות המובנית של משקיעים קטנים תביא כמעט בוודאות לייצוג יתר של המוסדיים, מעל ומעבר למשקלם האמיתי במצבת הנשיה... כבר בשלב זה אעיר, כי ספק גדול בעיני, עד כמה ניתן או ראוי לגזור מאותו מקרה הלכה כללית, שתחול מכאן ואילך כמעט באורח אוטומטי בכל מקרה של הסדרי נושים למחזיקי אגרות החוב... במלוא הכבוד הראוי, לא לכך כיוונתי בפסק הדין בעניין דלק".

23.69 עניינו הרואות אפוא כי המנגנון של האסיפה המקדימה עלול לשמש גם כחרב פיפיות. אין לצפות מראש את פעולתו. כל המבקש לעגנו בדין עליו להביא זאת בחשבון. לא ניתן להפעילו רק בנסיבות שבהן הדבר נוח למי מן הצדדים אך למנוע את השימוש בו, כדיעבד, כאשר תוצאותיו אינן לרוחו של בית המשפט. כאמור, כשלעצמי, איני סובר שאסיפות מקדימות של סדרות אג"ח הן מנגנון מתאים להתמודדות עם הבדל עניינים בין הסוגים השונים של מחזיקי אג"ח.¹⁷⁶

ז. תיקון מס' 19 וחוק חדלות פירעון: סיווג אסיפות בהתקיים כפייה

1. חובות מובטחים

23.70 בעידן הכפייה על סוג מתנגד, סיווג אסיפות יכול שיעשה באופן רגיש יותר לעניינים הנבדל של נושים שונים. סיווג נפרד בעידן הכפייה אינו מתכון הכרחי למתן כוח חוסם, בלעדיו אין, בידי כל סוג. לאור זאת, יש מקום לשוב ולבחון את שאלת סיווגם של החובות המובטחים. נושים בעלי חובות מובטחים אינם חולקים בשווה בפירעון חובותיהם. כל נושה בעל חוב מובטח פועל, למעשה, על פי סולם העדפות פרטי וייחודי לו. כאשר אחד הנושים מובטח בשעבוד רחב היקף, נפרדים ענייניו מענייני נושה בעל חוב מובטח אחר. אמנם לשני הנושים יש שעבוד על אותו נכס (או נכסים). ברם, פירעונו של

175 עניין אלביט, לעיל ה"ש 43 (מיום י"ג אלול התשע"ג, 19.8.2013), בפסקה 5. בית המשפט קיבל את בקשתם של שני נושים שלא הספיקו להתייצב במועד אסיפת הנושים הלא-מובטחים ולהחריג את עצמם בהצבעה אישית מהצבעת הסדרה שעמיה נמנו, והורה לחשב גם את הצבעתם. דבר זה מנע את אישורה של תכנית ההבראה. שם, פסקה 20-21.

176 לעיל פסקאות 23.66-23.67.

כל אחד משני נושים אלה מן המשאב המשותף אינו שוויוני ויחסי. אדרבה, על שני חובות מובטחים חל עקרון העדיפות המוחלטת.¹⁷⁷ האחד עדיף מחברו. התבוננותו של הנושה בעל השעבוד הנחות בנושה העדיף ממנו היא בדיוק כהתבוננותו של כל נושה לא-מובטח בחוב מובטח. הנושה הנחות מבקש להשיא את ערך המשאב כדי שיוכל אף הוא להיפרע הימנו. לעומתו, הנושה העדיף מבקש להגביל את ערך המשאב לכדי שווי תביעתו האישית. ניכר הדבר אפוא כי בין כל שני נושים בעלי חובות מובטחים המתמודדים על פירעון מתוך משאב משותף מתגלע ניגוד עניינים. לפיכך, אין זה ראוי לסווגם יחדיו. לאמיתו של דבר, כל אחד מהם הוא סוג לעצמו.¹⁷⁸

23.71 שאלה מעניינת היא כיצד ראוי לסווג שני נושים או יותר המובטחים בשעבוד על נכסים שונים של החייב. גם בנסיבות כאמור ניתן לטעון כי לכל נושה עניין שונה מזולתו, שכן עניינו מגולם בנכס שונה. כלומר, אין בין שני הנושים מכנה משותף של ממש. ואולם, מצד שני, תכניות הבראה רבות מציעות לנושים המובטחים השונים תנאי פירעון שוויוניים. רוצה לומר: אחוז הפירעון המוצע להם, מועדי הפירעון וכיוצא בזה, הם דומים. בנסיבות כאמור, התייחסותם לתכנית ההבראה ולוויתור הנדרש מהם על פיה, אם נדרש, היא התייחסות דומה. עניין משותף כאמור עשוי להצדיק סיווג משותף של החובות המובטחים בנסיבות כאמור. עם זה, אם טיבו של הנכס המבטיח את זכותו של כל אחד מן הנושים שונה באופן מהותי מן הנכס האחר, או אם קיימת שונות מהותית בתנודות הערך של כל נכס, הנושים השונים נחשפים לסיכון שונה מבחינה מהותית לאורך תקופת ביצוע תכנית ההבראה. שונות מהותית בסיכון זה עשויה להצדיק אפוא סיווג נפרד של החובות המובטחים בנסיבות העניין.

2. חובות לא-מובטחים

(א) כללי

23.72 חובות לא-מובטחים נפרעים באופן שוויוני יחסי. כלל זה יוצר להם עניין משותף המצדיק גם סיווג משותף באסיפה אחת, כל עוד לא הוצעו לנושים אלה הצעות כלכליות שונות. דברים אלה, אשר היו יפים עובר לתיקון מס' 19 לחוק החברות יפים באותה מידה גם בעידן הכפייה על סוג מתנגד. עם זה, דווקא בעידן הכפייה ראוי להקפיד היטב על סיווג נושים לפי עניינם הכלכלי. חרף נקודת המוצא השוויונית, אין לערב נושים בעלי עניין כלכלי מנוגד, גם אם הם חולקים זכות רשמית משותפת. כך, למשל, כאשר נושה אחד נערב בערבות של צד שלישי והאחר אינו נערב, יש מקום להפריד ביניהם לצורך הצבעה.¹⁷⁹ אכן, נקודת ראותם בכל הנוגע לתכנית ההבראה עלולה להיות שונה ככל שתכלול התכנית הוראות פרטניות באשר לגורל הערבות, או שתבקש לפרוע לכל אחד מנושים אלה חלק פירעון שונה.

177 לעיל פסקה 16.3.

178 השו"ב §1122 Bankruptcy Code.

179 לעיל פסקה 23.52. ראו גם פש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05, בש"א 26806/05 בעניין קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ, בפסקה 5 (פורסם בנבו, מיום א' טבת התשס"ו, 1.1.2006).

(ב) נושה מובטח בחסר

23.73 שאלה מאתגרת היא סיווגו הראוי והצבעתו של נושה המובטח בחסר. נושה כאמור נפרע תחילה כנושה מובטח כדי שווי בטוחתו. יתרת חובו נדונה כחוב לא-מובטח. האם בנוגע לחוב זה ראוי לסווגו לאסיפת הנושים הלא-מובטחים, או שמא ראוי לסווגו כנפרד?¹⁸⁰ מבחינת עניינו הכלכלי, יש לנושה כאמור עניין להשיא את פירעונו כחוב מובטח ולצמצם את חלק הפירעון שעליו יתבקש לוותר כנושה מובטח לטובת הנושים הלא-מובטחים על פי התכנית המוצעת. ברם, עניינם של יתר הנושים הלא-מובטחים הוא דווקא מנוגד: להשיא את חלק הפירעון שעליו יידרש הנושה המובטח לוותר בתכנית ההבראה, ובכך להגדיל את יתרת הפירעון שתעמוד לרשותם. לפיכך, קיים ניגוד עניינים ביניהם.¹⁸¹ בנסיבות כאמור יש לבחון מהו הסכום הכספי שעליו יידרש הנושה לוותר בחלק חובו המובטח (בהשוואה לפירעון מלוא עדיפותו על פי דין) ולהשוותו לסכום התוספת הכספית שבה יזכה אותו נושה, מכוח חובו הלא-מובטח, כתוצאה מן הוויתור של החובות המובטחים השונים.¹⁸² ליבו של נושה המובטח בחסר ייטה יותר אל חלק חובו שבו סכום הוויתור הכספי האישי או התוספת הכספית האישית, לפי העניין, הוא גבוה יותר.¹⁸³ קיים אפוא חשש שהצבעתו של הנושה האמור באסיפת הנושים האחת בעניין תכנית ההבראה תושפע מעניינו הכלכלי דווקא בקבוצת הנושים האחרת ותבטא את העדפתו הכלכלית בקבוצה האחרת. משום כך, לעניות דעתי, ראוי לסווג נושה המובטח בחסר לפי מידת עניינו הכלכלי העודף כאמור ולאפשר לו להצביע באותה האסיפה אך לא באסיפה האחרת.¹⁸⁴

180 בארה"ב קיימת פסיקה מנוגדת באשר לשאלה אם לסווג נושה המובטח בחסר כנפרד או עם קבוצת הנושים הלא-מובטחים. לפסיקה שמתירה את הכללתו בקבוצת הנושים הלא-מובטחים ראו, למשל, *In re Walat Farms, Inc.*, 64 Bankr. 65 (Bankr. E.D. Mich. 1986); *In re Seascope Cruises Ltd.*, 131 B.R. 241, 243 (Bankr. S.D. Fla. 1991). לפסיקה מנוגדת ראו, למשל, *In re America West Airlines*, 142 B.R. 901 (1992). גם כשנושה כאמור מסווג יחד עם הנושים הלא-מובטחים, מעניין לראות שבת המשפט עדיין מודע לניגודי העניינים האפשריים בינו לבינם. כך, למשל, נפסק שעורך הדין המייצג את אסיפת הנושים הלא-מובטחים אינו יכול להיות עורך דינו של הנושה המובטח בחסר. ראו, *In re Whitman*, 101 B.R. 37 (Bankr. N.D. Ind. 1989). לנטייה לסווג נושה מובטח בחסר כאסיפה בפני עצמה, ראו עניין **השותפות בש-רבסקי**, לעיל ה"ש 95.

181 התנגשות עניינים צפויה נוספת היא בין ספקים נושים (trade creditors), המוכנים להסתפק בפירעון נמוך באופן יחסי של חובותיהם בתמורה להמשך קיום החברה וניהול העסקים עימה, לבין הנושים הפיננסיים אשר אין להם עניין ממשי בהמשך קיומה של החברה הנדונה. ראו Susan F. Balaschak, *Rehabilitation or Quick Fix: "Chapter 22s"*, 15-10 AM. BANKR. INST. J. 1 (1996-1997). לדחיית הבחנה מלאכותית בין קבוצת עובדים, שעבודתם בחברה הופסקה לפני פתיחת הליך חדלות הפירעון, לבין קבוצת עובדים שהמשיכו לעבוד בחברה לאחר פתיחת הליך חדלות הפירעון, אך הפסיקו לעבוד בה עובר לאישור תכנית ההבראה, ראו עניין **זידאן**, לעיל ה"ש 109.

182 סכום התוספת הכספית שהנושה יזכה בה מכוח חובו הלא-מובטח הוא מכפלת סכום התוספת הכספית לטובת הנושים הלא-מובטחים בשיעור חלקו היחסי של החוב הלא-מובטח של אותו נושה בסך החובות הלא-מובטחים.

183 השוו תנ"ג (מחוזי ת"א) 7541-12-14 **לייבוובין נ' יורש** (פורסם בנבו, מיום כ"ה אייר התשע"ו, 2.6.2016) (להלן: עניין **צמיחה**); דוד האן "נקי יהיה מביתו": עניין אישי באישור עסקה של חברה "הפרקליט מט 93 (2006).

184 בארצות-הברית נדרש Chapter 11 לחשש נוסף בנוגע לזכויותיו של נושה המובטח בחסר. החשש הוא כי היום של תכנית ההבראה, אשר כדבר שבשגרה שם הוא הנהלת החברה, יתזמן את המועד להגשת התכנית

ג) סדרות אג"ח

23.74 בעידן כפייה על סוג מתנגד ניתן לגלות רגישות גבוהה יותר להבדלי עניין בין נושים שונים ולסווגם באסיפות נפרדות. אף על פי כן, לעניות דעתי, מחזיקי אג"ח לא-מובטחים מסדרות שונות עדיין ראויים להצביע באסיפה אחת של החובות הלא-מובטחים. בעניין זה אין בשינוי החקיקה של תיקון מס' 19 לחוק החברות כדי לשנות את עמדתי בדבר הסיווג הראוי של מחזיקי האג"ח. סיווג כל האג"חים באסיפה אחת לפני תיקון מס' 19 לא היה סיווג מכליל ומתפשר עקב חוסר היכולת (באותה השעה) לכפות על קבוצה מתנגדת. כפי שנדון לעיל, בעת חדלות פירעון של החברה החייבת, סיכון אי הפירעון של האג"ח כבר התממש.¹⁸⁵ ההבדלים בין מח"מים שונים ושיעורי ריבית שונים שהוצמדו לסדרות האג"ח השונות אינו מעניין עוד. מועדי הפירעון המקוריים וההבדל בשיעורי הריבית משקפים סיכון אי פירעון עתידי שונה לאג"חים שונים. ברם, משהתממש הסיכון, ההבדלים של מועדי הפירעון אינם נוגעים עוד בדבר. משבר אי הפירעון של כל האג"חים הלא-מובטחים הוא משבר זהה. לפיכך, ראוי כי הם יכונסו יחד באסיפה אחת. נימוק זה יפה כמובן גם לאחר תיקון מס' 19 לחוק החברות.

ח. פסילת מצביעים

1. נושים המחזיקים גם במניות החברה

23.75 נושים מצביעים באסיפות הנושים על תכניות הבראה. ברם, לעתים, נושים מסוימים מחזיקים גם במניות החברה שבהליך הבראה. נסיבות כאמור שכוחות אצל משקיעים מוסדיים, אשר לא פעם רוכשים לתיקי ההשקעות שמנוהלים אצלם הן מניות והן אג"חים של אותה חברה. כאשר מוצעת לאסיפות תכנית הבראה של חברה, מצויים המשקיעים האמורים בעמדה מרובת עניינים. בין הנושים

לתקופה שבה שווי הבטוחה נמוך במיוחד בשוק, וקיימת ציפייה שכעבור זמן נוסף היא תשוב ותעלה בערכה. באמצעות אישור תכנית הבראה באותה שעה עשויים המנהלים לצמצם את פירעונו העדיף של הנושה המובטח ולהותיר את מרבית תביעתו כחוב לא-מובטח שפירעונו יהיה בשוויון עם יתר הנושים הלא-מובטחים. כדי לסכל הערמה כאמור מצד יזם התכנית מאפשר החוק לנושה המובטח לבחור להמיר את תביעתו המפוצלת (כלומר, החלק המובטח בשעבוד והחלק היתר כחוב לא-מובטח) בתביעה אחידה ומובטחת במלואה. במילים אחרות: משבחר הנושה המובטח באפשרות זו, תיחשב כל תביעתו למובטחת בשעבוד, לפי ערכה המהוון של הבטוחה, והנושה מותר בכך על כל תביעת חוב לא-מובטחת בגין יתרת החוב. לשון אחר, הנושה בוחר להפוך את תביעתו, למעשה, לתביעה מובטחת בשעבוד בלא זכות חזרה (non-recourse loan, בלע"ז). באופן מעשי, בחירה כאמור כדאית לנושה רק אם הוא אמנם צופה עלייה של ממש בשווי הבטוחה לאחר אישור תכנית הבראה ובנסיבות ששיעור הפירעון של החובות הלא-מובטחים הוא נמוך באופן יחסי. ראו Bankruptcy Code §1111(b). ראו Sandy Ridge Dev. Corp. v. Louisiana Nat'l Bank, 881 F.2d 1346, 1350 (5th Cir. 1989); James A. Pusateri, Lloyd C. Swartz & Mark A. Shaiken, *Section 1111(b) of the Bankruptcy Code: How Much does the Debtor Have to Pay and When Should the Creditor Elect?*, 58 AM. BANKR. L.J. 129 (1984); Darrell G. Waas, *Letting the Lender Have It: Satisfaction of Secured Claims by Abandoning a Portion of the Collateral*, 62 AM. BANKR. L.J. 97, Part IV (1988). בישראל, לעומת זאת, אני סובר כי החשש מפני הערמה כאמור מצד היזם של תכנית הבראה אינו חשש רציני מעיקרא. כזכור, בישראל, יזם תכנית הבראה הוא בעל התפקיד, ולא הנהלת החברה לבדה. די בכך כדי להפיג את החשש מפני הערמה כאמור בתזמון הגשת תכנית הבראה על חשבון הנושים המובטחים. לפיכך, לדעתי, אין צורך בהוראת חוק מקבילה אצלנו.

185 לעיל פסקאות 23.60–23.61.

לבין בעלי המניות של חברה יש שוני עניינים באשר לתכנית הבראה מוצעת. תכנית שאינה פורעת לנושים את מלוא חובותיהם, אך מציעה להותיר ערך בידי בעלי המניות, בין אפשרה ובין בשל ערך כלכלי נטען שבעלי המניות מעבירים לחברה כנגד, מעוררת את המתח שבין הקבוצות. הוויתור או ההפסד של הנושים בנסיבות אלה עשוי להיות הרווח של בעלי המניות. נושה שהוא גם בעל מניות ניצב כשרגלו האחת באסיפת נושים ורגלו האחרת באסיפת בעלי מניות. שוני העניינים שבין שתי הקבוצות מעיב על כשרות הצבעתו. כשהוא מצביע באחת מן הקבוצות ליבו ועניינו עלולים להיות בעניינה הכלכלי של הקבוצה האחרת. בכך נשמט המכנה המשותף שבינו לבין יתר חברי הקבוצה. לפיכך, יש להדירו מהצבעה בקבוצה זו.

23.76 השפעת מעמדו הכפול של משקיע כנושה וכבעל מניות על כשירותו להצביע באסיפה התעוררה בשנת 2009 בהבראה (הראשונה) של חברת הספנות צים. בעניין זה הוצע, בין היתר, כי החברה-האם של צים, החברה לישראל, המחזיקה בכ-99% ממניותיה, תזרים לצים סכום של 400 מיליון דולר ארה"ב. החברה לישראל היא חברה ציבורית. הזרמת הכסף האמורה ממנה אל צים הייתה עסקה של חברה עם בעל השליטה בה. עסקה כאמור טעונה אישור לפי סעיף 275 לחוק החברות.¹⁸⁶ באסיפת בעלי המניות לפי הסעיף האמור יש לבחון אם הצביעו בעד העסקה מניות במידה מספקת באסיפה הכללית, בלא קולותיהם של בעל השליטה ושל כל מי שיש לו עניין אישי באישור העסקה.¹⁸⁷ רשות ניירות ערך חיוותה דעתה כי משקיע מוסדי אשר הוא נושה בצים וגם בעל מניות בחברה לישראל יוכל להצביע באסיפה הכללית של האחרונה רק אם עניינו הכלכלי בהזרמת הכסף מכוח החזקתו במניות החברה לישראל גדולה ב-30% או יותר מעניינו הכלכלי בהזרמת הכסף האמורה כנושה בצים.¹⁸⁸

23.77 העמדה האמורה של רשות ניירות ערך נכונה מבחינת עניינו הכלכלי של המשקיע בעל ההחזקות הסותרות. אכן, לטעמי, הקביעה מהי הקבוצה שבה יהא המשקיע זכאי להצביע ומהי הקבוצה שממנה יש להדירו תיקבע לאחר בחינת עניינו האישי כנושה מזה, וכבעל מניות מזה, בערך הכלכלי המועבר על פי התכנית המוצעת מן הקבוצה האחת אל הקבוצה האחרת. ברם, בשונה מעמדת הרשות, גישתי היא כי אין צורך בהפרש עניינים כלכליים בשיעור כה גבוה של 30% כדי לקבוע אימתי יש עניין אישי המעכב הצבעה ואימתי אין עניין כאמור. לשיטתי, עניינו האישי של המשקיע כבעל מניות בערך האמור יושווה לעניינו האישי כנושה בערך זה. ליבו יימצא עם הקבוצה שבה עניינו הכלכלי גדול יותר,

186 אמנם החברה במקרה זה, צים, היא חברה פרטית ואילו החברה הציבורית, החברה לישראל, היא בעלת השליטה בה, ברם עמדתה של רשות ניירות ערך היא כי גם עסקאות כאמור טעונות אישור בחברה הציבורית לפי סעיף 275 לחוק החברות. ראו דיווח מידי של החברה לישראל באתר מגנא (מיום 21.10.2009), זמין באתר: <http://www.magna.isa.gov.il/details.aspx?id=01246&reference=2009-01>; 261027.

187 נכון לשעת עסקה זו, דרש סעיף 275(א)(3) לחוק הצבעה תומכת של שלישי מקרב בעלי המניות המצביעים שאינם בעל השליטה ובעלי עניין אישי נוסף באישור העסקה. תיקון מס' 16 לחוק החברות שינה זאת והוא דורש כיום תמיכה של רוב מקרב בעלי המניות הבלתי נגועים בעניין אישי.

188 רשות ניירות ערך עניין אישי של גופים מוסדיים – הצבעה באסיפת החברה לאור החזקתם באג"ח של צים (מיום ב' חשון התש"ע, 20.10.2009). מבירור שערכתי עם רשות ניירות ערך, בעת חיבור מהדורה זו של הספר, התברר לי כי עמדת הרשות היא שאם חברה תציע מבחן אחר בדבר הפער הכלכלי שבין עניינו הכלכלי של מצביע בכוח כבעל מניות לבין עניינו הכלכלי כנושה, ומבחן זה יימצא סביר בעיני הרשות, היא לא תתערב ותאפשר את יישומו של המבחן המוצע על ידי החברה.

ללא חשיבות להפרש. זו הקבוצה שעזימה הוא עודנו חולק מכנה משותף, ולפיכך בקרבה הוא זכאי להצביע. לעומת זאת, יש להדירו מהצבעה בקבוצה האחרת, שבה עניינו הכלכלי פחות.¹⁸⁹ כך, למשל, נניח כי מחזיקי האג"ח נושים בחברה 300 מיליון ש"ח. בשל מצבה של החברה וערכה הכלכלי הנטען, תכנית הבראה מציעה להקצות לנושים אלה ערך של 200 מיליון ש"ח ולהותיר ערך של 20 מיליון ש"ח לבעלי המניות הקיימים. נניח עוד, כי בית השקעות מסוים מחזיק ב-10% מן האג"חים של החברה וב-4% ממניותיה.¹⁹⁰ ניכר לעין כי ב-20 מיליון ש"ח שנמנעים בנסיבות כאלה ממחזיקי האג"ח לטובת בעלי המניות, מפסיד בית ההשקעות ערך של שני מיליון ש"ח כנושה (20,000,000 * 10%) ומרוויח, מן העבר השני, כבעל מניות ערך של 800,000 ש"ח (20,000,000 * 4%). עיקר עניינו הכלכלי בתכנית המוצעת הוא אפוא בעמדתו כנושה של החברה. לשיטתי, בית השקעות זה יצביע אפוא על התכנית המוצעת באסיפת הנושים אך יודר מהצבעת בעלי המניות לגביה.¹⁹¹

23.78 לעתים בעל מניות שליטה קיים הוא אחד המציעים המבקש לרכוש את השליטה בחברה העוברת הליך הבראה או הסדר, ובאותה שעה הוא גם נושה בחברה. נקל להבחין כי, בנסיבות כאמור, הצבעתו של בעל השליטה כנושה בעד הצעתו לרכישת השליטה בחברה נגועה בניגוד עניינים. הוא ניצב משני צידי המתרס, הן בצד המוכר והן בצד הרוכש. בנסיבות כאמור יש לפסול את הצבעתו של בעל השליטה ולא לאפשר לכוללה בחישוב ההצבעה באסיפת הנושים.¹⁹²

2. חוסר תום לב

23.79 נושים עלולים לעתים לפעול באסיפת נושים ממניעים שכשרות פעולתם מוטלת בספק ובאופן אשר עלול להטות את תוצאות ההצבעה. אופן פעולתם אינו ניכר בהכרח לעין כל. פעולה כאמור עלולה להיחשב כפעולה בחוסר תום לב, והנושים יידרשו לעמוד לביקורת שיפוטית קפדנית.¹⁹³ פעולות אלה עלולות לכלול פעולה שנועדה לקדם תכנית הבראה שאלמלא הפעולה ספק אם הייתה זוכה לאישור אסיפת הנושים, מחד גיסא, ופעולה שנועדה לסכל את אישורה של תכנית כאמור, מאידך גיסא. שתי יוזמות כאמור יידונו להלן.

189 עניין צמיחה, לעיל ה"ש 183; האן, "נקי יהיה מביתו", לעיל ה"ש 183.
 190 ההתייחסות בעניין זה עשויה להיות לבית השקעות שלם או לאחת מן הקרנות או הקופות בו, אם היא מחזיקה ועדת השקעות נפרדת מקרנות או מקופות אחרות שבניהול אותו בית השקעות.
 191 בעניין אלון רבוע כחול, לעיל ה"ש 83, התעוררה השאלה אם למשקיעים מוסדיים, שהיו גם נושים של החברה וגם בעלי מניותיה, יהיה עניין אישי שימנע מהם להצביע כבעלי מניות על תכנית מוצעת שפורעת לנושים את מלוא חובותיהם (100%) ומקצה עוד ערך לבעלי המניות הקיימים. לטענת באי כוח החברה, לאור זאת שהתכנית פורעת 100% לנושים, הרי שהם אדישים לכל תוספת ערך שתתקבל בידי בעלי המניות ואין להם כל "עניין אישי" בהצבעתם כבעלי מניות. כבעלי מניות, יש להם עניין משותף עם יתר בעלי המניות להשיא את הערך שיתקבל על ידיהם בלי לשאת בכל מחיר כאמור כנושים. עם זה, הכונס הרשמי טען שלמשקיעים אלה יש עניין כלכלי בהצעה גם כנושים, שכן דחיית ההצעה בידי קבוצת בעלי המניות תסב לנושים נזק כלכלי ניכר שערכו היחסי בעבור המשקיעים המוסדיים האמורים עולה בהרבה על הערך הכלכלי המוצע להם כבעלי מניות. לבסוף, הסתיים העניין בפשרה ובהסכמה בין הצדדים.
 192 פר"ק (מחוזי ת"א) 37456-06-14 בעניין אורכית תקשורת בע"מ (בפירוק זמני) (פורסם בנבו, מיום ו' אב התשע"ה, 22.7.2015).
 193 סעיפים 84(ד) ו-195(ב) לחוק חדלות פירעון. ראו, למשל, עניין התמח"ת, לעיל ה"ש 41 (מיום ג' שבט התשע"ו, 13.1.2016).

(א) עניין קווי אשראי: רכישת אג"ח לשם תמיכה בבעל השליטה

23.80 בעניין קווי אשראי¹⁹⁴ הועלו להצבעת הנושים שתי הצעות הסדר. הצעה אחת גובשה על ידי נאמן האג"ח, וההצעה השנייה – על ידי מפרקי החברה. נאמן האג"ח הציע הסדר שבו יתפשרו נושי החברה עם בעלי מניותיה שנתבעו על ידי המפרקים על סכום מסוים וסכום זה ישולם לנושים. סכום הפשרה המוצע גילם פירעון של כ-29% מחובות הנושים הלא-מובטחים. המפרקים הציעו להמשיך בתביעתם נגד בעלי המניות הנתבעים ולמצותה. עוד הציעו כי רוכש חדש ירכוש מכל נושה שירצה בכך את נשייתו בשיעור של 33% מערכה. נושה שלא ירצה בכך, ימשיך להיות נושה עד למיצוי תביעת המפרקים נגד בעלי המניות הנתבעים. אסיפת הנושים הלא-מובטחים דחתה את הצעת המפרקים ואישרה ברוב הדרוש את הצעת נאמן האג"ח. ואולם, בדיון בבית המשפט התבררו נקודות כלכליות אחדות שהעיבו כצל על הצבעת מחזיקי האג"ח לנושים לא-מובטחים.

23.81 הנקודה האחת היא שרוב ניכר מן האג"חיים (כ-85% מסך נשיית האג"חיים) נרכש בסמוך לפני ההצבעה בידי מחזיקיהם בעת ההצבעה, לאחר שבמשך שנים לא היה כל מסחר באג"חיים. האג"חיים נרכשו במחיר הגבוה מן התמורה המוצעת לאג"חיים בכל אחד משני ההסדרים המוצעים. עניין זה עורר את תמיהתו של בית המשפט באשר להיגיון הכלכלי ולטעם שבהצבעה תומכת של מחזיקי האג"ח האמורים בעד הסדר שהציע להם פחות מן הסכום שזה עתה שילמו תמורת האג"חיים. הנקודה השנייה היא שהנושים הצביעו בעד הצעת הנאמן אשר הציעה להם, מבחינה כלכלית, פחות מהצעת המפרקים. כאמור, לפי הצעת הנאמן, הנושים היו אמורים להסתפק בפירעון 29% מנשייתם ואילו לפי הצעת המפרקים עמדה לרשותם הזכות לפדות את נשייתם ב-33% מערכה או לבחור להמתין עד למיצוי תביעת המפרקים. בשל התנהלות כאמור של מחזיקי האג"ח, שהעיבה על הצבעתם והטילה עליה צל של חוסר תום לב, לא אישר בית המשפט (השופט אורנשטיין) את הצעת הנאמן על אף שהיא זכתה לאישור הנדרש באסיפת הנושים הלא-מובטחים.

23.82 אכן, אם בית המשפט מזהה חוסר תום לב בהתנהלות הנושים, שומה עליו לשקלו היטב ולבחון בדקדקנות את תכנית ההבראה המוצעת בטרם יאשרנה. אמנם אישור אסיפות הנושים הוא רכיב עיקרי באישורן של תכניות הבראה, אך הוא לא הרכיב הבלעדי. לבית המשפט שמור שיקול דעת אם לאשר תכנית כאמור או לא לאשרה אפילו זכתה ההצעה לברכתם של הנושים. בית המשפט שוקל שיקולים רחבים לפני שהוא מצרף את אישורו לתכנית כאמור.¹⁹⁵

194 לעיל ה"ש 31.

195 ראו גם פש"ר (מחוזי ת"א) 1242/02 בעניין שכירו תעשיות זכוכית בע"מ (בהקפאת הליכים) (פורסם בנוב, מיום ח' תמוז התשס"ב, 18.6.2002). לדיון על שיקול דעתו של בית המשפט באישור תכניות הבראה ראו להלן פרק עשרים-וארבעה.

(ב) עניין גילאון: רכישת אג"חים לשם שלילת הסדר

23.83 נסיבות הפוכות התעוררו בעניין גילאון.¹⁹⁶ בעניין זה רכש מתחרה ויריב עסקי מר של בעל השליטה אג"חים של החברה החייבת לאחר שהחלו הליכי הבראתה. היריב העסקי רכש אג"חים בשיעור העולה על 25% מסך הנשייה, דבר שהקנה לו גוש קולות חוסם בקרב אסיפת הנושים שעתידה הייתה להתכנס. בית המשפט השתכנע כי שיקולו העיקרי של רוכש האג"חים בהתייחסו להצעת החברה היה לסכל את ההצעה ולנתב את החברה להליך של פירוק, שם ניתן יהיה למצות הליכי תביעה לאחריות אישית של בעל השליטה. לפי התרשמותו של בית המשפט, מהלך כאמור היה חלק ממאזן של תביעות הדדי בין שני היריבים העסקיים הנצים ביניהם לאורך זמן. לטעמו של בית המשפט, טיב היחסים העכור בין הצדדים, הצטרפותו של היריב העסקי לנושה של החברה רק בעת קשייה וכוונתו לסכל כל היתכנות של אישור הצעת הבראה או הסדר, יצרו חיץ מהותי בין עניינו של נושה זה לבין ענינם של יתר הנושים. הנושה האמור אינו בוחץ כמותם את טיב ההצעה בעבור הנושים בהשוואה לחלופה של פירוק. הוא מוטה נגד ההצעה מראש.¹⁹⁷

23.84 פער העניינים שנפער בין היריב העסקי של בעל השליטה לבין יתר הנושים העיב על הצבעתו של הראשון בקרב אסיפת הנושים. החשש היה כי היריב העסקי יצביע נגד ההצעה וישמש גוש חוסם, ממניעים חיצוניים לטובתם של נושי החברה. התמודדות משפטית אפשרית עם מציאות זו היא להדיר את הנושה מהצבעה באסיפת הנושים מחמת חוסר תום לב שנפל בהתנהלותו. רוצה לומר: הצירוף של הנסיבות הלא-טבעיות לרכישת האג"חים על ידיו, יריבותו עם בעל השליטה וההצבעה הלעומתית שהתעתד לנקוט מבעוד מועד בשל כך, מלמד כי הצבעתו נובעת משיקולים זרים לטובת קבוצת הנושים. זו הצבעה פגומה ועל כן יש למונעה.¹⁹⁸ ואולם, בית המשפט נזהר מלפסול את הצבעת הנושה באופן מוחלט ועל כן נקט אמצעי משפטי מתון יותר. בית המשפט סיווג את היריב העסקי לאסיפת סוג נפרדת, בהיותו נושה בעל עניין שונה מיתר הנושים. בית המשפט הסתמך על סמכותו לאשר תכנית

196 פר"ק (מחוזי ת"א) 13-04-24819 בעניין גילאון השקעות (1979) בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"א כסלו התשע"ד, 14.11.2013).

197 לדיון בשאלה אם בעסקה של חברה ציבורית או של חברת אג"ח שבה לבעל השליטה יש עניין אישי, עוינות אישית של בעל מניות אחר כלפי בעל השליטה עלולה ליצור לאותו בעל מניות "עניין אישי שלילי" – ולפיכך, לפגוע ביכולתו להיכלל בקרב יתר בעלי המניות לצורך אישור העסקה לפי סעיף 275(א)(3) לחוק החברות – ראו ה"פ (מחוזי ת"א) 12-12-646 נפקו סטאר בע"מ נ' קרל גאוס בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ' שבט התשע"ג, 31.1.2013); ה"פ (מחוזי י-ם) 11-05-7236 גולדפון בע"מ נ' ב. יאיר חברה קבלנית לעבודות בניה 1988 בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"א אב התשע"א, 11.8.2011); ה"פ (מחוזי ת"א) 11-12-44660 איי אל ישראל אקוויטי בע"מ נ' תרביק בע"מ (פורסם בנבו, מיום ט"ו טבת התשע"ב, 10.1.2012); ה"פ (מחוזי ת"א) 12-05-18198 מלם – תים בע"מ נ' ליפסס (פורסם בנבו, מיום כ"ג תמוז התשע"ג, 1.7.2013); ת"א (מחוזי ת"א) 11-12-18327 כמיפל בע"מ נ' ניאופרם השקעות 1966 בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ' אייר התשע"ג, 30.4.2013).

198 ראו, למשל, עניין קרוי אשראי, לעיל ה"ש 31 (פורסם בנבו, מיום ז' תשרי התשע"ג, 23.9.2012); ע"א 3224/07 בן דוד נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, מיום ט' אייר התשס"ט, 3.5.2009).

הבראה מוצעת חרף הצבעתה המתנגדת של אסיפת סוג. 199 כך מצא בית המשפט מוצא נגד כוחו החוסם של היריב העסקי.

23.85 בעניין גילאון זיהה בית המשפט קושי נכון בהותרת היריב העסקי להצביע בקרב אסיפת הנושים. הברדל העניינים ביניהם לא הצדיק את הכללתו בקרב הנושים המצביעים באסיפה זו. ואולם, הפתרון שנקט בית המשפט הוא מעניין. ככלל, סיווג נושים לאסיפת סוג נפרדת נועד להעצים דווקא את קולם השונה ולבטאו. סיווג זה בא, על פי רוב, כמענה לחשש שמא הכללתם בקרב אסיפת נושים רחבה תטביע את קולם, ועניינם המיוחד לא יבוא לידי ביטוי. 200 כלומר, הסיווג הנפרד הוא הגנה לבעל העניין הכלכלי הנפרד. עם זה, כאיוון מפני סחטנות אפשרית, מאפשר החוק לבית המשפט לאשר את תכנית ההבראה חרף הצבעתה המתנגדת של אסיפת הסוג הנפרדת. ואולם, בשל הרצון להגן על זכויות הסוג הנפרד, כפייה כאמור אפשרית רק אם בית המשפט משתכנע כי התכנית היא הוגנת וצודקת בעבור הסוג המתנגד. 201 נטל השכנוע כי התכנית היא הוגנת וצודקת מוטל אפוא על הצד המבקש את אישורה. 202 לעומת זאת, השימוש שעשה בית המשפט בעניין גילאון באפשרות הסיווג הנפרד וכפיית התכנית היה שונה. הסיווג הנפרד במקרה זה נועד לבודד את בעל העניין הכלכלי הנפרד, היריב העסקי של בעל השליטה, על מנת לנטרלו מהצבעה עם יתר מחזיקי האג"ח. כלומר: במקרה זה, הסיווג הנפרד נועד להגן דווקא על יתר המצביעים ולא על בעל העניין הכלכלי הנפרד. דא עקא, הסיווג הנפרד מעצים כאמור דווקא את כוחו של בעל העניין הנפרד. בהנחה שהוא יצביע נגד ההצעה, כאסיפת סוג נפרדת, יידרשו עתה יתר מחזיקי האג"ח (שהצביעו בעד באסיפתם) לשכנע את בית המשפט כי יש מקום לאשר את ההצעה, שכן היא הוגנת וצודקת בעבור בעל העניין הכלכלי הנפרד. כלומר: במקום להגן על מחזיקי האג"ח מפני מעורבותו הזרה של היריב העסקי של בעל השליטה, הטיל בית המשפט על מחזיקי האג"ח, בהחלטתו על הסיווג הנפרד, נטל דיוני כבד לשם אישור ההצעה. לעניות דעתי, דומה כי משזיהה בית המשפט שהיריב העסקי הוא "גורם זר" בקרב מחזיקי האג"ח, היה עליו לפוסלו מהצבעה ולא לאפשר לו להצביע בכוח מועצם כסוג נפרד.

- 199 עניין גילאון, לעיל ה"ש 196, פסקה 9. אך ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 24819-04-13 א.מ.ג.י. עסקים בע"מ נ' גילאון השקעות (1979) בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ז טבת התשע"ה, 18.1.2015).
- 200 לעיל פסקה 23.43.
- 201 סעיף 87 לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350 לחוק החברות.
- 202 ראו עוד בהרחבה להלן פסקאות 24.4–24.15.

שיקול הדעת השיפוטי באישור תכניות הבראה

א. כללי

24.1 לאחר ההצבעה עליה באסיפות הנושים, תכנית ההבראה המוצעת עדיין טעונה את אישורו של בית המשפט.¹ התכנית תהפוך למחייבת את החברה ואת כל נושיה רק עם אישורה בידי בית המשפט. על פי רוב, בית המשפט יאשר תכנית מוצעת לאחר שזכתה בתמיכתן של אסיפות הנושים.² ואולם, הדבר אינו מובטח. על בית המשפט להפעיל את שיקול דעתו בטרם אישור תכנית ההבראה.³ בית המשפט עשוי לבחון נושאים שונים בשלב זה.⁴ ראשית, על בית המשפט לבחון אם התכנית זכתה

- 1 סעיף 86 לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350(ט) לחוק החברות.
- 2 פר"ק (מחוזי ת"א) 49085-11-11 בעניין **קווי אשראי לישראל בע"מ (בפירוק)**, בפסקה 18 (פורסם בנבו, מיום ז' תשרי התשע"ג, 23.9.2013); פר"ק (מחוזי נצ') 21285-02-13 בעניין **אמיר שחאדה לבניין ופיתוח בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"ז חשון התשע"ד, 31.10.2013); פר"ק (מחוזי ת"א) 42576-02-13 בעניין **אלביט הדמיה בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"ט טבת התשע"ד, 1.1.2014). השו"ע"א 2954/17 **דוידוביץ' נ' כונסי נכסים**, בפסקה 7 (פורסם בנבו, מיום י"ט אייר התשע"ז, 15.5.2017) (בעניין **מניות מוניטין**) ("על דרך הכלל, בעל תפקיד וכך גם בית המשפט, יכבדו את רצון הנושים").
- 3 אכן, לעתים, התערבו בתי המשפט בתכניות הבראה חרף קבלתן על ידי אסיפות הנושים. ראו, למשל, פר"ק (מחוזי ת"א) 19933-09-10 בעניין **ארזים השקעות בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ' סיון התשע"א, 22.6.2011) (בית המשפט דחה תכנית הבראה מוצעת, חרף אישורה בידי אסיפות הנושים מחזיקי האג"ח, משום שהתכנית שעבדה לטובתם את נכסי החברה, תוך העדפתם על החובות לרשות המסים). ראו גם פש"ר (מחוזי ת"א) 1242/02 בעניין **שבירו תעשיות זכוכית בע"מ (בהקפאת הליכים)** (פורסם בנבו, מיום ח' תמוז התשס"ב, 18.6.2002). במקרה זה, דחה בית המשפט תכנית הבראה מוצעת, חרף אישורה בידי אסיפות הנושים. נימוקו של בית המשפט היה שהתכנית דרשה מן הנושים בעלי הערבויות האישיות לוותר על זכות תביעתם כלפי הערבים. לשיטת בית המשפט, ניתן לאכוף ויתור כאמור בהחלטת רוב המצביע בעד תכנית הבראה. ברם, בית המשפט לא ימהר לאכוף ויתור כאמור, הפוגע בקניינו של הנושה-בעל הערבות, אלא אם כן שוכנע שהערב ישקיע בחברה המבריאה, בתמורה לשחרורו מן הערבות, סכום כסף של ממש. בנסיבות שם, דובר על תרומה בשיעור שבית המשפט ישתכנע כי הוא ממצה את יכולת התרומה של בעל השליטה הערב. מיצוי יכולת כאמור הופך הליך של חדלות פירעון בכוח לחובותיו האישיים של הערב לכזה שלא יניב לנושים עוד דבר. ראו שם, בפסקה 28. ואכן, בעקבות החלטה זו, שיפרו בעלי המניות הערבים את התחייבויותיהם הכספיות בתכנית הבראה כלפי הנושים-הנערכים. בעקבות שיפור זה, אישר בית המשפט את התכנית (ביום י"ג תמוז התשס"ב, 23.6.2002). לדיון מורחב בעניין **שבירו** ראו להלן פסקאות 24.45–24.46. על שחרור בעלי מניות-ערבים מערבויותיהם בהבראת חברה ראו עוד לעיל פסקאות 12.67–12.70.
- 4 השו"ע"א 30869-11-09 בעניין **דירקט קפיטל אינווסטמנטס בע"מ** (פורסם בנבו, ז' טבת התש"ע, 5.1.2010) ("אין לומר כי סמכותו של בית המשפט לא לאשר הסדר נושים היא סמכות פורמאלית בלבד. קיימות שתי קבוצות של שיקולים המאפשרים את התערבות בית משפט: הקבוצה הראשונה – מתייחסת למקרים בהם השתכנע בית משפט כי הרוב אשר הושג באסיפת הנושים, אינו מבטא הלכה

לתמיכתן של כל אסיפות הנושים או שמא קיימת אסיפה אחת או יותר שהצביעה נגד. אם אסיפה אחת או יותר הצביעה נגד, על בית המשפט לבחון אם התכנית היא הוגנת וצודקת כלפי האסיפה המתנגדת. **שנית**, כאשר הוצעו לבעלי התפקיד או לאסיפות הנושים הצעות שונות לרכישת השליטה בחברה, כפי ששכיח בהבראות חיצוניות, על בית המשפט לשקול לעתים אם לאשר את הצעת הרכישה שאינה הגבוהה ביותר מבחינה כספית. **שלישית**, תכניות הבראה כוללות לא-אחת פטור מהגשת תביעות נגד צדדים שלישיים, דוגמת נושאי המשרה או בעלי השליטה שהיו בחברה עד לכניסתה להליך ההבראה. בית המשפט נדרש לבחון פטור מוצע זה ולשקול אם לאשרו כחלק מתכנית ההבראה, אם לאו. **לסוף**, לעתים, אישור תכניות הבראה כרוך גם בקבלת אישורים של רשויות מינהליות. בית המשפט נדרש אפוא לשקול גם את אישור הרשות המינהלית. שיקול הדעת של בית המשפט בעניינים אלה יידון להלן.

ב. אישור תכנית הבראה: הגנת המתנגדים

24.2 כאמור, לאחר ההצבעות באסיפות הנושים מובאת תכנית ההבראה המוצעת לאישור בית המשפט. על פי רוב, התכנית לא תזכה להסכמה פה אחד של כל הנושים. טבעם של דברים הוא שיהיו בעלי דעות שונות ואחדים עשויים לתמוך בהצעה בעוד שזולתם יתנגדו לה. אם זכתה התכנית המוצעת לרוב הדרוש לפי החוק, קרי: רוב מניין של הנוכחים באסיפה אשר בידיהם רוב בניין של 75% מערך החובות המיוצג באסיפה, הרי שהתכנית אושרה באותה אסיפה.⁵ המתנגדים כפופים להכרעת הרוב. ואולם, האם על בית המשפט לבחון באופן עצמאי אם זכויות הנושים שנותרו בעמדת המיעוט בתוך האסיפה מוגנות כדבעי? כמו כן, כאשר אסיפות נושים אחדות מצביעות בעד התכנית המוצעת, ואחרות מצביעות נגדה, קיימת סמכות לבית המשפט לאשר את התכנית המוצעת חרף התנגדותן של אותן אסיפות.⁶ ברם, בהפעלת שיקול דעתו אם לאשר תכנית הבראה חרף הצבעה מתנגדת של אסיפה אחת, או יותר, יהיה על בית המשפט להיכנס ראשו ורובו לתוכן תכנית ההבראה ולבחון את תנאיה.⁷ על בית המשפט יהיה לשקול אם זכויות הנושים שבאסיפות המתנגדות לתכנית מוגנות כראוי בתכנית המוצעת. שיקול הדעת של בית המשפט בדבר הגנת המתנגדים לתכנית הבראה, עובר לאישור תכנית הבראה, יידון להלן.

למעשה הכרעת כדאיות מרוב הצד האמיתי של הנשייה. מצבים אלה יכולים לקרות כאשר הרוב הושג על ידי עיוות או חוסר הגינות בחלוקת הנושים לקבוצות נפרדות, או כאשר השתכנע בית משפט כי נפלו פגמים מהותיים באופן עריכת האסיפות בדרך שפגעה באורח משמעותי בהגינות האסיפות. כמו כן, יכול בית משפט להפעיל את שיקול דעתו כאשר הוא סבור כי תוצאות ההצבעה הוכרעו שלא כדין על ידי נושה שפעל בחוסר תום לב מהותי; הקבוצה השנייה – אין לאשר את ההסכם למרות שהוא זכה לתמיכה מצד רוב אמיתי של הנשייה, כאשר קיימים שיקולים לבר כלכליים מתחום המדיניות הציבורית המשפטית".

5 סעיף 85(א) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350(ט) לחוק החברות. על הרוב הדרוש לאישור באסיפה ראו עוד לעיל, פסקאות 23.30–23.37.

6 סעיף 87 לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350יג לחוק החברות.

7 פר"ק (מחוזי ת"א) 28472-04-16 בעניין **לינום בע"מ (בהקפאת הליכים)**, בפסקה 23 (פורסם בנבו, מיום ה' חשון התשע"ז, 6.11.2016).

1. הגנת המיעוט בתוך סוג

24.3 תכניות הבראה מאושרות בכל אסיפה באופן רובני. בהנחה שעם כל אסיפה המצביעה בנוגע לתכנית נמנים רק בעלי עניין כלכלי או משפטי משותף, הרי – על פניו – הכרעת הרוב משקפת את טובת כל הפרטים, בלא יוצא מן הכלל. לפיכך, דומה כי למיעוט שהפסיד בהצבעה אין על מה להלין בבית המשפט. כל פגיעה בזכויותיו היא פגיעה המשותפת לכל הפרטים הנמנים עם האסיפה. על כן, אין כאן כל הפליה לרעה של המיעוט. עם זה, מתעוררת השאלה אם, חרף שלטונו של הרוב, קיים קו בסיסי התוחם את זכויותיו של הפרט בתוך הקבוצה, שאותו אין רשות לרוב לחצות בלא הסכמתו האישית של אותו פרט. האם, כדוגמה קיצונית, יוכל הרוב באסיפת נושים או בעלי מניות להחליט כי הוא מוותר על כל ערך כלכלי של החברה הזמין בעבורו ולהותיר אותו לבעלי תביעות נחותות ממנו בעדיפות? חוק חדלות פירעון האמריקני מצא לנכון להגן אף על זכויותיו של נושה יחיד מפני הכרעת האסיפה שעזימה הוא נמנה. החוק שם קובע כי בית המשפט לא יאשר תכנית הבראה אם נוכח לדעת כי התכנית אינה פורעת לנושה אשר התנגד לאישורה לפחות את הסכום שנושה זה היה זוכה לו לו החברה הייתה מתפרקת.⁸ הגנה זו מכונה שם: the best interests of creditors test.⁹ זוהי אפוא הגנת הפרט. הרעיון שביסודה הוא כי אין מקום לאשר מהלך של הבראה כאשר נושה אינו זוכה לקבל בה את אשר היה מקבל ממילא בחיסול החברה. מבחינת זכותו המשפטית, אין מעלה ויתרון להבראה בנסיבות אלה לעומת פירוק. אם יתר הנושים מוכנים לוותר על זכות שהייתה עומדת להם בפירוק, זהו עניינם, אולם אל להם לכפות אותו לרדת עימם. מבחינת הנושה היחיד, כל עוד הוא לא הסכים באופן אישי להצעה אחרת, הרי שבהבראה הוא עולה (לעומת הפירוק) ואינו יורד.¹⁰ הגנה זו של המשפט האמריקני על זכותו של כל נושה יושמה גם בחקיקה בישראל.¹¹ חוק חדלות פירעון מעגן אף הוא הגנה זו לנושה שהתנגד לתכנית המוצעת ונותר במיעוט באסיפה שאישרה בהצבעתה את התכנית.¹²

2. הגנת סוג מתנגד

24.4 בפרק הקודם הובהר כי אימוץ מנגנון של כפיית תכנית הבראה על סוג מתנגד עשוי להוות מענה ואיזון הולמים לבעיית ניגודי העניינים בין בעלי תביעות שונים, מחד גיסא, ולבעיית הסחטנות האפשרית הנובעת מסיווג נפרד של בעלי התביעות האמורים – מאידך גיסא.¹³ עוד הוער כי כפיית

8 Bankruptcy Code §1129(a)(7)(A).

9 ראו, למשל, *In re Rimigel*, 669 F.2d 426 (7th Cir. 1982); *In re Adelpia Communs. Corp.*, 361 B.R. 337, 364–365 (2007); Kenneth N. Klee, *Adjusting Chapter 11: Fine Tuning the Plan Process*, 69 AM. BANKR. L.J. 551, 567–568 (1995); Craige A. Sloane, *The Sub Rosa Plan of Reorganization: Side-Stepping Creditor Protections in Chapter 11*, 16 BANK. DEV. J. 37, 43–44 (1999).

10 בע"א 9555/02 זידאן נ' ברית פיקוח לקואופרציה החקלאית העובדת בע"מ, פ"ד נט(1) 538, 555 (התשס"ד-2004), קבע בית המשפט העליון כי אין לאשר תכנית הבראה אם ערכה הכלכלי של ההקצאה לנושים נופל ממה שהיו מקבלים בפירוק חלופי. ברם, בנסיבות המקרה שלפניו, לא הבהיר בית המשפט אם עיקרון זה ייסוג מפני הכרעה רובנית באסיפת סוג, או אולי עיקרון זה יגן אף על פרט הנמצא במיעוט בתוך אסיפה כאמור.

11 סעיף 350ג(ג) לחוק החברות.

12 סעיף 88 לחוק חדלות פירעון.

13 לעיל פסקאות 23.47–23.50.

התכנית על סוג מתנגד טעונה אישור של בית המשפט. אכן, כל תכנית הבראה המאושרת על ידי אסיפות נושים מקבלת בהמשך את חותמת הכשרות של בית המשפט. תכנית אשר זכתה לברכת כל האסיפות זוכה על פי רוב לחותמת רשמית של בית המשפט, בלא שבית המשפט יפעיל שיקול דעת מהותי בנוגע להוראותיה. לעומתה, כאשר אחד הסוגים או יותר מתנגד לאישור התכנית, בית המשפט נדרש להפעיל שיקול דעת מהותי עובר למתן חותמת הכשרות הסופית.¹⁴ על פי איזו אמת מידה יבחן בית המשפט את תכנית הבראה? אימתי יחליט בית המשפט לאשר את התכנית חרף התנגדות הסוג המתנגד, ואימתי ידחה את התכנית בשל התנגדות זו? סעיף 87 לחוק חדלות פירעון קובע בעניין זה כהאי לישנא:¹⁵

”על אף האמור בסעיפים 85 ו-86(א), בית המשפט רשאי לאשר הצעה לתכנית לשיקום כלכלי גם אם לא אושרה בכל אחת מאסיפות הסוג ברוב הדרוש לפי סעיף 85, אם שוכנע, במידת הצורך על יסוד הערכת שווי של התאגיד שהגיש מומחה מטעמו או מטעם הצדדים הנוגעים לעניין, כי ההצעה הוגנת וצודקת ביחס לכל נושה או חבר תאגיד באסיפת סוג שלא אושרה אותה (בסעיף זה – אסיפה מתנגדת) ובכלל זה שוכנע כי מתקיים המפורט להלן:

(1) אם לא תאושר תכנית שיקום כלכלי לא יהיה מנוס מפירוק החברה והתמורה שהוצעה לכל נושה או חבר תאגיד באסיפה מתנגדת אינה נמוכה מהתמורה שהיה מקבל בפירוק התאגיד;

(2) ההצעה אינה מביחה תמורה כלשהי לחברי התאגיד, ובכלל זה אינה מותירה בידיהם נכס שיש להם זכות בו מכוח היותם חברי התאגיד, בלי שהובטח לכל נושה באסיפה מתנגדת תמורה השווה למלוא סכום חוב העבר שבו הוא נושה;

(3) לכל אחד מהנושים המובטחים באסיפה מתנגדת הובטחה תמורה שערכה אינו נמוך משווי הנכס המשועבד לטובתו או מהחוב הכולל שלטובת פירעונו שועבד הנכס, לפי הנמוך; תמורה כאמור יכול שתינתן בכסף או בשווה כסף, בתשלום מיידי או בכמה תשלומים, ובלבד שנקבעו דרכים להבטחת התשלומים; לעניין זה, 'שווי הנכס המשועבד' – שווי השוק של הנכס המשועבד לאחר שההצעה תאושר בידי בית המשפט, בניכוי ההוצאות שהוצאו בשמירת הנכס או במימושו, ואם הנכס משועבד לטובת הנושה בשעבוד צף בלבד – בניכוי נוסף של 25% משווי הנכס בהתאם להוראות סעיף 244.”

יצוין כי עקרון הכפייה על סוג מתנגד וההגנה שזכאית לה כל אסיפת סוג שהצביעה נגד התכנית, יובאו אל הדין הישראלי מ-Chapter 11 לקוד חדלות הפירעון האמריקני.¹⁶

14 ראו עוד לעיל פסקאות 23.11, 23.47.

15 סעיף 350 לחוק החברות דרש את אותן הדרישות לכל דבר ועניין. עם זה, סעיף 350 הוסיף דרישה של רוב בניין מקרב כלל המצביעים באסיפות. לביקורת על דרישה זו ראו להלן פסקה 24.5.

16 סעיף הכפייה על סוג מתנגד שגור שם בפי כול כסעיף ה-cramdown. ראו לעיל פסקה 23.47.

(א) תמיכת רוב בניין מקרב כלל המצביעים באסיפות

24.5 לפני חקיקת חוק חדלות פירעון, דרש סעיף 350ג לחוק החברות דרישה נוספת לשם אישור תכנית הבראה חרף התנגדות אסיפה אחת או יותר לה. הדרישה הייתה שהתכנית זכתה לתמיכת רוב ערך החובות שהצביעו בפועל בכלל אסיפות הנושים, בין האסיפות שהצביעו בעד התכנית ובין האסיפות שהצביעו נגדה.¹⁷ ההנמקה שעמדה ביסוד דרישה זו היא שאין לאשר תכנית הבראה אשר, בסופו של דבר, רוב בעלי העניין הכלכלי בה מתנגד לה. על פניו, זהו נימוק שהגיונו עימו. ואולם, לעניות דעתי, דרישה זו הייתה שגויה. כבר הובהר בפרק הקודם כי התנאי הבסיסי להחלטה רובנית הוא שהמצביעים המתקבצים בקבוצת הייחוס חולקים עניין משותף בהחלטה שתתקבל, קרי: שההחלטה תשפיע – בין לחיוב ובין לשלילה – על ענייניו של כל פרט בקבוצה באופן שווה להשפעתה על האחרים בקבוצה. ברם, אם נפער פער עניינים בין פרטים שונים בקבוצה וניטל המכנה המשותף שלהם אין עוד מקום לקבצם יחד כי אם להפרידם ולסווגם באסיפות סוג נפרדות, כאשר כל אסיפת סוג תכלול בעלי עניין משותף. פער העניינים שבין פרטים שונים מונע בעדם הצבעה משותפת באסיפה אחת. אין בהצבעה זו כל טעם או תכלית. היא אינה מלמדת על ההעדפה הכללית, שכן אין כאן מלכתחילה כלל או קבוצה עם עניין משותף.¹⁸ אסיפות הסוג הן אפוא פרימה של קבוצה בלתי אחידה והפרדתה לקבוצות משנה הנושאות בקרבן פנימה עניין משותף של חבריהן. דרישת חוק החברות שלפיה בטרם אישור תכנית הבראה בכפייה על סוג מתנגד בית המשפט נדרש לבחון אם התכנית המוצעת זכתה לתמיכת רוב ערך החובות שהצביעו בכלל אסיפות הסוג, השיבה אפוא בדלת האחורית את שביקש הדין להוציא בדלת הקדמית. אכן, דרישה זו אינה נמצאת ב-Chapter 11 שהוא המקור להוראת הכפייה וההשראה שנחקקה בסעיף 350ג לחוק החברות. טוב עשה אפוא המחוקק שביטלה בחוק חדלות פירעון. במקום זאת, ראוי היה שחוק חדלות פירעון יאמץ את דרישת החוק האמריקני שלפיה תנאי להפעלת מנגנון הכפייה על סוג מתנגד הוא שאסיפת נושים אחת – לפחות – הצביעה בעד התכנית.

(ב) תכנית הוגנת וצודקת

(1) המשפט האמריקני

24.6 לפי החוק האמריקני, בית המשפט יאשר את תכנית ההבראה, חרף התנגדות סוג אחד או יותר לתכנית המוצעת, אם הוא השתכנע כי כלפי כל סוג שהתנגד לה, התכנית הוגנת וצודקת (fair and equitable, בלע"ז).¹⁹ תכנית היא הוגנת וצודקת כאשר בית המשפט השתכנע כי הפירעון לסוג המתנגד תואם לחלוטין את סדר העדיפות הקבוע בדין, בלא כל סטייה הימנו.²⁰ בית המשפט יסיק מסקנה

17 סעיף 350ג(א)(1) לחוק החברות.

18 בהקשר דומה, להתמודדות אפשרית עם בעיית ניגודי אינטרסים בין בעלי מניות, ראו זוהר גושן "הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות" משפטים כט 17 (התשנ"ח).

19 Bankruptcy Code §1129(b)(1), (2).

20 ראו, למשל, *Marine Harbor Properties v. Manufacturer's Trust Co.*, 317 U.S. 78, 85 (1942). על הגמשתו של כלל זה ראו *Ralph A. Peeples, Staying In: Chapter 11, Close Corporations and the Absolute Priority Rule*, 63 AM. BANKR. L.J. 65, 72–75 (1989) וראו גם *In re Technical Knockout Graphics, Inc.*, 833 F.2d 797, 802–803 (9th Cir. 1987).

כאמור רק לאחר שהוא יעריך בעצמו את שווי החברה. שווי זה עשוי לתאום את הערכת השווי של הסוגים שאישרו את התכנית, לתאום את הערכת השווי של הסוג המתנגד לתכנית, או לסטות מהערכות השווי של אלה ושל אלה גם יחד. זהו בדיוק הסיכון שהצדדים מסתכנים בו כאשר התכנית אינה מוסכמת על כל אסיפות הסוג. הערכת השווי של בית המשפט עשויה להיטיב עימם עוד, אך היא עלולה גם לפגוע בהם.²¹ בית המשפט יבחן את הפירעון לסוגי הנושים השונים לפי שווי החברה שהוא העריך. על בית המשפט לוודא כי הסוג המתנגד נפרע במלואו בטרם ייפרע כל סוג נחות ממנו.²² כך יישמר עקרון הפירעון על פי דין. ביקורתו של בית המשפט נועדה למנוע את קיפוחו של הסוג המתנגד. החשש הוא כי חרף הערכת שווי של הסוגים המאשרים את התכנית – שלפיה יש ביכולת החברה לפרוע לסוג המתנגד את מלוא זכויותיו – התכנית מציעה לסוג זה אך פירעון חלקי תוך שמירת ערך לסוגים נחותים ממנו. אם אמנם זה תוכנה של התכנית, הרי שאין היא הוגנת. יש בה משום קיפוח בלתי צודק. על כן, כאשר סוג מתנגד עקב זאת שלא הוצעו לו כל זכויותיו, על בית המשפט לבדוק אם הדבר נובע מקיפוח בלתי צודק כאמור, או שמא נובע הדבר באופן טבעי מכך שלפי הערכת השווי לא נותר די ערך לשלם לסוג זה את מלוא זכויותיו.

(2) תיקון מס' 19 לחוק החברות

24.7 תיקון מס' 19 לחוק החברות הסמיך את בתי המשפט לאשר תכנית הבראה חרף התנגדותה של אסיפת נושים אחת או יותר. על מנת לאשר תכנית הבראה חרף התנגדותה של אסיפת נושים, דרש סעיף 350ג(א)(2) לחוק החברות מבית המשפט להשתכנע כי "התכנית הוגנת וצודקת ביחס לכל נושה או חבר תאגיד באסיפת סוג שלא אישרה אותה". סעיף-קטן זה מוסיף ודורש מבית המשפט לשקול, לצורך הבחינה אם התכנית "הוגנת וצודקת" כלפי קבוצת חובות לא-מובטחים שהתנגדה לה, את התקיימותם של שלושה תנאים אלה:

21 במובן זה, מנגנון הכפייה על הסוג המתנגד ומעורבותו של בית המשפט בהערכת השווי מזכירים, מבחינה רעיונית, את היזקקות בעלי מניות, החשים עצמם נפגעים מרכישה כפויה של מניותיהם בהצעת רכש מלאה בישראל, או מכפייתם למכור מניות בעסקת מיזוג בארצות-הברית, לסעד ההערכה בדיני החברות (appraisal right, בלע"ז). על סעד ההערכה ראו סעיף 338 לחוק החברות. כן ראו ת"א (מחוזי ת"א) 1210/03, בש"א 1209/03 שקולניק נ' קניאל אריות משקה בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ' אייר התשס"ז, 7.5.2007); ת"א (מחוזי ת"א) 2091/03, בש"א 8549/04 הרשקוביץ נ' רמת אביבים בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"א תמוז התשס"ז, 27.6.2007); רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממן (פורסם בנבו, מיום י' אלול התשע"ב, 28.8.2012); זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש – תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" משפטים לב 381 (התשס"ב). על ההקבלה בין סעד ההערכה ל-cramdown ראו David A. Skeel, *The Nature and Effect of Corporate Voting in Chapter 11 Reorganization Cases*, 78 VA. L. REV. 461, 490-494 (1992).

22 עיקרון זה של החוק האמריקני נועד להבטיח פירעון לפי עקרון העדיפות המוחלטת (absolute priority rule), הנוהג שם, כמו גם אצלנו, בפירעון חובות. לעומת זאת, לפי הצעתי לעבוד למשטר של עדיפות חלקית של חובות מובטחים, ולפי חוק חדלות פירעון המאמץ גישה זו, הרי בנוגע לחובות המובטחים בשעבוד רחב היקף יהיה על בית המשפט לבחון אם לבעל שעבוד כאמור, אשר התנגד לתכנית, הוצע מלוא הערך השווה לחלק הפירעון שבו הוא עדיף מבעלי חובות לא-מובטחים. סעיף 87(3) לחוק חדלות פירעון. ראו גם להלן פסקה 24.11.

- (א) אם לא תאושר תכנית ההבראה, לא יהיה מנוס מפירוק החברה.²³
- (ב) הערך המוקצה לחברי האסיפה המתנגדת אינו נמוך מן הערך שהיו זוכים לו לו החברה הייתה בפירוק.²⁴
- (ג) התכנית אינה מקצה כל ערך כלכלי לבעלי המניות בחברה, מכוח היותם בעלי מניות בה עובר לתכנית, כל עוד הנושים באסיפה המתנגדת אינם נפרעים באופן מלא.²⁵

24.8 **הדרישה הראשונה** ביקשה מבית המשפט לבחון את הצורך ואת החיוניות של תכנית ההבראה המוצעת לכפייה בעבור החברה וכלל נושיה. על בית המשפט לוודא כי תכנית ההבראה היא החלופה המעשית להמשך קיומה של החברה, ואם היא לא תאושר אזי החברה תפורק. אם בית המשפט יתרשם כי גם אם לא תאושר תכנית ההבראה המוצעת תוכל החברה עדיין להבריא – בין בשל הצעת הבראה חלופית קיימת או בין כתוצאה מסבב מחודש של משא ומתן בין הצדדים – אל לו לעת הזו לאשר את התכנית חרף התנגדותה של אסיפת נושים. **הדרישה השנייה** מיותרת, לטעמי, שכן היא כבר נדרשה ממילא אפילו להגנת נושה מתנגד בודד בתוך אסיפת סוג שהצביעה בעד התכנית, ואם כן הדברים יפים אף כלפי נושה באסיפה שהתנגדה לתכנית – מקל וחומר.²⁶

24.9 **הדרישה השלישית** דומה לדרישה המהותית שבמשפט האמריקני אך אינה זהה לה. במהותה, זו הדרישה שביקשה לשמר את סדר הפירעון לפי דין (the absolute priority rule). לפיכך, כל עוד הנושים לא נפרעו את מלוא חובותיהם, אין לשייר כל ערך לבעלי המניות אשר נחותים מהם על פי דין.²⁷ שיוור ערך לבעלי המניות, כאשר קבוצת נושים מתנגדת לא נפרעה במלואה, מונע את אישור התכנית על ידי בית המשפט. עם זה, דרישה זו לא פירשה כי כאשר קבוצת נושים מתנגדת, אין לאשר את התכנית אם קבוצת נושים אחרת תזכה בערך כלכלי שעה שהקבוצה המתנגדת אינה נפרעת במלואה. כך, למשל, נניח כי קיימות שתי קבוצות של נושים לא-מובטחים, האחת רוכשי דירות, והאחרת – ספקים. נניח עוד כי התכנית המוצעת פורעת לרוכשי הדירות את חלק הארי של תביעותיהם כלפיה ואילו לספקים היא פורעת חלק קטן יותר של תביעותיהם, בדומה לעובדות בעניין **כוכב השומרון**,²⁸ ועקב זאת קבוצת הספקים מצביעה נגד התכנית. בהנחה שניתן לשכנע את בית המשפט כי בפירוק הספקים היו נפרעים עוד פחות, האם ניתן לאשר את התכנית חרף התנגדות קבוצת הספקים? הדרישה השלישית אינה שוללת אפשרות זו, ובלבד שניתן יהיה להציג טעם כלכלי משכנע להבחנה בין שתי הקבוצות, פן תיחשב התכנית בלתי הוגנת ובלתי צודקת כלשון הרישא של הסעיף.

- 23 סעיף 350(א)(2) לחוק החברות. השוו סעיף 87(1) לחוק חדלות פירעון.
- 24 סעיף 350(א)(2) לחוק החברות. השוו סעיף 87(1) לחוק חדלות פירעון.
- 25 סעיף 350(א)(2) לחוק החברות. השוו סעיף 87(2) לחוק חדלות פירעון.
- 26 סעיף 350(ג) לחוק החברות. השוו סעיף 87 לחוק חדלות פירעון.
- 27 בעל מניות עשוי ליהנות מערך כלכלי בחברה המובראת, גם אם נושים לא נפרעו במלואם ואסיפת נושים התנגדה לתכנית המוצעת, אם הוא תורם לחברה ערך כלכלי חדש לצורך הבראתה. ראו להלן פסקאות 24.12–24.15.
- 28 ע"א 359/88 סולל בונה בע"מ נ' כונס ומפרק של כוכב השומרון עמנואל בע"מ, פ"ד מה(3) 862 (התשנ"א-1991).

24.10 אם קבוצה של בעלי חובות מובטחים התנגדה לתכנית ההבראה, על בית המשפט לבחון אם התכנית היא הוגנת וצודקת כלפי קבוצה זו. לשם כך נדרש בית המשפט לבחון אם הוצע לקבוצה ערך כלכלי, במזומנים או בדרך אחרת, השווה בערכו לגובה החוב המובטח.²⁹ אם כך הוצע לקבוצה המתנגדת, זכויותיה מוגנות והיא מוסיפה ליהנות מעדיפותה על פני הנושים האחרים. לשם בחינה זו נדרש בית המשפט להעריך, בין השאר, את שווי הבטוחה. החוק מורה כי יש להעריך את שווי הבטוחה לפי ערך הבטוחה בעת הפעלת החברה כעסק פעיל עם אישור תכנית ההבראה.

(3) חוק חדלות פירעון

24.11 חוק חדלות פירעון שומר את הוראת סעיף 350ג כלשונה, למעט שני שינויים. השינוי הראשון הוא כאמור הביטול המבורך של דרישת רוב הבניין מקרב כלל המצביעים שדרש סעיף 350ג לחוק החברות שלא לצורך.³⁰ השינוי השני עניינו הגנת נושה המובטח בשעבוד צף שהתנגד לתכנית ההבראה. ככלל, השאלה אם תכנית היא "הוגנת וצודקת" כלפי קבוצת נושים מתנגדת, תיבחן לפי החוק כפי שנבחנה לפי סעיף 350ג לחוק החברות. ברם, לפי החוק, אם המתנגד לתכנית ההבראה הוא נושה המובטח בשעבוד צף אזי יופרשו 25% משיעור הנכסים המשועבדים בשעבוד צף לטובת פירעון חובות לא-מובטחים, ובחלק זה לא יהיה הנושה בעל השעבוד הצף עדיף משאר הנושים.³¹ בהתאמה, בעת שבית המשפט בוחן אם הוצע לחובות המובטחים שהתנגדו לתכנית ערך כלכלי בשיעור החוב המובטח, עליו להעריך את שווי הבטוחה בניכוי 25% מערכה, שכן חלק זה ממילא אינו מיועד לחוב המובטח כי אם לחובות הלא-מובטחים.³²

(ג) חריג הערך החדש

24.12 המבחן של "תכנית הוגנת וצודקת" אינו מאפשר לאשר תכנית הבראה אם היא מקצה לסוג מתנגד פחות ממלוא זכויותיו, ובה-בעת מקצה רכוש לסוג נחות ממנו בעדיפות הפירעון. ברם, הפסיקה בארצות-הברית פיתחה חריג לכלל זה. החריג נודע בכינוי "חריג הערך החדש" (the new value exception).³³ משמעותו של חריג זה היא כי כאשר גורם נחות בעדיפותו תורם לחברה לפי תכנית

29 סעיף 350ג(א)(2)(ב) לחוק החברות. השוו סעיף 87(3) לחוק חדלות פירעון. כאשר הנושה מובטח בחסר, החוב המובטח הוא בגובה שווי הבטוחה. לעומת זאת, כאשר הנושה מובטח ביתר, קרי: שווי בטוחתו גבוה משיעור חובו, ברור כי החוב המובטח הוא סך החוב. לחישוב הריבית הראויה להשתלם על ערך החוב המובטח במקרה של כפיית התכנית על אסיפת חובות מובטחים מתנגדת ראו, Bruce A. Markell, *Fair Equivalents and Market Prices: Bankruptcy Cramdown Interest Rates*, 33 BANKR. DEV. J. 91 (2016).

30 לעיל פסקה 24.5.

31 סעיף 244(א)(2). ראו דיון לעיל פסקאות 16.63–16.66.

32 סעיף 87(3) לחוק חדלות פירעון.

33 ראו, למשל, Bank of America National Trust & Savings Association v. 203 North LaSalle Street Partnership, 526 U.S. 434 (1999) (להלן: עניין LaSalle). וראו גם Megan Hamilton, *The Absolute Priority Rule and New Value: Before and After Bank of America National Trust & Savings Association v. 203 North LaSalle Street*, 105 COM. L.J. 331 (2000). לפסיקה מוקדמת ל-LaSalle ראו,

ההבראה ערך כלכלי חדש, אזי הוא יוכל לזכות בנתח כלכלי מהחברה גם אם קבוצות עדיפות ממנו בפירעון לא נפרעו במלוא החוב. כך, למשל, אם בעלי מניות ישקיעו בחברה סכום כסף חדש ויקבלו כנגדו מניות בחברה המבריאה, ואילו נושי החברה הוותיקים לא נפרעו במלוא חובותיהם, עדיין עשויה התכנית להיות "הוגנת וצודקת". המניות החדשות המוקצות לבעלי המניות, מוקצות להם כנגד הערך החדש שהם השקיעו בחברה. לאמיתו של דבר, קבלת ערך בחברה כנגד השקעת ערך חדש בעת הבראתה, כלל אינה "חריג".³⁴ היא ביטוי מובהק לעקרון היסודי בדיני חברות, הלא הוא עקרון האחוריות המוגבלת. עיקרון זה פוטר מראש כל בעל מניות (ואם תרצו – גם כל נושה) מלהשקיע בחברה ולו שקל אחד מעל לסכום אשר הוא התחייב לו כנגד קבלת זכויותיו המקוריות כלפי החברה. לפיכך, אפילו כאשר בעלי זכויות עדיפות בפירעון אינם נפרעים במלוא החובות, לא על בעלי הזכויות הנחותות בפירעון להשלים מכיסיהם את הפירעון לעדיפים מהם. כל השקעה כספית חדשה מצד בעלי התביעות הנחותות היא אפוא השקעה חדשה ורצונית מצד מי שבמקרה היה קודם לכן גם בעל זכויות נחותות כלפי החברה. אולם, ההשקעה הרצונית החדשה אינה פרי המחויבות הקודמת כלפי החברה. נהפוך הוא, השקעה זו משולה לכל השקעה חדשה שאדם בוחר להשקיע בחברה. כל השקעה כאמור מזכה את המשקיע בזכויות בתמורה להשקעתו. כאשר התמורה היא במניות, הרי – בהגדרה – מדוללים חלקי ההחזקות של יתר בעלי המניות. כן הדבר אפוא אף בענייננו. משבחר מרצונו בעל מניות ותיק, או נושה נחות, להשקיע על פי תכנית ההבראה ערך כלכלי חדש בחברה, הוא זכאי לתמורה כלכלית כנגד השקעתו זו. תמורה זו אינה פירעון בגין זכותו מן העבר. זוהי תמורה להשקעה החדשה. קבלת חלק ממניות החברה על ידי משקיע כאמור אינה מתנגשת אפוא כלל עם סדרי הפירעון של תכנית ההבראה כפי שאושרו על ידי בית המשפט. לפיכך, אם יכפה בית המשפט תכנית הבראה כאמור על סוג מתנגד, עדיין ניתן לומר כי התכנית היא "הוגנת וצודקת" כלפי הסוג המתנגד.

24.13 עם זה, תכניות הבראה, שהקצו לבעלי זכויות נחותות חלק מרכוש החברה המבריאה כנגד מתן ערך חדש מצדם, עוררו בארצות-הברית שתי בעיות עיקריות. בעיה ראשונה היא ניסיונם החוזר ונשנה של בעלי מניות ושל מנהלים ותיקים בחברה לזכות מהחברה המבריאה כנגד מתן ערך כלכלי חדש אשר ערכו הממשי מוטל בספק. במילים אחרות, לא-אחת מתעורר החשש שמא "הערך החדש", אשר מכוחו מבקשים בעלי מניות ומנהלים ותיקים לקבל חלק בחברה ולנהלה, אינו אלא ערך נמוך מאוד בשוויו הכלכלי בהשוואה לחבילה הכלכלית שהחברה מקצה להם. כך, למשל, בעלי מניות ומנהלים מציעים כ"ערך חדש", שאותו הם משקיעים בחברה, את שירותי הניהול שהם יעמידו לרשותה מכאן ואילך. אכן, שירותי ניהול שווים כסף. ברם, קיים חשש שמא ערך שירותי הניהול הללו נופל מערך החבילה הכלכלית המוקצית כנגדם לבעלי המניות ולמנהלים הוותיקים. לחלופין, ייתכן ששירותי ניהול אלה יזכו אותם ממילא בהמשך חיי החברה בשכר מנהלים. על כן, יש לברר היטב אם החבילה הכלכלית שאותה המנהלים ובעלי המניות מבקשים בעת אישור תכנית הבראה אינה תמורה עודפת "יותר מכדי דמיהם". אם אכן כך הוא, הרי שהדבר פוגע בזכויות המשקיעים העדיפים מהם בפירעון. החברה משלמת למנהלים ולבעלי המניות כסף מיותר, דבר המפחית מערכה, ובעקיפין – מערכן של זכויות

למשל, Case v. Los Angeles Lumber Products. Co., 308 U.S. 106 (1939); Consolidated Rock Products Co. v. Du Bois, 312 U.S. 510, 529 (1941).

34 עניין LaSalle, לעיל ה"ש 33.

המשקיעים העדיפים. על כן, צמצמו בתי המשפט בארצות-הברית, בכוונת מכוון, את החרג של "הערך החדש". בתי המשפט אינם מקבלים כל ערך חדש נטען כערך חדש מוכח. כדי לשכנע את בית המשפט כי תגמול בעלי התביעות הנחותות בחבילה כלכלית מן החברה הוא מוצדק, חרף אי הפירעון לקבוצות העדיפות מהם, נדרשים בעלי התביעות הנחותות לשכנע כי הערך החדש שאותו הם משקיעים בחברה הוא ערך ממשי. בתי המשפט מסתייגים מערכים מופשטים ודורשים להצביע על השקעת ערך כלכלי מוכח וברור, כתנאי לאישור תכנית ההבראה כתכנית "הוגנת וצודקת". בתי המשפט מקפידים על הצגת ערך כספי המושקע בפועל כ"ערך חדש" ומסתייגים מלראות בשירותי ניהול ובערכים נוספים צופי פני עתיד משום ערכים כלכליים המקיימים דרישה זו.³⁵

24.14 הבעיה השנייה בסוגיית "הערך החדש" היא החשש כי תכנית הבראה הכוללת הוראות בדבר "ערך חדש" ותגמול תמורתו, תוטח ביודעין לטובת בעלי המניות והמנהלים הוותיקים. לשם הבנת מקורו של חשש זה, יש לציין כי החוק האמריקני מקנה, במשך תקופה של 120 ימים מראשית הליך ההבראה, זכות בלעדית להנהלת החברה (בכהנה כ-debtor-in-possession)³⁶ להגיש תכנית הבראה לאישור האסיפות השונות.³⁷ החשש הוא אפוא שמא הנהלת החברה תנצל את תקופת הבלעדיות האמורה כדי להגיש תכנית הבראה, אשר הערכת השווי שבסודה מעוותת ומוגזמת לטובתה, או המקצה לעצמה (ולבעלי המניות הוותיקים) ערך הנתמך, כאמור לעיל, ב"ערך חדש" מפוקפק. כנצלה את הבלעדיות, מקווה ההנהלה כי התכנית תאושר וכי אפילו יתנגד לה סוג מסוים, ניתן יהיה לכפות עליו את ההצעה באמצעות בית המשפט. זהו אפוא חשש מפני ניגוד עניינים שהנהלת החברה ובעלי מניותיה הוותיקים נתונים בו. הללו מעצבים את תכנית ההבראה ומגשים אותה לאישור, מחד גיסא. מאידך גיסא – הם נמצאים בצד המקבל ערך על פי התכנית. כמענה על חשש זה, פסק בית המשפט העליון בארצות-הברית בעניין *LaSalle*³⁸ כי כאשר תכנית הבראה מוגשת לאישור בית המשפט, בשל התנגדות סוג, תבוטל מאליה הבלעדיות של הגשת התכנית שממנה נהנתה ההנהלה. מרגע זה ועד לאישור בית המשפט, תיחשף תכנית ההבראה המוצעת לתחרות חיצונית. גם צדדים אחרים יהיו זכאים להגיש תכנית הבראה משלהם. רק לאחר מכן יבחן בית המשפט את אישורן של אסיפות הסוג לתכניות השונות שהוצעו. הלכה למעשה, ניתב אפוא בית המשפט העליון בארצות-הברית את תכנית ההבראה

35 פסק הדין העיקרי בנושא הוא *Norwest Bank Worthington v. Ahlers*, 485 U.S. 197, 202–206 (1988) ("No decision of this Court, or any Court of Appeals... has ever found a promise to contribute future labor, management, or expertise sufficient to qualify for the [new value] exception to the absolute priority rule"). ראו גם *Salvatore G. Gangemi & Stephen Bordanaro, The New Value*.
Exception: Square Peg in a Round Hole, 1 AM. BANKR. INST. L. REV. 173, 193 (1993).

36 על debtor-in-possession ראו לעיל פסקאות 9.21–9.24.
 37 Bankruptcy Code §1121(b). אם הוגשה תכנית הבראה בתקופה האמורה, תינהג התכנית המוצעת מבלעדיות עד תום 180 ימים מראשית הליך ההבראה. אם כעבור תקופה זו לא אושרה התכנית על ידי כל אסיפות הסוג, מסתיימת הבלעדיות. ראו שם, §1121(c)(3). אם לא הוגשה תכנית הבראה בתוך 120 הימים הראשונים, מסתיימת תקופת הבלעדיות, וכל צד מעוניין יוכל להציע תכנית הבראה חלופית. ראו שם, §1121(c)(2). מכל מקום, הן תקופת 120 הימים והן תקופת 180 הימים ניתנות להארכה על ידי בית המשפט. ראו שם, §1121(d).

38 לעיל ה"ש 33.

— המקצות רכוש לבעלי התביעות הנחותות בה-בעת שסוג בעלי תביעות עדיפות לא נפרע במלוא החוב כלפיו והתנגד לתכנית המוצעת — ממסלול של הבראה פנימית למסלול של הבראה חיצונית.³⁹

24.15 בפרק הקודם הצעתי לאפשר באופן מוגבל תקופת בלעדיות להגשת תכנית הבראה מטעם החברה. ברם, כמו בדין האמריקני שהוצג לעיל, הצעתי עורר כי אם התכנית מציעה להקצות ערך לבעלי המניות, ואפילו כנגד השקעת ערך כלכלי חדש נטען מטעמם, וקבוצה אחת או יותר של הנושים הצביעה נגד התכנית המוצעת, תבוא הבלעדיות לקיצה ותיפתח האפשרות להגשת הצעות מתחרות בטרם שתובא תכנית לאישורו של בית המשפט.⁴⁰

ג. אישור הצעת רכישה שאינה הגבוהה ביותר

24.16 כאשר מתכונת הבראה מתגבשת כהבראה חיצונית, עשויות להגיע לאישורן של אסיפות הסוג, ולאחריהן לאישור של בית המשפט, הצעות שונות לרכישת השליטה בחברה ולפירעון לבעלי התביעות הוותיקים שבה. הצעות אחדות עשויות להציע רכישה (ופירעון) באמצעות כסף מזומן ולאחר — כלומר, מיד לאחר אישור ההצעה. הצעות אחרות עשויות להציע תשלומים לשיעורים, בין כהתחייבויות לתשלום ובין באמצעות הקצאת מניות בחברה המבריאה או בחברה הרוכשת את השליטה בחברה המבריאה.

24.17 ככלל, כאשר הצעות הבראה אחדות מתחרות ביניהן, ראוי לבכר את ההצעה הכספית הגבוהה ביותר. אולם, חרף עמדה כללית זו, יש שלעומת ההצעה הכספית הגבוהה ביותר ניצבים שיקולים נוספים אשר מכוחם מציעים-מתחרים מבקשים לזכות בשליטה בחברה. לעתים השיקולים הנוגדים יהיו שיקולים כלכליים טהורים ולעתים — שיקולי צדק והגינות חברתיים. השאלה הנשאלת היא אם ראוי שבית המשפט יביא בחשבון שיקולים אלה. אם התשובה תהיה חיובית, יש לבחון מהו האיזון הראוי בין השיקולים המתעמתים. להמחשת העניין ניתן להציג ארבעה טיפוסי שיקולים העשויים ליטול את הזכייה בשליטה בחברה המבריאה מידי של בעל ההצעה הכספית הגבוהה ביותר:

- (א) כאשר ההצעה הגבוהה ביותר בערכה אינה תמורת כסף מזומן, ומציע אחר טוען כי מיומנותו המקצועית, שמו הטוב או הערבויות שהוא נותן לשם קיום הצעתו (הנמוכה יותר) עדיפים מאלה של בעל ההצעה הגבוהה ביותר.
- (ב) כאשר מציע ההצעה הכספית הגבוהה ביותר הוא מתחרה עסקי, ובעקבות רכישתו יחזיק נתח שוק המעורר חשש של הגבל עסקי.
- (ג) כאשר מציע ההצעה הכספית הגבוהה ביותר אינו מתחייב להעסיק חלק נכבד מעובדי החברה על פי תכנית הבראה, ואילו מציע אחר מוכן להתחייב לכך.

39 על הבראה פנימית להבדיל מהבראה חיצונית, ראו לעיל פסקאות 22.1–22.10. עוד על חשיבותה המעשית של פסיקת בית המשפט העליון בארצות-הברית בפרשה זו ראו Barry E. Adler & George G. Trantis, *Absolute Priority in the Aftermath of North LaSalle Street*, 70 U. CIN. L. REV. 1297 (2002).

40 לעיל פסקאות 23.22–23.27.

(ד) כאשר בעלי מניות ותיקים מבקשים להשוות את הצעתם להצעתו של בעל ההצעה הכספית הגבוהה ביותר, מכוח זכות סירוב ראשון לרכישת מניות החברה המוקנית להם בתקנונה.

שיקולים (א) ו-(ב) מעמתים את השאיפה להשיג את הערך הכספי המרבי עם שיקולי יעילות כלכלית אחרים. שיקול (א) בוחן למעשה את רצינותה של ההצעה הכספית הגבוהה ביותר ואת היתכנותה הכלכלית, לאור תנאיו העסקיים של המציע. שיקול (ב) מעמת את השיקול של השאת ערך החברה עם שיקולי היעילות הכלכלית שבשימור רמת תחרות נאותה בשוק המוצרים או השירותים שבו פועלת החברה שעוברת הבראה. לעומתם, שיקולים (ג) ו-(ד) מעמתים את השאיפה להשיא את ערך החברה המבראה עם שיקולים חלוקתיים ועם שיקולי הגינות כלפי אוכלוסיות נוספות הקשורות לחברה: עובדים ובעלי מניות אשר החברה בעבורם היא בבחינת מפעל חיים אישי. להלן ייבחן כל אחד ממקרים אלה לגופו.

1. מיומנותו של המציע ויכולתו להגשים את תכנית הבראה

24.18 הצעות לרכישת השליטה בחברה, אשר אינן כנגד כסף מזומן, מסתמכות במידה רבה על יכולתו של המציע לנהל את החברה ולהשיג את התוצאות העסקיות שעליהן נשענת הערכת השווי שביסוד הצעתו. הפירעון לנושים מבוסס על תזרים מזומנים חזוי של החברה. אם יתגלעו כשלים בניהול בעתיד, יהיה תזרים המזומנים נמוך מן החזוי בתכנית הבראה, והחברה לא תעמוד אפוא בהתחייבויות הפירעון לנושיה משכבר הימים. לפיכך, את רצינותה של הצעה כספית לרכישת השליטה בחברה ולפירעון התחייבויותיה הקודמות יש לבחון לא רק לאור הסכום היבש הנקוב בשורתה התחתונה. רצינות ההצעה נסמכת בנסיבות אלה גם על המיומנות ועל הכישורים העסקיים של מציעי ההצעה ועל מהימנותם האישית.⁴¹ על כן, ראוי כי בית המשפט ייתן את דעתו על רצינות ההצעה. ככל שתקופת הפירעון המוצעת בהצעה ארוכה יותר, כך נודעת חשיבות רבה יותר לאיכותו הניהולית של המציע ולערובות שהוא מציע לחיזוק הצעתו. אל לו לבית המשפט להתפשר בעניין זה. דברים אלה מקבלים משנה תוקף במצב שבו סוג של נושים או של בעלי מניות הביע אי נחת מהצעה כאמור. בנסיבות כאמור, על בית המשפט לדרוש ולחקור היטב אם קיימות ערובות ראיות למימוש ההצעה, הן בהיבטה העסקי והן בהיבט המשפטי, בטרם יאשר את ההצעה.⁴² בנסיבות שבהן בית המשפט אינו משתכנע מן

41 ראו, למשל, עניין דוידוביץ', לעיל ה"ש 2; פש"ר (מחוזי ת"א) 1896/02, בש"א 19178/04 בעניין אמדר לבנין (אילת) בע"מ (בהקפאת הליכים) (פורסם בנבו, מיום י"ג תשרי התשס"ה, 28.9.2004). השוו גם פר"ק (מחוזי ת"א) 11478-06-13 בעניין אי. די. בי חברה לאחזקות בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ד טבת התשע"ד, 17.12.2013), שם הורה השופט אורנשטיין על הקמת צוות בדיקה שיבחן את יכולותיו הכלכליות ואת טיב עסקיו של מר בן-משה – אשר הצעתו המשותפת עם מר אלשטיין להשקעה ולרכישת השליטה בתשלובת אי. די. בי זכו לתמיכת הנושים באסיפותיהם – בטרם שבית המשפט יאשר אף הוא את המציעים ויקבע כי הצעתם מקבלת תוקף משפטי.

42 אכן, בארצות-הברית שומה על בית המשפט לבחון את ישימותה ואת היתכנותה של תכנית הבראה לפני אישורה, בין שהיא זכתה לאישור כל אסיפות הסוג ובין שלא זכתה. דרישה זו מכונה בלע"ז ה-feasibility test. ראו Bankruptcy Code §1129(a)(11). כן ראו *In re Bergman*, 585 F.2d 1171, 1179 (2nd Cir. 1978); *In re Lakeside Global II Ltd.*, 116 B.R. 499, 506 (Bankr. S.D. Tex. 1989); H. Miles Cohn, *Single Asset Chapter 11 Cases*, 26 TULSA L.J. 523, 529–531 (1991). אף בישראל בית המשפט אינו

הערובות המוצעות, יש מקום לשיקול את העדפתה של ההצעה הצנועה יותר בסכומה אך המבוססת יותר בערובותיה.⁴³

2. החשש מפני הגבל עסקי

24.19 כאשר הליך של הבראת חברה מתנהל כהבראה חיצונית, אחד המועמדים הטבעיים להגיש הצעה לרכישת השליטה בחברה המבריאה הוא מתחרה שלה משכבר הימים, שעיסוקו באותו ענף מסחרי.⁴⁴ אכן, עסק אחר מאותו ענף עשוי להפיק תועלת רבה מרכישת שליטה כאמור. איחוד משאבים בתחום העיסוק המשותף עשוי לחסוך עלויות ולנצל באופן מושכל יותר את כושר הייצור או השיווק המשותף לשתיים אלה. האיחוד אף יחסוך עלויות הנוגעות לפרסום ולשיווק שהיו כורח המציאות עקב התחרות (בעבר) בין שתי החברות. יתרונות הגודל והחיסכון עקב ביטול עלויות כפולות, הם מניעים אופייניים למיזוגי חברות או לרכישות שליטה בהן.⁴⁵ ואמנם אחד ממקרי הבראת חברות הגדולים בישראל מלפני כעשור ויותר, עניין **קלאבמרקט**, מלמד כי להזמנתו של בעל תפקיד להגיש הצעות לרכישת השליטה בחברה המבריאה נענתה המתחרה הגדולה של החברה (במקרה זה: שופרסל).⁴⁶ כיוצא בכך, אף בעניין הבראתה של ענקית הקמעונאות **מגה**, בשנת התשע"ו-2016, ביקשו מתחרים עסקיים רציניים (דוגמת רמי לוי – שיווק השקמה) לרכוש את השליטה בה.⁴⁷ דא עקא, רכישת השליטה

כפוף להחלטתן של אסיפות הנושים לסוגיהם. ראו פש"ר (מחוזי י-ם) 4302/07, בש"א 3510/08 בעניין **אלומות מ.ג. הנדסה בע"מ (בהקפאת הליכים)** (פורסם בנבו, מיום י"ג אב התשס"ח, 14.8.2008); עניין **קווי אשראי**, לעיל ה"ש 2 ("בפסיקת בתי המשפט נקבע שהתערבות בית המשפט יכולה להיעשות בשני מצבים עיקריים: האחד, כאשר הוכח לבית המשפט שנפל פגם בהליך ההצבעה באסיפות הנושים, כגון נושה שהצביע בחוסר תום לב מהותי המצדיק את התערבות בית המשפט בהסדר. השני, גם אם לא נפל פגם מהותי באישור ההסדר, קיימים שיקולים חוץ כלכליים, מתחום תקנת הציבור שיש בכוחם כדי להביא לפסילת ההסדר, הגם שזכה לרוב הדרוש באסיפת הנושים. אחד הנושאים המובהקים בהם נמנעים בתי המשפט להתערב הם שעה שמדובר בשאלת הכדאיות הכלכלית של ההסדר, זאת, ממספר טעמים. בגדרם של אלה שאין לבית המשפט יתרון על פני הנושים בשאלת כדאיות ההסדר מבחינה כלכלית, לא כל שכן, לעתים הנושים הם גופים כלכליים ומנוסים המסוגלים להעריך נכונה את כדאיות ההסדר. משכך בית המשפט אף אינו נדרש דרך כלל לבחינה מעמיקה של כדאיות ההסדר, ומעדיף לכבד את רצונם של הנושים ונוהג בריסון גם אם הוא סבור שמבחינה כלכלית נכון היה להצביע אחרת").

43 לגישת ורדה אלשיך וגדעון אורבך, הדרך היעילה להתמודד עם קשיי ההשוואה בין הצעות הבראה השונות היא קביעה שיפוטית מקדמית של תוואי מכירה אחיד של החברה ותנאי סף שבהם נדרש לעמוד כל מציע. ורדה אלשיך וגדעון אורבך **הקפאת הליכים – הלכה למעשה** 582–587 (מהדורה שנייה, התשע"א).

44 Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach*, 47 J. FIN. 1343 (1992)

45 ידידיה צ' שטרן **רכישת חברות** 154–155 (התשנ"ו); BYRON E. FOX & ELEANOR M. FOX, CORPORATE ACQUISITIONS AND MERGERS §1.01 (Vol. I, 1991); PATRICK A. GAUGHAN, MERGERS, ACQUISITIONS AND CORPORATE RESTRUCTURINGS 111–112 (3rd ed., 2002)

46 ראו גם החלטות הממונה על הגבלים עסקיים, **נימוקי החלטה בדבר אישור מיזוג בתנאים – קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ (בהקפאת הליכים) ושופרסל בע"מ**, פרסום מס' 5000155 (מיום ל' תשרי התשס"ו, 2.11.2005), זמין באתר הרשות להגבלים עסקיים: www.antitrust.gov.il.

47 אורה קורן "רשות ההגבלים תתנגד למכירת מגה לרמי לוי או לשופרסל" **TheMarker** (1.2.2016), זמין באתר: <https://www.themarker.com/advertising/1.2836738>.

בחברה המבריאה על ידי המתחרה העיקרית בה עלולה ליצור מונופולין שלא היה קיים קודם לכן. אכן, רכישת השליטה עלולה לפגוע בתחרות הקיימת בשוק בנוגע למוצרים או לשירותים המשוקים על ידי החברה שבקשיים. פגיעה כאמור עלולה להביא לידי התוצאות הנפסדות של הגבל עסקי, בין במובן עיוות מלאכותי ביחס בין היצע לביקוש בשוק ובין במובן הפגיעה החברתית בצרכנים. מצד אחר, כאשר הצעה לרכישת השליטה של המתחרה העיקרי היא ההצעה הגבוהה ביותר, היעדרות לה משיאה את ערך החברה ומיטיבה את הפירעון לנושיה.⁴⁸

24.20 עניין לנו אפוא במתח העלול להתעורר בין תכלית דיני ההגבלים העסקיים, מזה (כלומר, שמירה על רמת תחרות נאותה בשוק), לבין תכלית דיני חדלות הפירעון (השאת ערך החייב ופירעון מיטבי לבעלי התביעות כלפיו).⁴⁹ האם מתח זה ניתן ליישוב?⁵⁰ הגישה המשפטית הנוהגת היא כי השיקולים בדבר רמת התחרות הכללית בשוק כוחם יפה אף בשעה שאחד השחקנים נתון בקשיים כספיים. קשייה הכספיים של חברה אחת, והתוצאות האישיות הנובעות מכך לנושיה, לבעלי מניותיה ולעובדיה, אינם אמורים לגרוע משיקולי התחרות בין כלל השחקנים בשוק.⁵¹ לפיכך, כאשר הצעה לרכישת שליטה בחברה כאמור עלולה להפחית את התחרות בשוק, יש – בדרך כלל – לבחון את ההצעה בשבע עיניים. הצעה כאמור עלולה להיפסל ביוצרה הגבל עסקי. עם זה, דווקא כאשר חברה היא כושלת ועלולה להיפלט מן השוק עקב קשייה הכספיים, עשויה לנבט הזדמנות לאשר את רכישת השליטה בה על ידי מתחרה, אשר בימים כתיקונם הייתה נפסלת כהגבל עסקי. הזדמנות זו מוכרת בשם "חריג החברה הכושלת" (ובלע"ז: the failing company doctrine, או the failing firm defense).⁵² הגנה זו פותחה

48 לדוגמאות בולטות מארצות-הברית, שבהן הצעת הרכישה הגבוהה ביותר בהליך חדלות הפירעון הייתה הצעת המתחרה הגדול של החברה שבחדלות פירעון, ראו Carbide/Graphite Group (אשר נרכשה בידי SGL Carbon) (SGL Carbon) ביטלה את הצעתה, עקב התערבות רשות ההגבלים העסקיים, זמין באתר: http://www.usdoj.gov/atr/public/press_releases/2003/200954.htm. בעקבות זאת נמכרו נכסי החברה ב-\$770,000 (פחות); Comdisco (אשר נרכשה בידי SunGard) (הצעת SunGard, אשר זכתה במכירה בבית המשפט חרף התנגדותן של רשויות ההגבלים העסקיים, הייתה גבוהה ב-\$215,000 מן ההצעה הבאה בתור). ראו U.S. v. SunGard Data Sys., Inc., 172 F. Supp. 2d 172 (D.D.C. 2001). גם מיזוג חברות התעופה American Airlines ו-TWA, בהליך לפי Chapter 11 של האחרונה, אושר בשל הגנת החברה הכושלת. ראו U.S. v. AMR Corp., 335 F.3d 1109 (10th Cir. 2003). ראו גם Joel G. Chefitz, *A Tale of Two Mergers: American/TWA and United/USAir*, 14 DE PAUL L.J. 215 (2002).

49 Column, *Bankruptcy and Antitrust Law: What you don't Know Can Hurt you*, 23-7 AM. BANKR. INST. J. 34 (2004).

50 החלטות הממונה על הגבלים עסקיים, נימוקי התנגדות למיזוג – בורגר ראנץ' (1983) בע"מ – ריקמור בע"מ (בהקפאת הליכים) – זכיינית ברגר קינג, פרסום מס' 3019090 (מיום י"ט כסלו התשס"ד, 14.12.2003), זמין באתר הרשות להגבלים עסקיים: www.antitrust.gov.il.

51 Column, *The Intersection of Chapter 11 and Antitrust*, 25-7 ABIJ 18 (2006).

52 על תכליתה של הגנה זו ראו מיכל הלפרין "דוקטרינת הפירמה הכושלת" תאגידים ג/21 (התשס"ז-2006); Eric J. Stock, *The Differing U.S. and EU Positions on the Boeing/Mcdonnell-Douglas Merger: Avoiding Another Near-Miss*, 20 U. PA. J. INT'L ECON. L. 825, 849 (1999) ליישומה בישראל ראו החלטות הממונה על הגבלים עסקיים, אישור מיזוג בתנאים לפי סעיף 21 לחוק ההגבלים העסקיים התשמ"ח-1988 בין השמירה טכנולוגיות מיגון (1971) בע"מ לבין נוריאל-אלעזר מרכז הבטחון בע"מ, פרסום מס' 3001328 (מיום כ"ד תשרי התשנ"ט, 14.10.1998), זמין באתר הרשות להגבלים עסקיים: www.antitrust.gov.il. לדעה, שאימוץ הגנת החברה הכושלת עלול להכשיל את כניסתם של מתחרים

בפסיקה הפדרלית בארצות-הברית.⁵³ לפי הגנה זו, אם החלופה המעשית היחידה להצעת הרכישה של המתחרה (אשר תיצור הגבל עסקי) היא התמוטטות החברה ויציאת מוצריה מן השוק, אזי יש מקום לאשר את הצעת הרכישה.⁵⁴ הגנה זו מוצדקת כאימוץ הרע במיעוטו.⁵⁵ טוב הגבל עסקי, שבעקבותיו המוצרים עדיין מסופקים לשוק, מבלימת ההגבל העסקי אך פליטת כל מוצרי החברה הכושלת מן השוק.⁵⁶ לפיכך, אם החלופה לרכישה מצמצמת את התחרות בשוק עוד יותר, יש מקום לאשר את הרכישה כדי לשמר את התחרות, ולו ברמה מזערית.⁵⁷

24.21 הגנת החברה הכושלת תסלול את הדרך לאשר הצעה של מתחרה עיקרי לרכישת השליטה בחברה הנתונה בהליך הבראה בנסיבות שבהן החלופה – כלומר, חיסול החברה – גרועה עוד יותר מבחינת התחרות. בנסיבות אלה רצונם של בעלי העניין בחברה המסוימת (כלומר נושיה, עובדיה, ספקיה, בעלי מניותיה) מתיישב עם העניין הכלכלי הכללי בקיום תחרות בשוק. ברם, כאשר החלופה להצעת הרכישה של המתחרה אינה חיסול החברה, כי אם הצעת רכישה בשיעור נמוך יותר מזו המוצעת על ידי גורם אחר, שאינו מקרב השחקנים הקיימים בשוק המוצרים המסוימים, השיקול של עידוד התחרות מתנגש בשיקול של השאת הערך של החברה לטובת בעלי העניין בה. השיקול של עידוד התחרות יורה לקבל את ההצעה הנמוכה יותר, של השחקן החדש בשוק. לעומתו, השיקול של

- Alessandro Fedele & Massimo Tognoni, *Failing Firm Defense with Entry Deterrence* (Aug. 20, 2005), available at: http://www.soc.uoc.gr/asset/accepted_papers/paper865.pdf. Lars Persson, *The Failing Firm Defense*, 53 J. INDUST. ECON. 175 (2005) גם ראו גם United States v. General Dynamics Corp., 415 U.S. 486 (1974); International Shoe, Co. v. FTC, 280 U.S. 291 (1930) להגנה דומה במשפט האיחוד האירופי ראו Kali & Salz/Mdk/Treuhand, Case IV/M308, OJ L186/38, 1994.
- 54 רשויות ההגבלים העסקיים שם מיישמות הגנה זו, בקובען ארבעה מבחנים מצטברים לשם החלת ההגנה: "A merger is not likely to create or enhance market power or facilitate its exercise if the following circumstances are met: (1) the allegedly failing firm would be unable to meet its financial obligations in the near future; (2) it would not be able to reorganize successfully under chapter 11 of the Bankruptcy Act; (3) it has made unsuccessful good-faith efforts to elicit reasonable alternative offers of acquisition of the assets of the failing firm that would both keep its tangible and intangible assets in the relevant market and pose a less-severe danger to competition than does the proposed merger; and (4) absent the acquisition, the assets of the failing firm would exit the relevant market". FTC & DOJ, HORIZONTAL MERGER GUIDELINES §5.1 (Rev. 1997), available at: www.usdoj.gov/atr/public/guidelines/hmg.htm#51. מכירת נכסי חברה הנתונה בהליך של חדלות פירעון קבוע ב- §363(b)(2) Bankruptcy Code. החלטת הממונה על הגבלים עסקיים בעניין קלאבמורקט, לעיל ה"ש 46.
- 55 על חשיבות המבחן של פליטת נכסי החברה הכושלת מן השוק ראו Richard D. Friedman, *Untangling the Failing Company Doctrine*, 64 TEX. L. REV. 1375 (1986).
- 57 על הצדקה הכלכלית של הגנת החברה הכושלת ראו Thomas J. Campbell, *The Efficiency of the Failing Company Defense*, 63 TEX. L. REV. 251 (1984). חרף צמצום השימוש בהגנה זו בחיי המעשה, נטענה טענה כי דווקא הרחבת השימוש בה תעודד מתחרים-בכוח להיכנס מעיקרא לשוק מוצרים מסוימים וכך תעודד עוד את התחרות בשוק. ראו Robin Mason & Helen Weeds, *Merger Policy, Entry, and Entrepreneurship* (2006). ראו באתר: <http://privatewww.essex.ac.uk/~hfweeds/ffd19.pdf>. אולם ראו Persson, לעיל ה"ש 52 (טוען שיש לצמצם את השימוש בהגנה זו, שכן היא מעודדת טריפת חברות מצד המתחרים).

השאת הערך של החברה המבריאה יורה לקבל את הצעת המתחרה בשוק. כאמור, הפרשנות שניתנה להגנת החברה הכושלת מבכרת את ערך התחרות, כערך כללי בשוק, על פני השאת הערך של החברה המסוימת. לפיכך, בנסיבות כאמור, נראה שיש להעדיף את הצעת הרכישה הנמוכה יותר, כל עוד היא מהווה חלופה תחרותית מעשית בשוק.

24.22 על פניהן, נסיבות עניין קלאבמרקט הציבו כאמור אתגר בפני הדין הישראלי. בפרשה זו הוגשו לבעלי התפקיד הצעות רכישה אחדות. הצעתה של שופרסל, המתחרה הגדולה של קלאבמרקט בשוק רשתות המזון, הייתה גבוהה לאין ערוך מיתר ההצעות שהוגשו. הצעה זו הייתה הפתרון הטוב מכול לנושיה של קלאבמרקט, לעובדיה ולבעלי מניותיה. עם זה, מבחינת התחרות, הצעה זו הייתה עתידה להפוך את שופרסל למונופולין של ממש בשוק האמור. האם בנסיבות כאמור יש לפסול את הצעתה ולקבל את הצעתה של אחת המתחרות חרף הערך הנמוך בהרבה שישולם בעד השליטה בחברה? בחוות דעתו המנומקת הבהיר הממונה על ההגבלים העסקיים כי החליט להשתמש אף הפעם בהגנת החברה הכושלת ולאשר את הצעת הרכישה של שופרסל.⁵⁸ לדבריו, הגנת החברה הכושלת תינקט רק בנסיבות קיצוניות וחריגות.⁵⁹ ברם, טעמו של הממונה היה כי השתכנע שיתר ההצעות שהוגשו לבעלי התפקיד לא עמדו בתנאי הסף של בעלי התפקיד וכי הן לא היו הצעות ממשיות ובנות ביצוע. משום כך בחן הממונה את הצעת שופרסל כהצעה יחידה, והחלופה להצעה זו הייתה חיסול קלאבמרקט.⁶⁰ ברם, לשם הבטחתה של רמת תחרות מזערית, חרף יצירת הרשת המורחבת, ציווה הממונה – למצער – על מכירה פרטנית של 17 מסניפי קלאבמרקט, אשר היו ממוקמים באזורים שבהם אין רשת אחרת מתחרה, זולת שופרסל.⁶¹ מכל מקום, מהחלטת הממונה על ההגבלים העסקיים בעניין זה משתמע כי לו הייתה מוגשת לבעלי התפקיד הצעת רכישה מעשית, העומדת בתנאי הסף שהציבו בעלי התפקיד, היה הממונה פוסל את הצעת שופרסל בשל צמצום התחרות, ומאשר את הצעה המתחרה בה. שיקולי התחרות במשק היו גוברים אפוא על השיקולים בדבר השאת ערך החברה המבריאה.⁶²

3. העסקת עובדי החברה על פי תכנית ההבראה

24.23 על הצעות הבראה להתייחס, בין השאר, למעמדם של עובדי החברה. יש להידרש הן לעתידם בחברה והן לגורל זכויותיהם הכספיות הצבורות עד כה. גורל זכויותיהם הצבורות מתבטא למעשה בשאלת פירעון של התחייבויות קודמות. עתידם בחברה הוא שאלה של אימוץ החוזה הנמשך בינם לבין החברה, או התרתו. לעתים שלובים שני העניינים יחד. כלומר, מבחינת המציע, תנאי להעסקה עתידית של העובדים בחברה הוא ויתור מצדם על אחדות מזכויותיהם הכספיות הצבורות. ויתור כאמור

58 מדובר כאן בשיקולים מן הדין המהותי, הערכי, בנוגע להתחבטות אם לאשר תכניות הבראה שאינן משיאות בהכרח את ערך החברה. השאלה המוסדית, בדבר בחירת הגורם הראוי לפסוק בנוגע להתנגשות האפשרית בין התכלית של השאת ערך החברה המבריאה לבין המדיניות של שימור התחרות בשוק, תידון בהמשך. ראו להלן פסקאות 24.32–24.42.

59 החלטת הממונה בעניין קלאבמרקט, לעיל ה"ש 46.

60 שם.

61 שם.

62 לעיל פסקה 24.20.

מצד העובדים הוא למעשה הסכמה למחיקת חובות כלפי קבוצת נושים. ככל שחשוב לעובדים לשמור את מקום תעסוקתם, הם ייטו לעתים לוותר על אחדות מזכויותיהם הכספיות הצבורות ובלבד שתעסוקתם לא תיפגע.⁶³ אכן, המשך העסקתם, תוך שמירת מלוא זכויותיהם, אינו אלא פירעון מלא של חובותיהם. תכנית הבראה אשר אינה מסוגלת לפרוע את כל חובות החברה תיאלץ לקצץ, בין השאר, אף את הזכויות הכספיות של העובדים. בכך אין הם נבדלים מנושים כספיים אחרים. ברם, מה מעמדם של העובדים בנוגע להמשך העסקתם כאשר מציע הרכישה אינו מעוניין בשירותיהם?

התבוננות בפסיקתם של בתי המשפט מלמדת כי במקרים שבהם מוגשות הצעות אחדות לרכישת השליטה בחברה שעוברת הליכי הבראה, או בחברה שמנייתה מועמדות למכירה בהליכי כינוס נכסים, עניינם של העובדים אינו נעלם מעיני בית המשפט. ההתייחסות של כל הצעה להמשך העסקתם של העובדים ולתנאי העסקתם היא שיקול שבעלי התפקיד או בית המשפט שוקלים בהשוואה בין ההצעות. כך, למשל, בעניין **מגה**, כרתה חברת **יינות ביתן**, אחת המציעות לרכוש את השליטה בחברת מגה, הסכם קיבוצי עם הסתדרות העובדים וועד עובדי החברה בדבר המשך העסקתם של עובדי החברה ותנאי העסקתם. מציעות אחרות לא עשו כן. בעלי התפקיד ובית המשפט מצאו כי, מבחינה כלכלית, הצעתה של **יינות ביתן** היא הטובה ביותר בעבור הנושים. השיקול בדבר המשך העסקתם של העובדים שימש שיקול מחזק בעבור בית המשפט לאישור בקשתם של בעלי התפקיד להעלאת הצעה זו להצבעה באסיפת הנושים.⁶⁴

בדומה לכך, בהליכי פשיטת הרגל של מר אליעזר פישמן, מונו כונסי נכסים למימוש מניותיו בחברת **מוניטין**, שהיא החברה המחזיקה והשולטת בעיתון **"גלובס"**. גם כאן מצא בית המשפט כי הצעתה של גב' אלונה בר-און לרכישת המניות הממומשות וההצעה המתחרה, של מר דוידוביץ', הן שוות ערך – פחות או יותר – מבחינה כלכלית, עם יתרון זעיר להצעה המשופרת של מר דוידוביץ' שהוגשה לאחר תום הדיון בבית המשפט המחוזי. עם זה, שיקולים אחדים נזקפו לטובת אישור הצעתה של גב' בר-און כהצעה הזוכה. אחד השיקולים היה תמיכת העיתונאים, עובדי העיתון, בהצעתה לאחר שהקדימה וחתמה עמם על הסכם קיבוצי בדבר זכויותיהם ותנאי העסקתם.⁶⁵

63 ראו, למשל, פש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05 בעניין קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ.
 64 פר"ק (מחוזי מרכז) 31163-01-16 רוח טרבלסי, נאמן נ' ח.א.א אקסטרה אחזקות בע"מ (פורסם בנבו, מיום ח' אייר התשע"ו, 16.5.2016) (בעניין מגה קמעונאות בע"מ (בהקפאת הליכים)). בקשה לרשות ערעור על החלטה זו – נדחתה. רע"א 4077/16 ח.א.א אקסטרה אחזקות בע"מ נ' הנאמנים בהקפאת הליכים של מגה קמעונאות בע"מ (פורסם בנבו, מיום ט"ז אייר התשע"ו, 24.5.2016). לדיון בשאלה מה מספר ההצעות שיועלו להצבעה באסיפת נושים ראו לעיל פסקאות 23.13–23.30. ראו גם פר"ק (מחוזי ת"א) 40721-09-12 עו"ד ארבל, נאמן נ' בנק לאומי לישראל בע"מ (פורסם בנבו, מיום ז' חשון התשע"ג, 23.10.2012), (בעניין קבוצת מעריב (בהקפאת הליכים)).
 65 עניין דוידוביץ', לעיל ה"ש 2, בפסקאות 15–16. ראו גם את פסק דינו של בית המשפט המחוזי בעניין זה, פר"ק (מחוזי ת"א) 32206-09-16 בעניין כינוס מניות מוניטין עיתונות בע"מ (פורסם בנבו, מיום ט"ז אדר התשע"ז, 14.3.2017). שיקולים נוספים שנזקפו לזכות ההצעה הזוכה היו העובדה שלמעורר היו הזדמנויות רבות לשיפור הצעותיו בטרם סיום הדיון וקביעת ההצעה הזוכה וכי הוא הציע את הצעתו הטובה יותר בשלב מאוחר מאוד, דבר הפוגע בסופיות הדיון; תמיכת הנושים המובטחים (שהחוב כלפיהם

בעניין פויכטונגר תעשיות⁶⁶ הוגשו הצעות אחדות לרכישת השליטה בחברה. מציע ההצעה הגבוהה ביותר סירב להתחייב להעסיק בחברה מספר מסוים של עובדים. לעומתו, מציע ההצעה השנייה בגובהה, היה מוכן להתחייב לשמור על זכויות עובדי החברה. האם החשיבות שבהעסקת עובדי החברה ומניעת אבטלתם (ולו הזמנית) היא שיקול הגובר בחשיבותו על השיקול של השאת הפירעון לכלל בעלי התביעות? תוצאתה של העדפת הצעה נמוכה יותר, הכוללת התחייבות להעסיק עובדים, היא לשלול ערך כלכלי זמין מידי קבוצות נושים (ערך שהוצע לפי ההצעה הגבוהה) לשם הבטחת מעמדה של קבוצת בעלי עניין כלכלי אחר, העובדים. במילים אחרות, העדפת ההצעה הנמוכה יותר מגלגלת את הנטל של העסקת העובדים אל כתפי יתר נושי החברה. הללו ייאלצו לשאת בעלויות אלה, ולא המדינה (לו היו העובדים הופכים למובטלים). בית המשפט המחוזי אישר את הצעת הרכישה השנייה בגובהה, בין השאר בשל התחייבות הרוכש לשמור על זכויותיהם של עובדי החברה, וביכר אותה על פני ההצעה הגבוהה הימנה.⁶⁷

24.24 האם גישה שיפוטית זו היא הגישה הנכונה? אודה ולא אבוש, לעניות דעתי, אין על שאלה זו מענה נחרץ ומשכנע. כל תשובה על שאלה זו יונקת הישר מהשקפת העולם של המשיב. שאלה זו חוזרת אל הדיון הערכי בנוגע לתכליתו של הליך ההבראה.⁶⁸ אם כל עניינו של ההליך הוא השאת הערך הכלכלי של החברה (ובאמצעותו – אף השאת הפירעון הכספי לנושים), הא ותו לא, כגישה הכלכלית-שוקית האדוקה, אזי ברור שאין לפגוע בערך זה לשם דאגה לזולת (במקרה זה, העובדים). תוצאות הלוואי של קשייה הכספיים של החברה אינן מצדיקות, לפי השקפה זו, סטייה מהגשמת המטרה של ההליך. לעומת זאת, לפי ההשקפה החברתית, אחת מן המטרות העיקריות של הליך ההבראה, לצד השאת הערך, היא הדאגה לחוליות החלשות יחסית מקרב אלה הקשורות בעסקי החברה. לפי שיטה זו, שיקולי הצדק מורים לדאוג לעובדים המתקשים מאוד למצוא פרנסה חלופית.⁶⁹ הדאגה לתעסוקת העובדים עשויה להצדיק נגיסה מסוימת בערך הכללי המוצע לחברה, אך באיזון שבין זכויות הנושים הכספיים לחלק כלכלי מן החברה, לבין זכותם של העובדים לשימור תעסוקתם, יד העובדים על העליונה.

גבוה מערך המניות הממומשות) בהצעה הזוכה; ההצעה הזוכה תותיר "בעל בית" אחד בעיתון ותייעל בכך את תפקודו; היותה של המציעה, גב' בר-און, בתו של מייסד העיתון, אשר לה היכרות טובה וארוכה שנים עם העיתון הוותיק.

66 פש"ר (מחוזי ת"א) 1739/02, בש"א 18849/02 בעניין פויכטונגר תעשיות בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ד חשון התשס"ג, 30.10.2002).

67 שם, בפסקאות 10–11. שיקול נוסף היה שהמציע האחר חרג מתוואי המכירה שהוגדר על ידי בעל התפקיד.

68 דיון זה נערך לעיל בפרק שלישי.

69 אכן, שימור התעסוקה הוא השיקול הראשון במעלה בבתי המשפט בצרפת בנוגע לרצינותן של תכניות הבראה. ראו Richard L. Koral & Marie-Christine Sordino, *The New Bankruptcy Reorganization Law in France: Ten Years Later*, 70 AM. BANKR. L.J. 437, 444 (1996). גם בארצות-הברית זהו שיקול עיקרי בפסיקת בתי המשפט במצבים של חדלות פירעון. ראו, למשל, NLRB v. Bildisco, 465 U.S. 513 (1984).

24.25 בפרק שלישי הבעתי את השקפתי האישית בעניין תכליתם של דיני חדלות הפירעון. נטיית לבי היא לגישה מאוזנת ורגישה. מחד גיסא, גישה זו מכבדת את העקרונות הבסיסיים של כלכלת השוק החופשי ובראשם תורת המחירים, אך, מאידך גיסא, היא מבקשת לשקלל עם עקרונות אלה גם שיקולים חברתיים ותמיכה נדרשת בכל ציבור המתקשה להתמודד בעצמו עם ההשפעות האישיות של משבר כלכלי של חברה שציבור זה קשור לה. לעניות דעתי, גישה זו חשובה שבעתיים דווקא בשעת משבר כלכלי ודווקא במדינה שבה עולם העסקים מועבר לידיים פרטיות, והמדינה מושכת ידיה מפעילות זו ומאחריות לה.⁷⁰ לפיכך, אכן ראוי לטעמי כי בית המשפט ישקול בזהירות הצעות מתחרות לרכישת שליטה הנבדלות ביניהן בגישתן לעתיד העובדים בחברה. ודוקו, איני סובר כי ההצעה המיטיבה עם העובדים היא לעולם הראויה יותר. קביעה נחרצת כאמור מתעלמת מן הצורך לשיקול את הפרש הסכומים שבין ההצעות השונות. על בית המשפט לתת משקל נכבד להפרש הסכומים האמור. אין זה ראוי לתת עדיפות מוחלטת לעובדים ולהתעלם מכל ערך כלכלי שניתן להפיק מהחלופה המוותרת על שירותיהם. לפיכך, כאשר קיים הפרש גבוה וקיצוני בסכומים, יש לנטות אל עבר קביעת ההצעה הגבוהה כהצעה הזוכה. ברם, כאשר הבדל המחירים אינו מהותי, טוב יעשה בית המשפט אם ייתן משקל רב יחסית לשיקול של תעסוקת העובדים. כאשר הוויתור שיידרש מיתר הנושים אינו גדול מדי, אכן ראוי לתת ביטוי מעשי להעדפת העובדים ולביטחונם החברתי.

4. זכות סירוב ראשון של בעלי המניות הוותיקים

24.26 בתקנונים של חברות רבות מוקצת זכות סירוב ראשון לבעלי המניות הקיימים בחברה, ועל פיה הם רשאים להתנגד למכירת מניות על ידי בעלי מניות אחרים בחברה או להנפקה חדשה של מניות לאחרים. לפיכך, בטרם יימכרו מניות של החברה לצדדים שלישיים, בין בשוק הראשוני (כלומר, בהנפקה) ובין בשוק המשני (כלומר, במכירת מניות קיימות על ידי בעל מניות), יש להציע תחילה לבעלי מניות קיימים. משהציע צד שלישי לבעל מניות הצעה לרכוש את מניותיו במחיר מסוים, על בעל המניות הניצע לפנות לבעלי המניות האחרים בחברה ולתת להם הזדמנות לרכוש את מניותיו במחיר שווה להצעת הרכישה שהוצעה לו. רק אם הללו סירבו לממש את רכישת המניות, יהיה אפשר למכור את המניות לצדדים שלישיים. זכות סירוב זו מקנה לבעלי המניות יתרונות כלכליים אחדים.⁷¹ ראשית, בעת הנפקה חדשה של מניות החברה, הזכות לסירוב ראשון מאפשרת לבעלי מניות קיימים לרכוש מניות חדשות וכך לשמור את כוח הצבעתם היחסי בחברה מפני דילול.⁷² שנית, בעת מכירת מניות של החברה על ידי בעל מניות קיים, זכות הסירוב הראשון מאפשרת ליתר בעלי המניות לווסת את כניסתם של בעלי מניות חדשים ובלתי רצויים בעיניהם לחברה.⁷³ צדדים שלישיים חדשים שיצטרפו עלולים

70 להשקפתי על אודות תכלית דיני חדלות פירעון ראו לעיל פסקה 3.59 ואילך.

71 Marcel Kahan, *An Economic Analysis of Rights of First Refusal*, NEW YORK UNIVERSITY, CENTER FOR LAW AND BUSINESS, WORKING PAPER NO. 99-009 (June 1999), available at: <http://ssrn.com/abstract=11382>.

72 על דילול זכויות הצבעה בעת הנפקת מניות חדשה, ראו דוד האן ואסף חמדני "מיזוג והצעת רכש מלאה לאור תיקון מס' 3 לחוק החברות" **תאגידים** ב(3) 110 (2005).

73 ראו, למשל, ע"א 4857/02 **מגה טי. וי. ישראל בע"מ נ' אפריקה ישראל להשקעות בע"מ**, פ"ד נו(6) 951, 959 (התשס"ב-2002).

להפך את מרקם היחסים הקיים בין בעלי המניות בחברה. אווירה שקטה, עסקית ועניינית עלולה לפנות את מקומה, שלא בטובתם של בעלי המניות הקיימים, להתכתשויות ולעימותים על דרכה העסקית של החברה. עם זה, יש מקום לאפשר לבעל מניות, המבקש לסיים את השקעתו בחברה, למכור את החזקותיו.⁷⁴ על כן, זכות הסירוב נותנת הזדמנות לבעלי המניות האחרים בחברה לרכוש את מניותיו של המוכר ולמנוע כניסה של דמויות חדשות לחברה. אם חשוב להם הדבר, הם יממשו את זכות הסירוב שבידיהם. אם לאו, הם יוותרו על זכותם זו ובעל המניות המוכר יהיה בן חורין למוכרן לכל מאן דבעי.

24.27 מה דינה של זכות סירוב ראשון כאמור בהליך להבראת חברה המתנהל בדרך של הבראה חיצונית? האם יש מקום לקבוע כי לאחר שהוצעו כל ההצעות לרכישת השליטה בחברה המבראה, יהיו זכאים בעלי המניות לממש את זכות הסירוב הראשון שבתקנון, להציע הצעה שווה להצעת הרכישה הזוכה, ולזכות מחדש בעצמם בשליטה בחברה המבראה? שאלה זו התעוררה בבית המשפט המחוזי בעניין רובננקו.⁷⁵ השופט אלשיך קבעה כי, אכן, יש מקום להכיר הכרה עקרונית בזכות הסירוב הראשון אף בהליך ההבראה. לשיטתה, קיומו של הליך ההבראה אינו פוגע בזכויותיהם של בעלי המניות כפי שהן מעוגנות בתקנון החברה.⁷⁶ אם אמנם יציעו בעלי המניות הצעה שווה להצעה הזוכה, נושי החברה לא ייפגעו כלל. עם זה, לגופו של עניין בפרשה זו, הסיקה השופטת כי בעלי המניות שביקשו להיבנות מזכות הסירוב הראשון השתמשו בזכותם זו שלא בתום לב.⁷⁷ לפיכך, בנסיבות העניין מנעה מהם השופטת את מבוקשם.

24.28 בכל הכבוד, איני מסכים לקביעתו העקרונית של בית המשפט בעניין רובננקו. לטעמי, כאשר חברה היא חדלת פירעון, אין כל חשיבות לזכות סירוב ראשון המוקנית לבעלי מניות בתקנון החברה. זכות סירוב זו מוקנית להם על סמך ההנחה כי הם אמנם בעלי העניין הכלכלי השיווי בחברה. בנסיבות אלה, ברור שיש משקל וטעם לשאלת זהותם של בעלי המניות שלצידם. בעלי המניות כולם מהווים את האסיפה הכללית המשמשת גוף עליון בקבלת ההחלטות בחברה. זכות הסירוב הראשון היא אפוא ביטוי משלים לזכויותיהם של בעלי המניות כלפי החברה הנובעות מהחזקותיהם במניות. ברם, דברים אלה אינם תקפים עוד כשהחברה היא חדלת פירעון. בשעה זו, אם הנושים אינם נפרעים במלוא שיעור זכויותיהם, אין לבעלי המניות הוותיקים כל עניין כלכלי ממשי בחברה.⁷⁸ בעלי המניות אינם עוד, עובר לאישור תכנית ההבראה, מקבלי ההחלטות בחברה. כינוים כ"בעלי מניות" אינו אלא כינוי המעיד על אירוע בעברם. פג ערכן הכלכלי של המניות. ממילא ראוי שהטפל, זכות הסירוב הראשון, יילך אחר

74 ואולם ראו David I. Walker, *Rethinking Rights of First Refusal*, 5 STAN. J. L. BUS. & FIN. 1 (1999) (טוען כי תכלית זכות הסירוב הראשון היא דווקא למנוע בעד בעל מניות לצאת מן ההשקעה בחברה).

75 פש"ר (מחוזי ת"א) 2118/02, בש"א 8169/03 בעניין רובננקו שמואל אחזקות בע"מ (פורסם בנבו, מיום כ"ג סיון התשס"ג, 23.6.2003).

76 שם, בפסקה 44.

77 חוסר תום הלב היה טמון בכך שבעל זכות הסירוב הראשון העמיד בסתר את זכותו לרשות אחד המציעים האחרים בהתמחרות על השליטה בחברה. המציע האחר פרש מן ההתמחרות והתכוון לנצל את זכות הסירוב שתועמד לרשותו. ראו שם, בפסקאות 54–59.

78 ראו גם פר"ק (מחוזי י-ם) 59344-01-12 בעניין נידר חברה לבנין ופיתוח בע"מ.

העיקר – הערך הכלכלי של המניות. משנעקר העיקר, נעקר אף הטפל עימו. בשעה שהחברה היא חדלת פירעון, אין לבעלי המניות הוותיקים שום מעמד מיוחד לעומת כל צד שלישי אשר יבקש לרכוש את השליטה בחברה. לפיכך, לעניות דעתי, אין לייחס להוראה בתקנון החברה, המקנה לבעלי מניות בחברה זכות סירוב ראשון לרכישת מניותיה, כל תוקף משפטי בשעה שהחברה היא חדלת פירעון. כוחה של הוראה זו יפה אך בשעה שהחברה בת פירעון.

24.29 לא זאת אף זאת, לזכות סירוב תיוודע השפעה כלכלית בעייתית בנסיבות של הבראה חיצונית. זכות סירוב ראשון עלולה לפגום מעיקרא בנכונותם של מציעים-בכוח להשתתף בהליך ההבראה החיצונית ולהגיש הצעות לרכישת השליטה בחברה.⁷⁹ הגשת הצעה כרוכה בעלויות למציע, ובכללן עלויות הכרוכות באיסוף מידע, עלויות לצורך הגשת המסמכים הנלווים להצעה ולעתים אף עלויות הנלוות לחשיפת מידע עסקי על אודות המציע.⁸⁰ אם יידע המציע-בכוח כי לבעלי מניות ותקנים תינתן הזדמנות להשוות את הצעתם להצעתו, הוא עלול להימנע מלהתמודד על השליטה בחברה זו כלל ועיקר. סוף סוף, בעלי המניות האמורים מקבלים הזדמנות להגיש הצעה בלא כל השקעה מצדם באיסוף המידע. הם "רוכבים" חינם אין כסף על העלויות שישקיע המתחרה בהם, הלא הוא המציע-בכוח.⁸¹ למה לו אפוא להשקיע עלויות רבות אם פירות השקעה זו ייקטפו מידי? אמנם ניתן לטעון כי מידע על אודות החברה ידוע ממילא לבעלי המניות הוותיקים. לפיכך, הערך המוסף של המידע שיגיע אליהם מן המציע המתחרה בהם הוא שולי. לפי טיעון זה, אפוא, החשש מפני הסגרת מידע לידי בעלי המניות המתחרים בו, לא ישפיע השפעה של ממש על נכונותו של מציע-בכוח להגיש הצעה לרכישת השליטה בחברה. ברם, טענה זו יש לדחות. אם אמנם המידע על אודות החברה וערכה נמצא בידי בעלי המניות ממילא, מדוע זה ימתנו עד לאחר שיגישו כל יתר המציעים את הצעותיהם? אדרבה, על סמך המידע העדיף שבידיהם יתכבדו בעלי המניות ויגישו הצעה בד בבד עם כל יתר המציעים המשתתפים בהבראה החיצונית.⁸²

24.30 עולה אפוא כי שיקולים כלכליים יבשים מביאים לידי כך שאין להכיר בזכות סירוב ראשון הקבועה בתקנון חברה בעת חדלות פירעונה של אותה חברה. ברם, בדומה לדיון לעיל בעניין עובדים, אף בעניין בעלי מניות בחברות קטנות עד בינוניות יש מקום לשקול אם שיקולים חברתיים עשויים להצדיק מתן זכות סירוב ראשון, או הסדר משפטי דומה לו, לבעלי המניות בעת הגשת הצעות לרכישת השליטה בחברה. כזכור, בהשקפת עולמם של החסידים האדוקים של הגישה הכלכלית הצרופה אין מקום לשיקולים כאמור. בעיניהם, המרבה במחיר הוא הזוכה. כל מנגנון, העלול לפגום בהשאת ערך

79 ראו, למשל, אהוד סול ומנחם נאמן "היקף הפרשנות של זכות סירוב ראשון" **תאגידים** 1/ א, 3, 7–8 (התשס"ד); Walker, לעיל ה"ש 74, בעמ' 25. השוו עניין **דוידוביץ**, לעיל ה"ש 2, בפסקה 14.

80 ואולם, כאשר המציע הוא חברה ציבורית, המידע העסקי המהותי על אודותיו גלוי לשוק ממילא, בשל חובות הגילוי המוטלות על חברה כאמור בדיני ניירות ערך.

81 ראו עוד עניין **רובננקו**, לעיל ה"ש 75, בפסקה 46 ("בעל זכות הסירוב קונה למעשה... את... הזכות לשבת על הגדר", לבחון את מצב העניינים, את המציעים ואת ההצעות, ובסופו של דבר, בלא לטרוח או להטרד... להודיע לבעל התפקיד כי בעל הזכות בוחר לממשה, ולהשוות את הצעתו להצעה הטובה ביותר שהתקבלה בהתמחרות").

82 ראו גם Walker, לעיל ה"ש 74, בעמ' 40–43.

החברה, אינו יעיל ולפיכך אינו קביל. ברם, לפי ההשקפה המערבת שיקולים חברתיים מתעמתים, השאלה היא אכן במקומה. הדיון בהשקפה החברתית נעשה בפרק שלישי לעיל. בדיון זה הועלה, בין השאר, השיקול של הגנה משלימה לבעלי מניות בחברות משפחתיות, אשר העסק הכושל היה במשך שנים רבות מפעל חייהם. לפי ההשקפה החברתית, יש מקום לגלות זהירות מופלגת בטרם ייגדע באופן סופי העסק המשפחתי. זהו עניין של רגישות אנושית בסיסית. עסק כאמור הוא לא-אחת אישי לא-פחות מן הנכסים שבבעלותם הפרטית של בעלי מניות אלה. אמנם בעלי המניות אינם נושאים בחבות אישית לחובות שהעסק צבר,⁸³ אולם יחסם הרגשי לעסק הוא יחס אישי לחלוטין. הוא חלק מזהותם. לפיכך, לפי השקפה מורכבת זו אשר, כאמור, אף אני מזדהה עימה, יש מקום לתת משקל כלשהו ליחסם הרגשי-האישי של בעלי מניות בחברה משפחתית כאמור.⁸⁴ ודוק, שיקול כאמור כוחו יפה בין שיש הוראה בתקנון בדבר זכות סירוב ראשון ובין שאין הוראה כזו. שיקול זה הוא מהותי ואינו נובע מהתניה חוזית. אם ראוי הוא – עליו להוות שיקול מובנה בדיון. אבהיר עוד, אין כוונתי לשקול שיקול חברתי כאמור כל אימת שבעל מניות בחברה הנתונה בהליך הבראה יטען לקיומו של יחס רגשי רב-שנים בינו לבין העסק של החברה. רק כאשר ישתכנע בית המשפט כי העסק של החברה הוא אכן חלק מזהותו האישית של בעל מניות כאמור, אשר נמנה עם מייסדי העסק, יש מקום לשקול שיקול רגיש כאמור לצד השיקול הכלכלי. אל לו לבית המשפט לראות בבעלי המניות בעלי זכות בכורה כמצוות אנשים מלומדה, ובכך להפוך את סדר פירעון החובות על ראשו. שיקול חברתי כאמור יישקל בזהירות ובמשורה.⁸⁵

24.31 האם קיימת דרך לכבד את העיקרון הכלכלי של קבלת ההצעה הגבוהה ביותר ולתת, בד בבד, משקל ליחסם האישי של בעלי מניות לעסק אשר הוא מפעל חיים משפחתי? זכות סירוב ראשון כאמור עשויה לספק לבעלי מניות הזדמנות לפדות את מפעל חייהם מידי הנושים. ברם, מחירה הוא, כאמור, הפחתת תמריצים למציעים-בכוח להשתתף בהבראה החיצונית מעיקרא. לעניות דעתי, ניתן להציע דרך חלופית להתחשב בבעלי המניות ולגלות אהדה למפעל חייהם, הפוגעת פחות בתחרות הראויה על רכישת השליטה בחברה המבריא. במקום מתן זכות סירוב ראשון לבעלי מניות, ראוי להסמיך את בית המשפט לקצוב לבעלי מניות כאמור, לאחר קביעת ההצעה הזוכה, פרק זמן של ימים ספורים לפדות מידי המציע הזוכה את השליטה בחברה. זכות פדיון זו תהיה במחיר אשר לא יפחת מ-110% מערך

83 אף כי לא אחת הם ערבים באופן אישי לחובותיו כלפי הנושים הבנקאיים. ראו לעיל פסקאות 2.31, 12.59 – 12.64.

84 שונה הוא המצב במוסדות ללא כוונת רווח (מלכ"רים) הנקלעים לחדלות פירעון, כגון עמותות או חברות לתועלת הציבור. תאגידים כאמור פועלים לשם הגשמת תכלית חברתית-ציבורית. עניינו של מקבל ההחלטות בהם (חבר בעמותה או בעלי מניות בחברה לתועלת הציבור) הוא מעיקרו מוגבל ולפיכך עניינו אינו ראוי להגנה בדומה לזו המוצעת לבעל מניות בחברה משפחתית. ראו סעיפים 345, 345כא לחוק החברות (בעניין חברה לתועלת הציבור), סעיף 58 סיפא לחוק העמותות, התש"ס-1980. ראו גם פש"ר (מחוזי ת"א) 1425/98 צוקר נ' מפרק ישיבה תיכונית כפר-גנים, בפסקה 4 (פורסם בנבו, מיום כ"ה אדר א' התשס"ה, 6.3.2005).

85 לנקיטת גישה כאמור בבית המשפט העליון ראו עניין דוידוביץ', לעיל ה"ש 2, בפסקה 15 ("לא למותר לצייין, כי ענייננו בעיתון ותיק, אשר לגבי בר און הכרות טובה וארוכת שנים עמו, ככתו של מייסד העיתון, וגם לשיקול משפחתי-היסטורי זה יש משקל-מה בהיבט של מחויבות לעיתון ולעובדיו הוותיקים").

החברה כפי שנגקב בהצעה הזוכה. זכות פדיון מוכרת בהלכה היהודית בנוגע לנכסי מקרקעין מסוימים.⁸⁶ אף המשפט הישראלי בן ימינו מכיר בזכות פדיון העומדת לחייב אשר משפן נכס מנכסיו בידי נושהו.⁸⁷ הנה כי כן, ניתן להציע זכות פדיון אף לבעלי מניות בטרם יאבדו סופית את מפעל חייהם. זכות פדיון זו תותנה בפירעון חובות לנושים. האיזון יבוטא בכך שמימוש זכות הפדיון יתאפשר רק בערך גבוה מזה של ההצעה הזוכה. כך לא יירתע מציע-בכוח מלהגיש הצעה. כל עוד הערך שהוא נוקב הוא בעיניו ערך כדאי וראוי, לא יוכל בעל מניות ותיק להוציא מידי את השליטה בחברה בלא לשלם לו ערך גבוה יותר. מצד אחר, לאחר שהתפרסמו כל הצעות הרכישה תינתן לבעל המניות הזדמנות אחרונה למקצה שיפורים. בידעו את הערך הגבוה ביותר שבו הוערכה החברה, הוא יוכל לשקול פעם נוספת אם יחסו האישי לעסקי החברה רב בערכו מן הערך שנגקב בהצעה הזוכה, אם לאו.

ד. מעמדן של רשויות המינהל באישור תכניות הבראה

1. כללי

24.32 תכניות הבראה מאושרות כאמור בבית המשפט. מתעוררת שאלה כלום לצד הצבעתן של אסיפות הנושים ולצד שיקול דעתו של בית המשפט, יש מעמד אף לרשויות המינהל בנוגע לתכניות כאמור. אם אמנם מעמד להן לרשויות המינהל, מה טיבו? האם מעמדן יסתכם בזכות טיעון בלבד לפני בית המשפט המנהל את הליך חדלות הפירעון של החברה, או שמא תוקנה להן סמכות מעכבת? כלומר, האם מלבד בית המשפט מוסמכת אף רשות מינהלית לדחות תכנית הבראה לאור שיקול דעתה כי התכנית אינה עומדת בתנאים הנדרשים על פי הדין, אשר על יישומו אמונה רשות זו? אכן, בימינו, שבהם הפעילות העסקית במשק רוויה פיקוח והסדרה מינהליים, שאלה זו עשויה להתעורר בהקשרים שונים. כך, למשל, המוסמכת רשות ההגבלים העסקיים לפסול תכנית הבראה מחמת פגיעתה בתחרות בשוק, אפילו בית המשפט, לאחר ששקל אף את שיקולי התחרות, אישר את תכנית הבראה?⁸⁸ האם רשאית רשות ניירות ערך או הבורסה לניירות ערך להורות לחברה בקשיים להסדיר ענייני דיווח וגילוי – שעל אודותיהם לא דיווחה כסדרם בעבר – בטרם שהרשות תיתן את ברכתה להחזרת מניות החברה למסחר מכוח תכנית הבראה, הגם שבית המשפט תומך בתכנית?⁸⁹ הרשאי משרד הרישוי שלא לחדש

86 לפי התורה, יש מצווה לאפשר לאדם לפדות בתוך שנה אחת בית שמכר אם מדובר בבית עיר חומה – כלומר, בית בעיר המוקפת חומה בארץ-ישראל. ראו ויקרא כה 29; רמב"ם, הלכות שמיטה ויובל, פרק יב, הלכה א.

87 סעיף 13 לחוק המשכון. על זכות זו ראו רע"א 9025/03 בנק המזרחי המאוחד בע"מ נ' עו"ד בן פורת, פ"ד נט(3) 919, 926 (התשס"ה-2004); בר"ע (מחוזי ת"א) 1129/06 בן צבי נ' בנק לאומי למשכנתאות בע"מ, בפסקאות 9–15 (פורסם בנבו, מיום ט"ו סיון התשס"ו, 11.6.2006).

88 לאישור תכניות הבראה גם על ידי רשות ההגבלים העסקיים ראו עניין קלאבמרקט ועניין מגה, לעיל פסקאות 19–24.22. ראו גם רשות ההגבלים העסקיים, הודעה לעיתונות, אושרה רכישת בורגר ראנץ' על ידי בורגר קינג (מיום כ"ט תשרי התשס"ט, 28.10.2008).

89 ראו, למשל, בש"א (מחוזי י-ם) 6378/09 בעניין נידר חברה לבניין ולפיתוח בע"מ (פורסם בנבו, מיום ח' סיון התשס"ט, 31.5.2009). ראו גם רשות ניירות ערך, החלטה מס' 105-3 – הגשת דוחות כספיים של חברות בקשיים (פירוק, כינוס, הקפאת הליכים) על פי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (מיום כ"ו ניסן

רישיון לייבוא כלי רכב לחברה עקב כניסתה להליך של חדלות פירעון?⁹⁰ זווית אחרת להצגת השאלה היא אם מלכתחילה ראוי כי בית המשפט ישקול שיקולי דין מהותי חיצוני, מחוץ לדיני חדלות הפירעון, בבואו לאשר תכנית הבראה, או אולי ראוי כי יותיר מלאכה זו לרשות המינהלית השייכת לעניין.

24.33 שאלת היחס בין בית המשפט המנהל את הליך חדלות הפירעון של החברה לבין הרשות המינהלית – האמונה על הסדרת הפעילות בענף המסחרי המסוים שבו פועלת החברה ועל הפיקוח עליו – היא שאלה **מוסדית**. אין היא נוגעת לשיקולים מתחום הדין המהותי. שאלה זו אינה עוסקת באופן האיוון או ההכרעה בעת התנגשות בין שיקולים מתחום דיני חדלות הפירעון, מצד אחד, לבין שיקולים מתחום הענף המוסדר והמפוקח, מצד אחר.⁹¹ היא אך בוחנת מי הגוף השלטוני הראוי לשמש כפוסק האחרון בהתנגשות הדינים המהותיים האמורה: כלום יהיה זה בית המשפט המנהל את תיק חדלות הפירעון, או אולי הרשות המינהלית האמורה? גדר ההתחבטות הוא זה: מחד גיסא, בית המשפט המנהל את הליך חדלות הפירעון הוא הגורם המרכזי בידי אדם המידע הכולל בנוגע למצבה של החברה המבראה. הוא רואה לנגד עיניו את התמונה המקיפה של השפעות מצוקתה הכספית על גורמי העניין השונים, בין השפעות בדיעבד ובין השפעות על נכונותם להתקשר עם החברה מעיקרא.⁹² לעומתו, הרשות המינהלית אינה מצוידת במידע זה ואף אינה רגישה לשיקולים אלה, שכן אין הם ממין השיקולים המשמשים נר לרגליה.⁹³ הרשות המינהלית לא נתכוננה לשיקול את מצבה הכספי של חברה מסוימת. אין היא מיומנת בבחינת השפעותיו של מצב זה על כלל המשקיעים ובעלי העניין בה. מאידך גיסא, דווקא הרשות המינהלית היא הגוף הבוחן את השיקולים המהותיים בתחום שעל הסדרתו הוא מופקד. הרשות המינהלית אמונה על בחינת ההשפעות הרחבות של כל אישור מינהלי על כלל הפעילות הכלכלית באותו תחום.⁹⁴ שאלה היא אם בית המשפט, הרגיש לעניינה של החברה הבודדת, מצויד בכלים המתאימים לשיקול שיקולים מערכתיים כאמור. ואמנם התחבטות זו הביאה לידי מחלוקת בארצות-הברית בין שני מלומדים מובילים בדיני חדלות הפירעון, הפרופסורים Westbrock ו-Warren, אשר, בדרך כלל, רואים עין בעין את הסוגיות השונות המתעוררות בתחום.⁹⁵

התשס"ג, 28.4.2003; רשות ניירות ערך, החלטה בתחום תאגידים מס' 6-2009 – **חובות דיווח של חברות בקשיים (פירוק, כינוס, הקפאת הליכים) על פי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968** (מיום כ"ו אב התשס"ט, 16.8.2009).

- 90 פר"ק (מחוזי מרכז) 48555-05-13 בעניין **בטר פלייס ישראל (ח.ת.) 2009 בע"מ**.
- 91 לדיון בשיקולי הדין המהותי בהתנגשות בין דיני חדלות פירעון מזה ודיני הגבלים עסקיים מזה, ראו לעיל פסקאות 24.19–24.22.
- 92 השו"ע"א 1091/15 **רוזנפלד נ' Dolphin Fund Limited**, בפסקאות מ"ח-נ' לפסק דינו של השופט רובינשטיין (פורסם בנבו, מיום ז' תמוז התשע"ו, 13.7.2016).
- 93 ע"א 3069/17 **משרד החינוך נ' עמותת גני חב"ד צפת (בפירוק)**, בפסקה 41 לפסק דינו של השופט מינץ (פורסם בנבו, מיום ט' חשוון התשע"ח, 29.10.2017).
- 94 יעד רותם "הסמכות למתן הקלות שלטוניות בהליכי חדלות פירעון" **משפטים** מ' 113, 168–157 (התשע"א).
- 95 Elizabeth Warren & Jay L. Westbrook, *Regulators in the Bankruptcy Arena: Who Has the Power?*, 22 AM. BANKR. INST. J. 26 (2003).

2. הרשות המינהלית בנושה

24.34 הרשות המינהלית יכול שתופיע בהליך של חדלות פירעון בכשירויות שונות. כשירות אחת היא שהרשות מתייצבת **כנושה** של החייב חדל הפירעון. כך, למשל, רשות עלולה להתנות את אישורה לתכנית הבראה בסילוק כל פיגורי התשלומים בגין רישיון שהיא העניקה בעבר לחברה המבריאה, או בהמשך תשלום תמלוגים שהיא זכאית להם על פי דין.⁹⁶ חמור מכך, הרשות המינהלית עלולה אף לבטל לחלוטין את הרישיון ולהפקיעו. בעשותה כן, היא פוגעת בהליך ההבראה של החברה. לעניות דעתי, בנסיבות כאמור, פועלת הרשות כנושה כספי גרידא. בכשירות זו, אין היא שונה מכל נושה אחר של החייב. אל לה לנצל את כוחה השלטוני כדי לזכות בתשלומים אשר אינם מגיעים לה על פי סדרי העדיפות הקבועים בדיני חדלות פירעון. בעניין זה, הרשות אינה עדיפה מכל נושה אחר. המשך מתן הרישיון או הזיכיון מטעמה אינו אלא מקרה פרטי של "חווה נמשך" ועליו להידון, כמקרי יתר הנושים, על פי כללי הדין בעניין זה.⁹⁷ כך אמנם נפסק בבית המשפט העליון בארצות-הברית בעניין *NextWave*.⁹⁸

3. הרשות המסדירה: הלכת רשם הקבלנים

24.35 כשירות אחרת היא, כאמור, כשירותה של הרשות המינהלית **כרשות המסדירה** מבחינה מערכתית את התחום המקצועי שעליו היא מופקדת.⁹⁹ אשר לכשירות זו, תיתכנה אפשרויות משפטיות שונות. אפשרות אחת היא שהרשות המינהלית תהיה בעלת זכות החלטה ותאמר את המילה האחרונה בנוגע למתווה הבראה של החברה או בנוגע לכל החלטה או פעולה בהליך שכפופים, ככלל, לאישורה של אותה רשות. כלומר: בלא לקבל את האישור של הרשות המינהלית, ההסדר, ההחלטה או הפעולה

96 כך, למשל, בפש"ר (מחוזי ת"א) 1277/02, בש"א 7457/03 **המנהל המיוחד של פרו-לייזר בע"מ נ' Wecco Briot International Ltd.** (פורסם בנבו, מיום י"ג כסלו התשס"ד, 8.12.2003), דרש המדען הראשי במשרד התעשייה, המסחר והתעסוקה, כנושה, כי רוכש השליטה בחברה המבריאה יוסיף לשלם תמלוגים שהמדען הראשי זכאי להם מכוח החוק לעידוד מחקר ופיתוח בתעשייה, התשמ"ד-1984.

97 ראו, למשל, פר"ק (מחוזי מרכז) 12414-06-12 **רו"ח סלמן (המנהלת המיוחדת) נ' תדיראן טלקום (ת.ט.ל) ש.מ.** (בעניין איזיראן בע"מ) (חובת תשלום התמלוגים למדען הראשי לפי סעיפים 21, 47(ב) לחוק לעידוד מחקר ופיתוח בתעשייה, התשמ"ד-1984, חלה על תשלומים נמשכים החלים לאחר מתן צו לפתיחת ההליכים). לדיון בסוגיית החוזים הנמשכים ראו לעיל פרק ארבעה-עשר.

98 *Federal Communications Commission v. Nextwave Personal Communications Inc.*, 537 U.S. 293 (2003) (ביטול הרישיון של המשיבה על ידי ה-FCC בשל אי תשלום בעבר מהווה הפרה של Bankruptcy Code §525(a), האוסר במפורש על רשות מינהלית להשתמש בכוחה ולבטל רישיון בשל אי תשלום הנובע מחמת חדלות פירעון של אישיות המצויה בהליך של חדלות פירעון). ראו עוד *Nicholas J. Patterson, The Nature and Scope of the FCC's Regulatory Power in the Wake of the NextWave and GWI PCS Cases*, 69 U. CHI. L. REV. 1373 (2002); *Rafael Ignacio Pardo, Bankruptcy Court Jurisdiction and Agency Action: Resolving The Nextwave of Conflict*, 76 N.Y.U. L. REV. 945 (2001); *Paige E. Barr, The Double Edged Sword*, 2 DEPAUL BUS. & COMM. L.J. 593 (2004).

99 לעתים, הרשות המינהלית תאחז כאחד הן בכשירותה כנושה והן בכשירותה כרשות מסדירה. ראו, למשל, רע"א 3001/12 **כונס נכסים נ' משרד התמ"ת – לשכת המדען הראשי** בפסקה 18 סיפא (פורסם בנבו, מיום ד' חשוון התשע"ד, 8.10.2013) (בעניין **Expand Networks (בפירוק)**), (על מעמדו הכפול של המדען הראשי במשרד התמ"ת).

לא יהיו בני תוקף. אפשרות אחרת היא שהרשות תגבש את עמדתה המקצועית ותמליץ עליה לפני בית המשפט, המנהל את תיק חדלות הפירעון, אך בית המשפט יהיה הפוסק הסופי.

24.36 בתי המשפט המחוזיים פסקו לא-פעם שלא כעמדת הרשות המינהלית ואישרו תכניות הבראה או בקשות נלוות אגב תכניות הבראה מאושרות, חרף העמדה המינהלית.¹⁰⁰ בשנת התשע"ב-2012 נדרש בית המשפט העליון לסוגיה זו בעניין **רשם הקבלנים**.¹⁰¹ בעניין זה הוריד רשם הקבלנים את הסיווג הקבלני של שתי חברות שנקלעו להליכי הבראה, מכוח סמכותו המינהלית לפי התקנות,¹⁰² בשל כך שהן לא עמדו בתנאי הכשירות המקצועית הנדרשת לצורך הסיווג הגבוה. בתי המשפט המחוזיים שדנו בהליכי הבראה של החברות קבעו שהרשם לא היה זכאי לנקוט את סמכותו המינהלית האמורה בלי לקבל לשם כך את אישורו של בית המשפט של חדלות פירעון.¹⁰³ בית המשפט העליון קיבל את ערעורו של רשם הקבלנים. הנשיא גרוניס ציין כי התקנות מסמיכות את רשם הקבלנים לשנות סיווג לחברה קבלנית או להתלותו מן השיקולים הבאים:

- (א) ירידה בכשירותה המקצועית של החברה.
- (ב) שיקולים משמעותיים, דוגמת הליכים פליליים שנקטו נגדה.
- (ג) מינוי בעל תפקיד לחברה בהליך של חדלות פירעון.

בית המשפט העליון פסק כי סמכותו של הרשם לבחון שיקולים מקצועיים או משמעותיים ולאכוף על החברה הקבלנית את אמות המידה המינהליות הציבוריות, שעליהן הוא מופקד, אינה משתנה עקב הליכי חדלות הפירעון. חרף מעורבותו של בית המשפט של חדלות פירעון בהסדרת ענייניה הכלכליים של החברה, סמכותה של הרשות המינהלית להסדרת התחום המקצועי שעליו היא אמונה, נותרת בעינה.¹⁰⁴ סמכות זו אינה כפופה לאישורו של בית המשפט של חדלות פירעון. הגורם המקצועי בעל הראייה הרחבה הוא הרשות המינהלית, והמערכת השיפוטית חייבת להוסיף ולכבד את שיקול הדעת המינהלי גם בעת חדלות פירעון של החברה הנדונה.¹⁰⁵ בית המשפט ציין כי מחוץ להליכי חדלות

100 ראו, למשל, פר"ק (מחוזי ת"א) 14-09-1111-31 בעניין **סקיילקס קורפוריישן בע"מ** (פורסם בנבו, מיום י"ד שבט התשע"ה, 3.2.2015) (בית המשפט מנע מדירקטוריון הבורסה להעביר לרשימת השימור את ניירות הערך של חברה העומדת לפני הסדר); פר"ק (מחוזי ת"א) 1716/09 בעניין **אופק אינטרנשיונל נדל"ן בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"ב תמוז התשע"א, 24.7.2011) (בית המשפט הורה לדירקטוריון של הבורסה להשיב מניה למסחר לאחר שנתיים של השעיה בשל הליכי הסדר חוב, בעוד שדירקטוריון הבורסה ביקש למחוק את המניה לחלוטין בהתאם לתקנון הבורסה).

101 ע"א 10547/05 **רשם הקבלנים נ' ש.י.א. רפאל פרויקטים בע"מ** (פורסם בנבו, מיום כ"ב אלול התשע"ב, 9.9.2012).

102 תקנות רישום קבלנים לעבודות הנדסה בנאיות (סיווג קבלנים רשומים), התשמ"ח-1988.

103 פש"ר (מחוזי ת"א) 2061/03 **נאמן בהקפאת הליכים נ' לוי** (פורסם בנבו, מיום כ"ד סיון התשס"ד, 10.6.2004) (בעניין **משה שניידר חברה קבלנית בנתניה בע"מ**); בש"א (מחוזי ב"ש) 5599/05 **ש.י.א. נ' רשם הקבלנים** (פורסם בנבו, מיום י' אלול התשס"ה, 14.9.2005).

104 עניין **רשם הקבלנים**, לעיל ה"ש 101, בפסקאות 27-29.

105 בית המשפט פסק עוד כי ערעור ובקרה על שיקול הדעת של הרשות המינהלית המוסמכת יופעלו שלא בבית המשפט של חדלות פירעון, כי אם בהליכי הערעור והבקרה המינהליים. עניין **רשם הקבלנים**, לעיל

פירעון יש לרשות המינהלית סמכות מלאה להסדיר את סיווג החברות הקבלניות, ללא כל כפיפות לאישור שיפוטי. לפיכך, לשיטתו, קיים חשש שהכפפת הרשות המינהלית לאישורו של בית המשפט של חדלות פירעון תמריץ חברות להיכנס להליך כאמור באופן מחושב ושלא לצורך, רק כדי להקשות על הסדרתן המינהלית על ידי הרשות.¹⁰⁶ ואולם, הוסיף בית המשפט, התקנות מסייגות את כוחו של רשם הקבלנים להתלות את רישונה של חברה קבלנית רק בשל כניסתה להליך של חדלות פירעון שבו מקודמת הבראה של החברה. קידום הליך ההבראה אינו פוגם כשלעצמו בכשירותה המקצועית של החברה. כל עוד היא מבקשת להמשיך את עסקיה ובית המשפט כך הורה, לא יהא רשם הקבלנים רשאי להתלות את סיווג החברה הקבלנית שלא על דעת בית המשפט של חדלות פירעון.¹⁰⁷ לבסוף, בית המשפט העליון קבע כי פסיקתו היא פסיקה עקרונית לכל הקשרי המפגש בין בית המשפט של חדלות פירעון לבין רשויות מינהל שונות.¹⁰⁸ בהמשך לכך, פסק בית המשפט העליון בעניין **עמותת גני חב"ד צפת** כי הסמכות הייחודית לדון בתקיפה ישירה של החלטה של רשות מינהלית על ידי בעל תפקיד בהליך של חדלות פירעון מסורה לבית המשפט לעניינים מינהליים.¹⁰⁹

24.37 בעניין **רשם הקבלנים** ביכר בית המשפט העליון את שיקול הדעת המינהלי בשל המומחיות של הרשות המינהלית בתחומי אחריותה ובשל ראייתה הרחבה כלפי הסדרת התחום. זהו שיקול חשוב וראוי. עם זה, מבחינה עיונית, ניתן עדיין לעורר שאלות בעניין זה. ראשית, עניין לנו בסוגיה מתורת הקבוצות. יש כאן חיתוך בין שיקולים מתחום דיני חדלות הפירעון לבין שיקולים מן התחום המקצועי המוסדר על ידי הרשות המינהלית. ממילא, יש לשאול איזה גורם עשוי לערוך איזון נאות יותר בין שתי מערכות דינים אלה – בית המשפט של חדלות פירעון או הרשות המינהלית. בית המשפט העליון גילה דעתו כי הוא סומך פחות על שקילת השיקולים המינהליים-המקצועיים על ידי בית המשפט של חדלות פירעון משקילת שיקולי חדלות הפירעון על ידי הגורם המינהלי.¹¹⁰ דומני כי יש מקום לשאול בהקשר זה: מה ראה בית המשפט לסמוך יותר על זה מאשר על זה? ייתכן כי זהו ניסיון חיים של בית המשפט,

ה"ש 101, בפסקה 31. בית המשפט אף השווה לרע"פ 9008/01 מדינת ישראל נ' א.מ. תורג'מן בע"מ, פ"ד נז(5) 799 (התשס"ג-2003).

106 עם כל הכבוד לבית המשפט העליון, לעניות דעתי, חשש זה אינו חשש של ממש בישראל כל עוד הכניסה להליך הבראה כרוכה בהחלפת נושאי המשרה בחברה בבעל תפקיד שמתמנה על ידי בית המשפט. ראו על כך בהרחבה לעיל פרק תשיעי. ראו גם רותם, לעיל ה"ש 94, בעמ' 170.

107 עניין **רשם הקבלנים**, לעיל ה"ש 101, בפסקאות 16–19 לפסק דינו של הנשיא גרוניס. ההגבלה על ביטול היתר, רישיון או סיווג, או על התלייתם, מחמת עצם היקלעותו של החייב להליך של חדלות פירעון, ללא כל עילה מקצועית, מקבילה – מבחינה רעיונית – להגבלה על ביטול חוזה נמשך שהחייב צד לו רק מחמת פתיחת הליך של חדלות פירעון בעניינו. שתי המגבלות נועדו לאפשר, הלכה למעשה, את המשך קיום העסק של החייב לפי שעה בעודו מבקש לקדם מתווה של הבראה. ראו לעיל פסקאות 14.30–14.39.

108 שם, בפסקה 32 לפסק דינו של הנשיא גרוניס.

109 עניין **עמותת גני חב"ד צפת**, לעיל ה"ש 93.

110 עניין **רשם הקבלנים**, לעיל ה"ש 101, בפסקאות 29, 33 לפסק דינו של הנשיא גרוניס.

אולם הדברים לא נתפרשו כל צורכם בפסק הדין.¹¹¹ **שנית**, בית המשפט ציין כי הותרת שיקול הדעת המינהלי גם בעת חדלות הפירעון של החייב משתלבת עם העיקרון המשפטי הכללי של כיבוד שיקול הדעת המינהלי על ידי בתי המשפט.¹¹² בית המשפט מגלה ריסון ואינו מחליף את שיקול דעתה של הרשות המינהלית בשיקול דעתו שלו. ברם, שיקול הדעת המינהלי מופעל בשכיחות כשביית המשפט אכן אינו מעורב ואינו מעורה בנעשה אצל החברה המפוקחת על ידי הרשות המינהלית. בנסיבות אלה, הבקרה השיפוטית היא רק באמצעות הבקרה המינהלית המרוסנת על הרשות. דא עקא, כפי שכבר נדון מוקדם יותר, בית המשפט של חדלות פירעון הוא בית משפט המלווה באופן פעיל ונמשך את החברה שבהליך של חדלות פירעון. אין הוא בית משפט המכריע בסכסוך בלבד.¹¹³ מעורבותו בנבכי המתרחש בחברה עשויה להכשירו גם לבחון באופן שקול את השיקולים המינהליים הציבוריים הנוגעים בעניין. אכן, ניתן היה לשקול בקרה **מוסדית** של הרשות המינהלית על ידי בית המשפט של חדלות פירעון, הגם **שמידת הבקרה השיפוטית** שיגלה בית המשפט היא במידה מרוסנת, התואמת את אמות המידה הכלליות של בקרת רשויות המינהל.¹¹⁴ **שלישית**, כפי שצוין לעיל, הפעילות הכלכלית והחברתית של ימינו רוויה הסדרה מינהלית על כל צעד ושעל. דומה, כי החלטות מינהליות ילוו חייבים רבים, בעיקר עסקיים, שנקלעים להליכים של חדלות פירעון. הותרת סמכות ייחודית ובלעדית לאחד השחקנים השלובים בהליך של חדלות פירעון, אפילו הוא רשות מינהלית, פורמת במידת-מה את רעיון הקיבוציות העומד ביסוד ההליכים של חדלות פירעון ופוגעת בהגשמת תכליתם.¹¹⁵ **לבסוף**, בית המשפט העליון הביע חשש שהכפפתה של הפעלת שיקול הדעת של הרשות המינהלית לאישור מראש של בית המשפט של חדלות פירעון עלולה להאט את קבלת ההחלטות על ידי הרשות המינהלית. עם כל הכבוד, ניסיון החיים בתיקי חדלות פירעון מלמד לא-פעם כי דווקא בתי המשפט ממהרים להחליט בבקשות המונחות לפתחיהם ודווקא רשויות המינהל אינן ממהרות דיין במתן אישור או תגובה לבקשות מצד החברות או בעלי התפקיד המוגשות להן.¹¹⁶

111 בהקשר זה יוער כי גם בין בית המשפט של חדלות פירעון לבין בית הדין לעבודה יש התנגשות שבמומחיות עת מתעוררת סוגיה בדיני עבודה במהלך בירורו של הליך חדלות פירעון של חייב. בהקשר זה, דווקא בית המשפט של חדלות פירעון הוא הגורם המוסמך הייחודי לדון בעניין. כך גם בהתנגשות שבמומחיות שבין בית המשפט של חדלות פירעון לבין בית המשפט לענייני משפחה. ראוי להבהיר אפוא מדוע בהתנגשות בין בית משפט של חדלות פירעון לבין ערכאה **שיפוטית** מקצועית ומומחית, גוברת ידו של בית המשפט של חדלות פירעון, בעוד שבהתנגשות בין בית המשפט של חדלות פירעון לבין גורם **מינהלי** מומחה תגבר ידו של הגורם המינהלי. ראו גם עניין **עמותת גני חביד צפת**, לעיל ה"ש 93, בפסקאות 20–21.

112 עניין **רשם הקבלנים**, לעיל ה"ש 101, בפסקה 30 לפסק דינו של הנשיא גרוניס.

113 לעיל פסקה 10.22.

114 רותם, לעיל ה"ש 94, בעמ' 120–121, 137–139, 142.

115 על יסוד ההליך הקיבוצי ותכליתו ראו לעיל פרק שלישי.

116 ראו, למשל, פר"ק (מחוזי מרכז) 31163-01-16 **רו"ח טרבלסי, נאמן נ' ח.א.א אקסטרה אחזקות בע"מ** (פורסם בנבו, מיום ח' אייר התשע"ו, 16.5.2016) (בעניין **מגה קמעונאות בע"מ**) (רשות ההגבלים העסקיים התייצבה בבית המשפט והבהירה כי היא זקוקה לזמן נוסף לבחינת הצעות הרכישה שהוצעו, הגם שבית המשפט ביקש להתקדם לעבר העלאת הצעה מומלצת לאישורן של אסיפות הנושים).

4. חוק חדלות פירעון

24.38 חוק חדלות פירעון אימץ את הלכת רשם הקבלנים באופן מלא וללא כל חריג. החוק קובע באופן חד-משמעי כי לבית המשפט של חדלות פירעון אין סמכות לעכב החלטה מינהלית באשר היא.¹¹⁷ כמו כן, קובע סעיף 279(א) לחוק כהאי לישנא:

“בית המשפט מוסמך, בכפוף להוראות לפי חוק זה, להחליט בכל שאלה שבמשפט או שבעובדה, המתעוררת בעניין הליכי חדלות פירעון שלפניו או אם מצא כי הכרעה בה נדרשת לצורך ייעול ההליכים כאמור, למעט החלטה בשאלה הנוגעת להליכים פליליים או מינהליים.”

24.39 הוראות אלה ישימו לאל כל החלטה דוגמת אלה שבתי המשפט המחוזיים החליטו לאורך השנים ואשר הגבילו לעתים פעולות ודרישות של רשויות מינהליות בעת הליך של חדלות פירעון. כך, למשל, דרישות של רשות ניירות ערך או הבורסה לניירות ערך, של רשות ההגבלים העסקיים, של המשרד להגנת הסביבה, של המועצה להשכלה גבוהה,¹¹⁸ של ההתאחדות לכדורגל¹¹⁹ או של כל גורם מינהלי אחר, שהופנו אל החברות החייבות, לא יידונו על ידי שופטים של חדלות הפירעון, גם אם יש להן השפעה ישירה ומהותית על היתכנות הבראתה של החברה. כל החלטה כאמור תידון באופן בלעדי מחוץ להליכי חדלות הפירעון אצל בתי המשפט לעניינים מינהליים בלבד.¹²⁰

5. הגישה המוצעת: התערבות בית המשפט במקרים חריגים

24.40 לעניות דעתי, הלכת רשם הקבלנים – נימוקה עימה. אכן, לרשות המינהלית יש יתרון של ממש על בית המשפט של חדלות פירעון במומחיות המקצועית בתחום שאותו היא מסדירה. הרשות המינהלית עשויה לשקול שיקולים רוחביים כלל-מערכתיים. לבית המשפט של חדלות פירעון קשה יותר לעשות זאת. ברם, מאידך גיסא, חוששני כי גם רשויות המינהל לא בהכרח ישקלו בכל עת כדבעי את הנסיבות המיוחדות של הימצאות החברה בחדלות פירעון ואת ההשלכות הרגישות של החלטתן בנסיבות אלה.¹²¹ אמנם, בית המשפט העליון הטיל יהבו על שיקול הדעת של הרשות המינהלית, אשר מחויבת לשקול – בין שאר שיקוליה – גם את נסיבות חדלות הפירעון של החברה ואת הנסיבות להבראתה. ואולם, הניסיון מלמד כי לא-אחת דרגי עבודה שונים ברשות המינהלית שוקלים בעיקר את

117 סעיפים 4 (הגדרת "החלטה מינהלית"), 31(א) לחוק חדלות פירעון וראו דברי ההסבר לסעיפים אלה בהצעת החוק. השוו בארצות-הברית Bankruptcy Code §362(b)(4); *In re Federal Communications Commission*, 217 F.3d 125 (2nd Cir. 2000) Robert K. Rasmussen, *Bankruptcy and the Administrative State*, 42 HASTINGS L.J. 1567 (1991).

118 ראו, למשל, פר"ק (מחוזי י-ם) 42024-05-14 מכון לנדר מרכז אקדמי ירושלים (בהקפאת הליכים) נ' כונס הנכסים הרשמי מחוז ירושלים (פורסם בנבו, מיום י"ב תמוז התשע"ד, 10.7.2014).

119 ראו, למשל, פר"ק (מחוזי ת"א) 12103-12-16 בעניין הראל אחזקות – מועדון כדורגל הפועל תל-אביב בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ב כסלו התשע"ז, 12.12.2016).

120 ראו גם עניין עמותת גני חב"ד צפת, לעיל ה"ש 93.

121 שם, בפסקה 41 לפסק דינו של השופט מינץ.

השיקול העיקרי המצוי בתחום אחריותם (הסדרת התחבורה, הסדרת התחרות, הסדרת הגילוי, וכיוצא באלה), ומתקשים לתת משקל ראוי לתחום חדלות הפירעון, שדיניו ונפקותיו מוכרים להם פחות. נוסף לכך, יש להפנים כי העולם המסחרי העדכני רווי הסדרה מינהלית על כל צעד ושעל.¹²² רבות הן הרשויות המינהליות המקצועיות, ומספר המקרים שבהם נדרש אישור כלשהו של רשות שלטונית אחת או יותר, עולה בהתמדה. בנסיבות חירום אלה, של הליך קיבוצי המבקש לכנוס יחדיו בעלי תביעות שונים ולמנוע מכל אחד מהם לבדו, חשוב ככל שיהיה, את כוח המניעה (וטו, בלע"ז), נחשפת החברה העסקית (ובית המשפט עימה) לכוח המניעה של רשויות מינהליות שונות. דבר זה עלול לפרום את ההליך ואת ההכרעה הקיבוציים ולשחוק את יתרונותיהם.

24.41 לפיכך, ההצדקה לשימור סמכותה של הרשות המינהלית, גם בעת חדלות פירעון, אמנם קיימת, כאמור, אך ייתכן שיש להציב לה גבולות כלשהם. אשר על כן, אני מציע בעניין זה קביעה נחרצת פחות מזו של הלכת רשם הקבלנים ושל חוק חדלות פירעון. לשיטתי, טוב יעשה המחוקק הישראלי אם יאמץ את החקיקה הקנדית בסוגיה. מפאת חשיבותה, תצוטט כאן הוראת ה- Companies' Creditors Arrangement Act הקנדי כלשונה:

- “§11.1 (2) Subject to subsection (3), no order made under section 11.02 affects a regulatory body’s investigation in respect of the debtor company or an action, suit or proceeding that is taken in respect of the company by or before the regulatory body, other than the enforcement of a payment ordered by the regulatory body or the court.
- (3) On application by the company and on notice to the regulatory body and to the persons who are likely to be affected by the order, the court may order that subsection (2) not apply in respect of one or more of the actions, suits or proceedings taken by or before the regulatory body if in the court’s opinion
- (a) a viable compromise or arrangement could not be made in respect of the company if that subsection were to apply; and
- (b) it is not contrary to the public interest that the regulatory body be affected by the order made under section 11.02.
- (4) If there is a dispute as to whether a regulatory body is seeking to enforce its rights as a creditor, the court may, on application by the company and on notice to the regulatory body, make an order declaring

122 עניין רשם הקבלנים, לעיל ה"ש 101, בפסקה 3 לפסק דינו של השופט עמית.

both that the regulatory body is seeking to enforce its rights as a creditor and that the enforcement of those rights is stayed”.

הוראת חוק זו קובעת כלל וחריג לו אשר נועדו לאזן בהתנגשות האפשרית שבין סמכותה של הרשות המינהלית לבין סמכותו של בית המשפט של חדלות פירעון. ככלל, הסמכות מסורה לרשות המינהלית להוסיף ולפעול כסדרה גם בעת הליך הבראה של חברה. עיכוב ההליכים אינו מעכב בעד הרשות המינהלית ואינו פוגם בסמכותה. עם זה, כחריג לכלל, הסמיך המחוקק את בית המשפט של חדלות פירעון, על פי בקשה של החברה ולאחר מתן הודעה לרשות המינהלית ולכלל צד שעלול להיות מושפע מן הבקשה, לעכב בעד הרשות המינהלית מלפעול. בית המשפט יורה כך אם השתכנע כי ללא עיכובה לא ניתן יהיה לגבש תכנית הבראה מעשית לחברה וכי עיכוב הרשות לא יהיה מנוגד לעניין הציבורי. כלומר, המחוקק מותיר לבית המשפט של חדלות פירעון, גם אם כחריג, את הסמכות לשקול בזהירות את השפעתה של הפעלת הסמכות המינהלית על נסיבות חדלות הפירעון ועל האפשרות לגבש תכנית הבראה. עם זה, בגדרי שיקול דעת זה, שומה על בית המשפט לשקול באופן מהותי את העניין הציבורי שבהפעלת הסמכות המינהלית או בהימנעות מהפעלתה בנסיבות האמורות.¹²³

24.42 כאמור, אין לי אלא להצטרף במלוא ההערכה להוראה מאוזנת זו ולקרוא למחוקק לאמצה גם בישראל. איוון זה – לו נחקק גם בישראל – היה מאפשר, למשל, לבית המשפט של חדלות פירעון לדרוש בעת הצורך מן הרשות המינהלית לגבש את עמדתה המקצועית בתוך פרק זמן קצוב, למען לא ייגררו ניסיונות ההבראה וגיבוש הפתרון הכלכלי על פני זמן רב בלי שיתאפשר לצדדים לשקול ולכלכל את עמדתה של הרשות המינהלית. עם זה, ריכוך מסוים נמצא לבסוף בסעיף 31 לחוק חדלות פירעון הקובע לאמור:

- (א) הקפאת הליכים לא תחול על הליכים פליליים ועל הליכים מינהליים, למעט הליכי גבייה.
- (ב) על אף האמור בסעיף קטן (א), רשות מינהלית אינה רשאית להתנות את ביצועה של פעולה מינהלית בתשלום חוב עבר שחלה לגביה הקפאת הליכים.
- (ג) על אף האמור בסעיף קטן (א), בית המשפט רשאי להורות על הקפאת הליך להטלת עיצום כספי בנסיבות חריגות ולתקופה שיקבע, אם מצא כי ניהולו של הליך זה באותה העת יפגע בהליכי חדלות הפירעון.”

123 נוסף לכך, המחוקק הקנדי ער לכך כי השאלה אם ההחלטה של הרשות המינהלית מבטאת את עניינה כרשות מסדירה או את עניינה כנושה כספי של החברה, היא לא אחת שאלה שהמענה לה אינו חד ובהיר. לפיכך, המחוקק הותיר את ההכרעה בשאלה זו בידי בית המשפט של חדלות פירעון. ראו CCAA §11.2(4) המצוטט בכתב העיקרי.

ה. פטור מאחריות לצדדים שלישיים בתכניות הבראה

1. כללי

24.43 אישור תכנית הבראה מעצב מחדש את מערך הזכויות של בעלי התביעות השונים כלפי החברה החייבת. משאושרה התכנית באסיפות הנושים, ולאחריהן – בבית המשפט, הופכות הזכויות המוקצות לבעלי התביעות על פי התכנית לזכויותיהם הבלעדיות כלפי החברה המבריאה. זכויותיהם הקודמות מומרות בחדשות. לפיכך, הזכויות הקודמות, כשלעצמן, חדלות מלהיות בנות תוקף מכאן ולהבא. תוצאת אישורה של תכנית הבראה היא אפוא מחיקת חובות העבר של החברה, בין אלה שהומרו בזכויות חדשות ובין אלה אשר לא הומרו ולא נפרעו מחמת היעדר ערך בחברה. אישור תכנית הבראה הוא כאמור שלב הסיום של הליך חדלות הפירעון.¹²⁴ בסיום כל הליך של חדלות פירעון מתמרק החייב מחובות העבר שלו. אם החייב הוא תאגיד, ובסיום ההליך אישיותו המשפטית מתחסלת, מתמרקים החובות מאליהם כתוצאה מחיסול האישיות המשפטית. אם החייב מוסיף להתקיים כאישיות משפטית בתום ההליך, בין שהוא בשר ודם ובין שהוא תאגיד, מירוק החובות הוא באמצעות צו שיפוטי. בהליכי חדלות פירעון של חייב בשר ודם מכונה צו זה: צו הפטר.¹²⁵ בהליך הבראה של חברה, הקצאת הזכויות החדשה מחליפה את הזכויות הקודמות וממילא הזכויות הקודמות חדלות מלהיות בנות תוקף משפטי כלפי החברה החייבת. ודוקו, מירוק החובות אינו מוכרח להיכנס לתוקפו בד בבד עם אישור תכנית הבראה. יש שהוא נכנס לתוקפו רק בשלב מתקדם של יישום תכנית הבראה או אפילו רק מִשְׁפִּילָה החייב לקיים את התחייבויותיו על פיה כלפי בעלי הזכויות.¹²⁶ אולם, מכל מקום, שחרור זה מחובות העבר מחליף אישיות משפטית מהליך של חדלות פירעון.

24.44 מחיקת חובות העבר מיטיבה עם החייב ונועדה להקל את עול החובות, הכבדים מנשוא, המוטל עליו. אלמלא מחיקת החובות היה נותר החייב כפוף לזכויות הנושים עד תום פירעון החוב האחרון, אפילו יארך פירעון זה שנים רבות. כל עתידו הכלכלי של החייב היה משועבד לפירעון החובות לנושיו. הלכה למעשה, היה מתגשם בחייב כאמור מאמרו של שלמה המלך "עבד לווה לאיש מלווה".¹²⁷ שמיטת החובות באה לשחררו מעול נמשך זה.¹²⁸ צד שלישי החב אף הוא כלפי נושה מסוים, או כלפי אחדים מן הנושים של החייב חדל הפירעון, אינו אמור לכאורה להשתחרר אף הוא מן

124 לעיל פסקה 4.22.

125 סעיף 174 לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 63 לפקודת פשיטת הרגל. ראו בהרחבה לעיל שער חמישי בארצות-הברית, כאשר חייב בשר ודם פורס את תשלום חובותיו לנושיו באמצעות Chapter 13, הוא יזכה לשמיטת חובות רק לאחר שפרע את כל התשלומים שבתכנית התשלומים שנקבעה לו בהליך. Bankruptcy Code §1328 ("Subject to subsection (d), as soon as practicable after completion by the debtor of all payments under the plan")

127 משלי כב 7.

128 ראו עוד באשר לחייבים בשר ודם, ע"א 6416/01 בנבנישתי נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד נז(4) 197, בפסקאות 8–10 (התשס"ג-2003); פש"ר (מחוזי חי') 162/01, בש"א 11974/04 קורולה נ' כונס הנכסים הרשמי – מחוז חיפה (פורסם בנבו, מיום ב' אייר התשס"ה, 11.5.2005).

החייב.¹²⁹ שמיטת החובות לא נועדה להעלים את החיוב מן העולם, כי אם לשחרר את החייב חדל הפירעון מן החיוב. פועלה של שמיטת החובות הוא אישי כלפי אותו חייב דווקא ולא כלפי כל החייבים (קרי: כל אלה שחבים עימו ואשר עודם בני פירעון). ברם, חרף מסקנה ראשונית זו, יש מקום לשקול שמא בתכנית ההבראה יש הצדקה בכל זאת לשחרר מחובות כספיים אף צדדים שלישיים החבים עם החייב חדל הפירעון. שאלה זו עולה לפרקים בנוגע למנהלים של חברה או בעלי מניות בה, המבקשים לפוטרו מחובות כלפי חלק מנושי החברה. בקשה זו מוגשת מטעמים לבית המשפט על רקע שיתוף הפעולה בינם לבין בעל התפקיד במשך הליך ההבראה והתחייבותם להוסיף ולשרת את החברה נאמנה אף לאחר אישורה של תכנית הבראה.

ודוקו, כל צד שלישי עשוי להשיג את הסכמתו האישית של נושה מסוים לפטור את הצד השלישי מחבות אישית כלפיו. פשוט וברור הוא כי בנסיבות כאמור ישוחרר הצד השלישי מחבותו כלפי הנושה-הפוטור. השאלה מתעוררת כאשר הצד השלישי חב כלפי החברה,¹³⁰ או כאשר הוא חב כלפי קבוצת נושים שלמה.¹³¹ בנסיבות כאמור נשאלת השאלה אם אפשר לכלול בתכנית הבראה אף את שחרור הצד השלישי מחבותו, אף שאישור תכנית הבראה אינו אישור אישי של כל נושה ונושה, כי אם אישור רובני. במילים אחרות: האם יש כוח לרוב בקרב אסיפת נושים לחייב את המיעוט לפטור גם צדדים שלישיים מחבותם, מלבד ההפטר הניתן לחברה חדלת הפירעון?¹³² שאלת יכולתם של צדדים שלישיים להשתחרר מחבות אישית באמצעות אישור תכנית הבראה, כנגד התחייבותם למתן תמורה בעתיד בדרך של שירותי ניהול וכדומה, לא נדונה עד כה בהרחבה בפסיקת בית המשפט העליון. עם זה ציין בית המשפט כי ניתן לעתים לפטור צדדים שלישיים מחבות, כאשר הצדדים השלישיים אכן

129 ראו, למשל, Bankruptcy Code §524(e) (“...discharge of a debt of the debtor does not affect the liability of any other entity on, or the property of any other entity for, such debt”)

130 כגון נושא משרה החב כלפי החברה חובת זהירות לפי סעיף 252 לחוק החברות וחובת אמונים לפי סעיף 254 לחוק החברות, או בעל שליטה החב כלפי החברה חובת הגינות לפי סעיף 193 לחוק החברות. על ההתחבטות בשאלה אם ניתן לפטור נושא משרה מאחריותו להפרת חובת אמונים במסגרת אישור תכנית הבראה ראו להלן פסקה 24.50.

131 צד שלישי אשר יחוב כלפי קבוצת נושים הוא, למשל, בעל מניות עיקרי אשר ערב לטובת קבוצת מלווים לחברה.

132 להחלטה המחייבת נושה-בעל ערבות, אשר התנגד לתכנית הבראה, לוותר על ערבותו כיתר הנושים-הנערכים, לנוכח חדלות הפירעון הצפויה של הערכים, ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 48/98, בש"א 23454/00 בעניין סיבית שירותי מיקרו מחשבים בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ב טבת התשס"ב, 27.12.2001) (בית המשפט ראה בהתנגדות הערב בנסיבות אלה התנהגות העולה כדי חוסר תום לב, והסיג את זכותו המשפטית מפני עקרון תום הלב). לדעה השוללת את כוחו של הרוב לאכוף הפטר של צד שלישי על נושה המתנגד לכך ראו Peter E. Meltzer, *Getting Out of Jail Free: Can the Bankruptcy Plan Process Be Used to Release Nondebtor Parties?*, 71 AM. BANKR. L.J. 1 (1997). ואולם, לדעה התומכת באפשרות לאכוף פטור מאחריות של צד שלישי כחלק מתכנית הבראה ראו Joshua M. Silverstein, *Hiding in Plain View: A Neglected Supreme Court Decision Resolves the Debate Over Non-Debtor Releases*, in Chapter 11 Reorganizations, 23 BANKR. DEV. J. 13 (2006).

עתידיים להוסיף ולנהל את החברה וניהול זה הוא חיוני להמשך עסקיה של החברה.¹³³ בנסיבות כאמור, הניהול העתידי עשוי להוסיף לחברה ערך כלכלי. זהו למעשה ביטוי נוסף ל"ערך חדש" שהמנהל או בעל המניות מוכן להוסיף לחברה.¹³⁴ שחרורו מאחריות הוא התמורה שמשלמים הנושים, בעלי העניין הכלכלי בחברה, בעבור קבלת הערך האמור.

שאלת שחרורו של הצד השלישי מחבותו האישית עשויה להתעורר בשני הקשרים. ראשית, כאשר הצד השלישי הוא ערב של החברה. שנית, כאשר הצד השלישי הוא נושא משרה או בעל מניות שליטה העלול לשאת באחריות אישית כלפי החברה בשל התנהגותו או מחדליו. הקשרים אלה יידונו בסדרם.

2. שחרור ערבים מחבותם

24.45 ההתחבטות בדבר שחרור הצד השלישי מערבותו העסיקה את בית המשפט המחוזי בעניין **שבירו**.¹³⁵ בפרשה זו הוצע בתכנית ההבראה כי בעלי מניות השליטה ומנהלי החברה, האחים שבירו, ישוחררו מערבותיהם האישיות כלפי אחדים מן הנושים. פטור זה היה רכיב בחבילת תגמול שהוצעה לאחים שבירו כנגד הסכמתם להוסיף לעבוד בחברה ולנהלה במשך חמש שנים מיום אישורה של תכנית ההבראה.¹³⁶ רכיבי התגמול הנוספים היו 26% ממניות החברה המבריאה ומשכורת חודשית של 25,000 ש"ח לכל אחד מן האחים.¹³⁷ השופט אלשיך סברה כי התגלה חוסר מידתיות קיצוני בין טובת ההנאה הכלכלית אשר הוצעה לאחים שבירו בתכנית לבין ערך התרומה הכלכלית שהם הציעו לחברה, כלומר המשך מתן שירותי ניהול לחברה. לאור זאת, סירבה השופט אלשיך לאשר את תכנית ההבראה המוצעת, חרף אישורה ברוב הדרוש בכל אסיפות הנושים.¹³⁸ השופט אלשיך קבעה כי אמנם ניתן לשחרר צדדים שלישיים, כגון בעלי מניות שליטה, מערבותם האישית לחובות החברה. ברם, כל עוד הנושה-הנערב מתנגד לכך, יינתן פטור כאמור כחריג ובנסיבות מיוחדות ומוצדקות. רק לאחר שבית המשפט ישוכנע כי אכן קיימת מידתיות ראויה בין השחרור מן הערבות לבין התועלת שתצמח לנושים מתרומתו הכלכלית של אותו ערב, יאות בית המשפט לשקול ולאשר פטור מוצע כאמור.¹³⁹

133 ראו, למשל, ע"א 3225/99 **שיכון עובדים בע"מ נ' טש"ת**, חברה קבלנית לבנין בע"מ, פ"ד נג(5) 97, בפסקה 53 (התש"ס-1999). ראו גם ע"א 332/88 **בנק לאומי לישראל בע"מ נ' כונס הנכסים של כוכב השומרון בע"מ**, פ"ד מד(1) 254, בפסקה 9 (התש"ן-1990).

134 על החריג בדבר הערך החדש בפירעון חובות בתכנית הבראה ראו לעיל פסקאות 24.12-24.15.

135 פש"ר (מחוזי ת"א) 1242/02 בעניין **שבירו תעשיות זכוכית בע"מ** (פורסם בנבו, מיום ח' תמוז התשס"ב, 18.6.2002) (להלן: **שבירו – ההחלטה הראשונה**).

136 יצוין כי הידע הניהולי של האחים שבירו היה אחד הנכסים הכלכליים הנכבדים של החברה. ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 1242/02 בעניין **שבירו תעשיות זכוכית בע"מ** (פורסם בנבו, מיום י"ג תמוז התשס"ב, 23.6.2002) (להלן: **שבירו – ההחלטה השנייה**).

137 כן העמיד מציע רכישת השליטה בחברה הלוואה של 500,000 ש"ח לאחים שבירו, **שבירו – ההחלטה הראשונה**, בפסקה 19.

138 על הרוב הדרוש לאישורה של תכנית הבראה באסיפת נושים או בעלי מניות ראו לעיל פסקאות 23.30-23.37.

139 **שבירו – ההחלטה הראשונה**, בפסקאות 28-29 ("שיקולים כאלו נוגעים, בין היתר, למידת התמורה המוצעת או שאינה מוצעת לבעלי הערבויות האישיות בתמורה לויתור, לשיקולי סבירות ההתנגדות לכשעצמה, סבירות ההסכם, הן לכשעצמו והן לעומת האפשרות הטמונה בהליכי פירוק, אחוז הדיבידנד

כעבור ימים ספורים הוגשה לבית המשפט הצעה מתוקנת של תכנית הבראה. הפעם התחייבו בעלי מניות השליטה: (א) לשלם לנושים-הנערכים תשלום חודשי בסך 10,000 ש"ח (5,000 ש"ח כל אחד); (ב) למכור את בתי מגוריהם ולהעביר לידי הנושים-הנערכים מתוך תמורות המכירות סכום של 500,000 ש"ח, ו-(ג) למסור לידי הנושים-הנערכים את המניות שיוקצו להם בחברה המבריאה. בכך צומצמה במידה ניכרת חבילת התגמול, הנדיבה יתר על המידה, שהוצעה להם במקור. התגמול העיקרי שנותר הוא תשלום משכורת חודשית לאחים שבירו והפטרם מערבויותיהם האישיות. בשל צמצום זה, הסכים בית המשפט לאשר את תכנית הבראה ולשחרר על פיה את האחים שבירו מערבויותיהם האישיות. פטור זה בא חרף התנגדותם של אחדים מן הנושים-הנערכים. בית המשפט הדגיש כי משהושגה המידתיות בין התמורה הניהולית שיעניקו האחים שבירו לחברה לבין שחרורם מערבויותיהם האישיות, ראוי לו לבית המשפט להפעיל את סמכותו ולשחררם מן הערבויות חרף ההתנגדות של מיעוט הנושים-הנערכים. בשקלול טובתה של תכנית הבראה בעבור מכלול הנושים, חשיבות הניהול של האחים שבירו להצלחתה של תכנית הבראה, והסתברות כי הליכי פשיטת רגל אישיים נגד האחים לא יניבו ערך רב לנושים הנערכים, בשלו הנסיבות לשחרורם מן הערבויות כחלק מתכנית הבראה.¹⁴⁰

24.46 לעניות דעתי, מבחינה כלכלית, ניתוחו של בית המשפט בעניין **שבירו** הוא ניתוח ראוי וענייני. בית המשפט בחן היטב את ההצעה הראשונית וזיהה בה פתח להתחמקות קלה מדי של בעלי המניות ממימוש ערבויותיהם. לפיכך, דחה בית המשפט את תכנית הבראה המוצעת עד אשר תושב לה המידתיות הראויה בין הפטור מערבויות לבין הערך החדש שיעניקו בעלי המניות שיהנו מן הפטור האמור. כפי שהוער עוד לעיל בסוגיית "הערך החדש",¹⁴¹ טוב ונכון עושים בתי המשפט בהקפידם הקפד היטב על הערך החדש שיושקע בחברה כנגד קבלת טובת הנאה כלכלית בידי בעלי מניות ותיקים או מנהלים בנסיבות שבהן נושי החברה אינם מקבלים את מלוא תביעותיהם. על כן, כאשר הערך החדש אינו משולם בכסף מזומן, טבין ותיקלין, ראוי כי בית המשפט ידרוש ויחקור היטב לפני שייתן את ברכתו לעסקת החבילה הגלומה בערך החדש. כן הדבר אף בעניין שחרור מערבויות אישיות. בהיות פטור כאמור ביטוי פרטי לחבילה כלכלית המתקבלת כנגד "ערך חדש", יש להחיל אף עליו את אמת המידה השיפוטית האמורה.¹⁴²

המחולק לנושים, ושיקולים הקשורים למדיניות שיפוטית כללית... למען עמידה בחובת הנמקה זו, יוצא כי לנגד בית המשפט צריכה, למצער, לעמוד שורה כבדת-משקל ובלתי מעורערת של שיקולים אשר תומכים כולם בקבלת ההסכם, ומצביעים על נזקים כבדים אשר יגרמו לנושים מאי-אישורו".

140 שבירו – ההחלטה השנייה, פסקאות 18–19.

141 לעיל פסקאות 24.12–24.15.

142 עם זה, בית המשפט יבחן את הערך הכלכלי המובטח כ"ערך חדש" רק בנסיבות שבהן לפחות אחת מאסיפות הסוג הצביעה נגד אישור תכנית הבראה. לעומת זאת, בעניין **שבירו** בחן בית המשפט את הערך הכלכלי שבשירותי הניהול של האחים שבירו והשווה אותם לטובות הנאה הכלכליות שהובטחו להם לאחר שכל אסיפות הנושים אישרו את התכנית. ספק אם התערבות שיפוטית כאמור נדרשת גם בנסיבות כאמור.

דומני כי ראוי להעיר עוד הערה אחת משלימה. לשם הבטחת ערכה הכלכלי של חבילת שירותי ניהול, שיעניקו לחברה מנהלים או בעלי מניות ותיקים במהלך יישום תכנית ההבראה, ראוי לדעתי להתנות עימם כי השחרור מערביותיהם יינתן רק כעבור פרק זמן ניכר, לאחר שהם אכן הגשימו בפועל את התחייבותם לנהל את החברה. לשיטתי, יש להפוך את הפטור מערכות למנגנון ממריץ ביצועים צופה פני עתיד, כמו מניות או זכויות המוקצות לנושאי משרה בחברות רק בתום תקופת שירותם בחברה.¹⁴³ אמנם המנהל או בעל המניות המופטר לא יתחייב להשיג תוצאות כלכליות מסוימות בעבור החברה המבראה. הוא לא ישמש כחברת ביטוח כלכלית לנושי החברה. ברם, רק לאחר שישלים את תקופת שירותו בפועל בחברה לפי התחייבותו, ייכנס הפטור לתוקפו.¹⁴⁴ כך יובטח שיתוף הפעולה של המנהל או בעל המניות בתקופת ההבראה, הלכה למעשה.

24.47 לעתים יבקש בעל המניה להשתחרר מערכותו האישית כלפי הנושה כחלק מתכנית ההבראה של החברה מחמת חדלות פירעונו האישית. השאלה בעיקרה היא אם, למען פתרון מצוקתו הכספית האישית, יידרש בעל המניות הערב להיכנס באופן רשמי להליך אישי של חדלות פירעון, או אולי יהיה אפשר לטפל במצוקתו האישית במהלך הטיפול המתקיים כבר ממילא בחדלות הפירעון של החברה (החייבת העיקרית). עמדתי האישית היא כי בנסיבות שבהן בית המשפט מתרשם כי אמנם מדובר בערב שהוא חדל פירעון, ומשום כך ניהול הליכים אישיים בעניינו לא יקדם את מימוש הערכות קידום של ממש, יש מקום לפוטרו כבר בהליך הדיוני של הבראת החברה. כך תיחסך לערב האמור הטבעת אות הקיץ הרשמית של "פושט רגל" או "חדל פירעון", אשר על מחירה החברתי ושאר מגרעותיה כבר עמדתי ביתר הרחבה לעיל בפרק שנים-עשר.¹⁴⁵ הטעמים שנמנו שם כוחם יפה אף בעניינו. ואמנם בית המשפט העליון קבע כי לבתי המשפט מסורה סמכות לפטור בעל מניות-ערב מערכותו האישית כחלק מאישור תכנית הבראה לחברה, לפי סעיף 350 לחוק החברות. בעל המניות הערב אינו חייב לנקוט הליך רשמי של פשיטת רגל לשם כך.¹⁴⁶

143 להצעה לתגמל מנהלי חברה בהבראה, באמצעות הקצאתן של זכויות תביעה בלתי מובטחות לטובתם, ראו Yair J. Listokin, *Paying for Performance in Bankruptcy: Why CEOs Should be Compensated with Debt* (2006), available at: <http://lsr.nellco.org/yale/fss/papers/5> Richard Lambert, William Lanen & David Larcker, *Executive Stock Options Plans and Corporate Dividend Policy*, 24 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 409 (1989); George W. Fenn & Nellie Liang, *Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives*, 60 J. FIN. ECON. 45 (2001); James A. Brander & Michel Poitevin, *Managerial compensation and the Agency Costs of Debt Finance*, 13 MANAGERIAL & DECISION ECON. 55 (1992); Markus C. Arnold & Robert M. Gillenkirch, *Stock Options as Incentive Contracts and Dividend Policy*, available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303242

144 ברי כי אם הוא ניהל את החברה בתקופה האמורה ניהול רשלני ובלתי אחראי, תהיה לחברה עילת תביעה כלפיו בגין הפרת חובותיו כנושא משרה בה. בנסיבות כאמור, דומה כי יהיה ראוי להותיר גם לנושים-הנערכים זכות לתקוף בבית המשפט את שחרורו מן הערכות כלפיהם.

145 לעיל פסקאות 12.59–12.70.

146 ע"א 9244/06 אקרשטיין תעשיות בע"מ נ' איגלו חברה קבלנית לעבודות צנרת בנין ופיתוח בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ז אייר התשס"ח, 22.5.2008). סעיף 280 לחוק חדלות פירעון קובע כי בית המשפט שדן בהליך חדלות פירעון של חברה מוסמך לצרף להליך זה גם הליך של חדלות פירעון של חייב בשך ודם אם הצירוף יקדם יעילות. לעניות דעתי, הוראה זו אינה גורעת מפסיקת בית המשפט העליון בעניין אקרשטיין.

3. פטור לנושאי משרה ולבעלי שליטה

(א) פטור בהבראה פנימית

24.48 צדדים שלישיים נוספים המבקשים להיפטור מאחריות אישית אגב הבראתה של חברה הם נושאי המשרה שניהנו בה עובר לכניסתה להליך או בעלי השליטה בה באותה עת. ברבות השנים, השוק הישראלי ער לתופעה הולכת ומתפשטת של נושאי משרה ובעלי שליטה המבקשים לשלב בתכנית הבראה של החברה, המובאת להצבעת הנושים, גם סעיף הפוטר אותם מחבות אישית כלפי החברה.¹⁴⁷ נושאי משרה שניהנו בה חוששים מהגשת תביעות נגדם על ידי החברה, באמצעות בעל התפקיד שמונה לה או בדרך של תביעה נגזרת, בשל התנהלותם עובר לפתיחת ההליך של חדלות פירעון. נושאי המשרה חוששים מפני חקירת אירועי העבר בידי בעלי התפקיד וגיבוש תביעה מטעם החברה נגדם בשל הפרות אפשריות של חובותיהם כלפי החברה, בהחלטות שקיבלו או שבמחדלם נמנעו מלפעול.¹⁴⁸ כמותם חוששים גם בעלי השליטה בחברה מפני בחינת אחריותם האישית לעסקאות עם בעלי עניין שמהן הם נהנו באופן אישי ואשר בעל תפקיד עלול לקרוא עליהן תיגר.¹⁴⁹ בשל חששות כאמור, מבקשים נושאי המשרה ובעלי השליטה לשלב בתכנית הבראה סעיף פטור מתביעות אישיות נגדם ולהביא זאת להצבעת הנושים כמקשה אחת.

החוק בא להסדיר איחוד דיוני של הליכים שכבר מתקיימים. לעומתו, עניין אקרשטיין מאפשר לחסוך את עצם כניסתו של הערב להליך של חדלות פירעון, באמצעות הסדרת העניין במישרין בגדרי הליך חדלות הפירעון של החברה.

147 ראו, למשל, פר"ק (מחוזי ת"א) 10344-11-09 בעניין אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (בעל השליטה בחברה, מר לב לבייב, השקיע סכום של כ-750 מיליון ש"ח והתחייב להמשיך בניהול החברה, וכנגד זאת שמר על החזקות ב-52.83% ממניות החברה וזכה לפטור מתביעות אישיות נגדו); פר"ק (מחוזי ת"א) 12230-04-12 בעניין דלק נדל"ן בע"מ (בעל השליטה בחברה, מר יצחק תשובה, השקיע מאות מיליוני ש"ח, וכנגד זאת שמר על החזקות ב-100% ממניות החברה וזכה לפטור מתביעות אישיות נגדו); פר"ק (מחוזי ת"א) 42576-02-13 עו"ד קלייר (מתוקף תפקידו על-פי סעיף 17 להסדר הנושים) נ' ד"ר סדן (בעניין אלביט הדמיה בע"מ) (בעל השליטה בחברה, מר מוטי זיסר, דולל בהחזקותיו לכ-5% ממניות החברה והמשיך לשתף פעולה עם הנושים ולהוביל את ניהול החברה. כנגד זאת זכו נושאי המשרה בפטור מתביעות אישיות נגדם, הגם שמר זיסר לא זכה בפטור כאמור כבעל השליטה הקודם). על הפטר ערבים בתכנית הבראה ראו גם לעיל פסקאות 24.45–24.47.

148 כדוגמאות לתביעות כאמור נגד נושאי משרה לאחר קריסת החברות שבהן כיהנו, ראו למשל פר"ק (מחוזי ת"א) 3421-01-15 בעניין מלרג – הנדסה וקבלנות בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ז כסלו התשע"ז, 17.12.2016) (חיוב אישי של דירקטורים בהשבת כספי דיבידנד שחולק שלא כדין); ת"צ (מחוזי ת"א) 29520-03-13 לייטקום (ישראל) בע"מ נ' חבס השקעות (1960) בע"מ (בפירוק) (פורסם בנבו, מיום כ"א אדר התשע"ז, 19.3.2017) (אישור הסדר פשרה בתובענה ייצוגית בגין אי דיווח בזמן על חסר יכולת לפרוע תשלום אג"ח עתידי); ת"צ (מחוזי ת"א) 15310-05-14 טל נ' ברנר (פורסם בנבו, מיום ה' תמוז התשע"ו, 11.7.2016) (אישור תובענה ייצוגית בגין פרט מטעה בדו"חות כספיים של חברה אשר הנפיקה אג"ח); פר"ק (מחוזי ת"א) 53253-06-11 אגרוסקו חברה לייצוא חקלאי בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי – מחוז תל אביב (פורסם בנבו, מיום ז' סיון התשע"ה, 25.5.2015) (בית המשפט אישר למפרקי החברה להגיש תביעה נגד בעלי מניות השליטה של החברה בפירוק בגין אחריותם הנטענת לקריסתה).

149 אם העסקאות אושרו כדין לפי הוראות פרק "עסקאות עם בעלי עניין" בחוק החברות, יוטל על המבקש לתקן עסקאות אלה ולהטיל אחריות אישית על נושאי המשרה או על בעלי השליטה נטל כבד לשכנע את בית המשפט כי, חרף האישור כדין, העסקה עודנה פוגעת בטובת החברה. ראו ע"א 7735/14 ורדינקוב נ' אלוביץ' (פורסם בנבו, מיום כ"ח כסלו התשע"ז, 28.12.2016).

24.49 כפי שצוין לעיל, גם בהקשר של פטור לערב, ניתן להצדיק את מתן הפטור לנושאי המשרה ולבעלי השליטה בתכנית ההבראה כאשר הם תורמים לחברה שבהבראה תרומה כלכלית של ממש כנגד מתן הפטור. תרומה זו עשויה להיות בהשקעה כספית חדשה וניכרת בחברה ועשויה להיות בדרך של ניהול נמשך של עסקי החברה, תוך ניצול כישורי הניהול העסקי של נושאי המשרה או של בעל השליטה. מכל מקום, התרומה הכלכלית שבאה כדי לפדות את החשיפה-בכוח של נושאי המשרה ושל בעלי השליטה לאחריות אישית צריך שתיבחן בקפידה על ידי הנושים. על אלה האחרונים להעריך היטב אם התרומה הכלכלית המוצעת שקולה לתוחלת האחריות האישית שלגביה מתבקש הפטור.¹⁵⁰ אם יגיעו למסקנה שאכן יש תועלת כלכלית בעבורם באישור הפטור הם יצביעו מן הסתם באסיפת הנושים בעד סעיף זה. כפי שכבר הערתי לעיל, אם התרומה הכלכלית המוצעת מתבטאת בהמשך ניהול עסקי של החברה על ידי הנתבע-בכוח, טוב יעשו הנושים אם ידרשו כי הפטור לא יינתן לו מיד עם אישור התכנית. בנסיבות כאמור, עדיף שהפטור ייכנס לתוקפו רק לאחר תקופת ניהול מסוימת, למען יומרצו הנתבעים-בכוח לספק את התרומה הכלכלית הנטענת באופן מיטבי לפני שייהנו מן הפטור.¹⁵¹

24.50 בעניין אפריקה ישראל¹⁵² התחבט בית המשפט העליון בשאלה בגין אלו עילות תביעה ניתן לפטור נושאי משרה ובעלי שליטה מאחריותם כחלק מתכנית הבראה ובגין אלו עילות לא ניתן לעשות כן. ההתלבטות הייתה באשר לאופן הפעלת שיקול הדעת השיפוטי בשאלה אם לאשר תכנית הבראה הכוללת תניית פטור לנושאי משרה או לבעלי שליטה לאחר שאסיפות הנושים הצביעו בעד הדבר. כל שופטי ההרכב הסכימו בשני העניינים הבאים: האחת, כי אין מניעה מלאשר בתכנית הבראה פטור, אפילו גורף, מאחריות של נושאי משרה להפרתה של חובת הזהירות מצדם כלפי החברה וכי בית המשפט יגלה איפוק מלהתערב בעניינה של תניה כאמור לאחר אישור הנושים.¹⁵³ השנייה, כי אל לבית המשפט לאשר תניה הפוטרת נושא משרה או בעל שליטה מאחריות בגין תרמית, כל עוד לא פירט הלה

150 תוחלת האחריות האישית תביא בחשבון את שיעור החבות האישית הנטענת, את הסתברות הצלחתה של התביעה, את משך הזמן המשוער לניהול הליך התביעה ואת שיעור הגבייה המסתבר בתום ההליך.

151 ראו לעיל הכתב הסמוך לה"ש 144.

152 רע"א 4024/14 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כהן (פורסם בנבו, מיום ז' ניסן התשע"ה, 26.4.2015).

153 השופטים עמית וברוך ציינו כי בעניין זה אין להקיש מרמת הביקורת השיפוטית שבית המשפט עשוי להפעיל, במקרה של אישור תניית פטור מאחריות לחובת זהירות באסיפה הכללית של חברה לפי סעיף 259 לחוק החברות. כלשון השופט עמית, שם, בפסקה 24: "אין דין תניית פטור במסגרת הסדר חוב כדין תניית פטור על פי סעיפים 258–259 לחוק החברות. אין להשוות פטור שאושר על ידי האסיפה הכללית של החברה ללא תמורה ובמהלך העסקים הרגיל של החברה לפטור במסגרת הסדר נושים שאושר על ידי בית המשפט כנגד תמורה – במקרה דנן 750 מיליון ₪ – שהוזרמה לחברה על ידי בעל השליטה. כאשר בהסדר חוב עסקי, יש ליתן משקל רב לחופש החוזים ולרצונם של הנושים ובעלי המניות לעצב את הסדר החוב כרצונם. סופיות הסדר החוב, על תניית הפטור הכלולה בו, מהווה תמריץ לבעל השליטה להכניס ידו לכיסו ולהזרים כסף לחברה על מנת לסייע לה בשעותיה הקשות. ולהיפך, 'פתיחה' של הסדר החוב בדרך של התעלמות מתניית הפטור, פוגעת באינטרס ההסתמכות של בעל השליטה, ועשויה להוות תמריץ שלילי מבחינתו 'לפדות' את זכות התביעה כנגדו תמורת הזרמת כסף לחברה". ראו גם בפסקה 2 לפסק דינה של השופטת ברוך. לעומתם, השופט סולברג נטה ללמוד ולהקיש מסעיף 259 לחוק החברות אף על העניין שבנדון. שם, בפסקאות 4–6 לפסק דינו של השופט סולברג, אך ראו עוד בפסקה 15 לפסק דינו.

את נסיבות התרמית.¹⁵⁴ מחלוקת מסוימת ניטשה ביניהם באשר לתניה בתכנית הבראה שתפטור את נושאי המשרה מאחריות להפרתה של חובת אמונים שאינה ידועה או שאינה מפורטת לנושאים המצביעים על תניית הפטור. השופט עמית לא שלל את האפשרות כי בית המשפט יאשר גם תניה כאמור, שכן תניה כאמור עשויה לשקף תחשיב כלכלי של הנושים בדבר עדיפות של ציפור אחת ביד על פני ציפורים במספר בלתי ידוע שעל העץ.¹⁵⁵ לעומת זאת, השופט סולברג דוגל בגישה שיפוטית מחמירה יותר ואינו מוכן לתת תוקף לתניה הפוטרת נושאי משרה מאחריותם להפרתה של חובת האמונים **שלא בתום לב**. לדידו של השופט סולברג, בעניין זה דין הפרתה של חובת האמונים בנסיבות אלה כדין תרמית. כל עוד עילות התביעה לא היו ידועות לנושאים או לבעלי המניות בעת ההצבעה על תכנית הבראה שבה נכללת תניית הפטור, לא יחוסנו נושאי המשרה באמצעות תניית פטור גורפת.¹⁵⁶

(ב) פטור בהבראה חיצונית

24.51 שאלה מעניינת היא אם פטור מאחריות אישית לבעל שליטה יוצא הוא אפשרי בהבראה חיצונית. בהבראה חיצונית השליטה בחברה עוברת לידי משקיע חיצוני חדש אשר מזרים לה הון ומקבל את פעילות החברה נקייה מהתחייבויותיה. נושי החברה, במקרה כזה, נפרעים מן הקופה שנוצרת מן התמורה שמשלם הרוכש החדש.¹⁵⁷ בנסיבות כאמור, קשה למצוא תרומה ניהולית או תפעולית ממשית של בעל השליטה היוצא להבראתה של החברה ולהמשך פעילותה העסקית. תכנית הבראה (או, כלשון העוסקים בכך בחיי המעשה: הסדר נושים) בנסיבות אלה עוסקת בעיקרה באופן חלוקת התמורה המתקבלת מן הרוכש החדש בין הנושים הקיימים של החברה. אכן, בנסיבות כאמור של מכירה בפועל של עסקי החברה, ניתן להקשות ולהטיל ספק בדבר נחיצותה של תכנית שתובא להצבעת נושיה.¹⁵⁸ על פניו, די לנושים שהחברה תימכר ושהתמורה תעמוד לפירעון התחייבויותיהם לפי סדרי הפירעון הקבועים בדין. ואמנם, לעתים, אין מאחורי תכנית כאמור כל שינוי ממשי מסדר הפירעון לנושים על פי דין. לבד מאופני התשלום המעודכנים ומועדיהם, רכיב עיקרי בתכנית הוא מתן פטור לבעל השליטה או לנושאי המשרה הקודמים. בשל זאת שתרומתם הניהולית הנמשכת אינה קיימת בנסיבות אלה, דומה כי נתבעים-בכוח אלה יידרשו לפדות את חשיפתם לאחריות אישית כלפי החברה

154 שם, בפסקה 26 לפסק דינו של השופט עמית; בפסקאות 3, 15, לפסק דינו של השופט סולברג. עם זה, השופטת ברוך לא שללה לחלוטין את האפשרות לאשר גם תניית פטור מפני אחריות בגין תרמית, שלא פירטה את עילות התרמית, אם הטוען לפטור יוכיח כי – חרף ניסוחה הגורף של תניית הפטור – לא נשללה הכדאיות העסקית של תכנית הבראה בעבור החברה. שם, בפסקאות 5–6 לפסק דינה של השופטת ברוך.

155 שם. מן הסיפא של הפסקה, שבה מנגיד השופט עמית בין אחריות בגין חובת הזהירות וחובת האמונים לבין אחריות בגין תרמית, עולה כי כוונת השופט עמית הייתה בעיקר לאפשרות לאשר תניית פטור מאחריות להפרת חובת אמונים **בתום לב**. ברם, בפסקה 59 לפסק דינו מבהיר השופט עמית כי אין הוא שולל אפילו את אישורה של תניית פטור מאחריות להפרת חובת אמונים **שלא בתום לב**. הכול תלוי בנסיבות.

156 שם, בפסקאות 3, 7, לפסק דינו של השופט סולברג.

157 על הבראה פנימית והבראה חיצונית ראו לעיל פרק עשרים-ושניים.

158 עם זה, ניתן עדיין להצדיק הצבעה של הנושים, שכן אופן תשלום התמורה אינו בהכרח במזומן בלבד, כי אם משלב לא פעם תשלומים הפרוסים על פני זמן, כמו גם אמצעי תשלום אחרים (דוגמת הקצאת מניות או אג"חים). השוו פר"ק (מחוזי ת"א) 13-06-11478 בעניין אי. די. בי חברה לאחזקות בע"מ (פורסם בנבו, מיום י"ד טבת התשע"ד, 17.12.2013). ראו גם לעיל פסקאות 22.2, 23.2.

באמצעות תשלום כספי ניכר לקופת הנושים. במהותה, זוהי פשרה מוקדמת על התביעות העתידיות כלפיהם. ואולם, כבכל פשרה מוצעת, בטרם ייענו לכך הנושים ויצביעו בעד קבלת פשרה-פטור מסוג זה, ראוי כי יבחנו היטב את תנאי הפשרה ואת ערכה הכלכלי וישוו אותה לתוחלת האחריות האישית של הנתבעים-בכוח. לשם כך, ראוי כי הנושים יצטיידו בחוות דעת כלכלית המנתחת את סוגיית הפטור המבוקש והמתמחרת אותו עובר להצבעתם. כך יוכלו הנושים להצביע על סעיף חשוב זה בתכנית ההבראה באופן מודע ומושכל.

24.52 בעניין **חיון מחשבים**¹⁵⁹ אישר בית המשפט המחוזי תכנית הבראה חיצונית (או: הסדר נושים) שבה נמכרה השליטה בחברה לידי רוכש חדש. תמורת הרכישה שימשה לפירעון חובות הנושים. הפירעון המוצע תאם את סדרי העדיפות בפירעון כקבוע בדין. עניינה הנוסף של התכנית על פירעון ללא הסדר התמקד אפוא בסעיף פטור לבעל השליטה ולנושאי המשרה היוצאים, מתביעות אישיות נגדם בשם החברה, כנגד תרומה של בעל השליטה היוצא בסך 500,000 ש"ח לקופת הנושים. לא בוצעה כל בדיקה עצמאית או הערכה כלכלית של תוחלת התביעות האישיות ולא נבחנה השאלה אם הסכום הנקוב לעיל הוא פדיון הולם של החשיפה לאחריות אישית של בעל השליטה ושל נושאי המשרה היוצאים. על אף חסר זה נערכו הצבעות באסיפות הנושים לסוגיהם. אסיפת נושים לא-מובטחים הצביעה נגד אישור התכנית המוצעת. החברה ובעלי התפקיד פנו אל בית המשפט וביקשו שיפעיל את סמכותו לפי סעיף 350ג לחוק החברות ויאשר את תכנית ההבראה חרף התנגדות הסוג האמור.¹⁶⁰ בית המשפט קיבל את הבקשה ואישר את התכנית, כולל סעיף הפטור לבעל השליטה היוצא, חרף התנגדותה של אסיפת הסוג, בלי שבחן לעומק את הלימות התמורה הכלכלית לפדיון האחריות האישית של בעל השליטה.¹⁶¹ ערעור שהוגש על כך לבית המשפט העליון – נמחק.¹⁶² לעניות דעתי, בית המשפט שגה באופן שבו אישר את תכנית ההבראה האמורה בעניין **חיון מחשבים** חרף התנגדות אסיפת הנושים הלא-מובטחים, ויש להצטער על כך שבית המשפט העליון נמנע מלהידרש לכך.¹⁶³ סעיף 350ג מאפשר לבית המשפט לאשר תכנית הבראה חרף התנגדות אסיפת סוג רק לאחר שהשתכנע כי התכנית היא "הוגנת וצודקת" כלפי כל סוג שהתנגד לה. ביחס שבין אסיפת

159 פר"ק (מחוזי חי') 40673-08-15 **חיון מחשבים בע"מ נ' רו"ח שרון ועו"ד מזור (נאמנים)** (פורסם בנבו, מיום ט"ו תשרי התשע"ו, 28.9.2015).

160 שם.

161 גישה זו של בית המשפט מנוגדת לגישת בית המשפט המחוזי בעניין **שבירו**, לעיל פסקה 24.45, שבה נכנס בית המשפט, ראשו ורובו, לתנאים הכלכליים של הפטור המבוקש בעבור בעלי השליטה בטרם אישור תכנית ההבראה.

162 ע"א 6528/15 **אלקטיס 2007 1 בע"מ נ' רו"ח שרון ועו"ד מזור** (פורסם בנבו, מיום כ"ה שבט התשע"ו, 4.2.2016).

163 הביקורת שלהלן מתייחסת ל**תהליך** האישור בבית המשפט. היא אינה עוסקת בשאלה המהותית אם ראוי בכלל לקדם תכנית הבראה חיצונית שכל מותרת על פני פירעון על פי דין, ללא הצבעת הנושים באסיפותיהם, הוא מתן פטור לבעל השליטה היוצא. ראו לעיל פסקה 24.51. לביקורת דומה על בתי המשפט בארה"ב אשר נוטים לאשר תכניות הבראה מחשש שהן הרע במיעוטו, בלי לבחון היטב את תהליך המשא ומתן שהתנהל בין הצדדים לגיבוש תכנית ההבראה, וההשפעה השלילית שיש לאישורים כאמור על תהליך המשא ומתן מעיקרא גם במקרים אחרים, ראו Douglas G. Baird, *Bankruptcy's Quiet Revolution*, available at: <https://ssrn.com/abstract=2767057> (April 15, 2016).

נושים לא-מובטחים מתנגדת לבין בעלי מניות שזוכים בערך כלכלי מן החברה לפי התכנית המוצעת (דוגמת שחרורם מתביעות של החברה כלפיהם), נפקות הדרישה היא שהתכנית אינה מקצה כל ערך כלכלי לבעלי המניות בחברה, מכוח היותם בעלי מניות בה עובר לתכנית, כל עוד הנושים באסיפה המתנגדת אינם נפרעים באופן מלא.¹⁶⁴ החסינות מתביעות אישיות כלפיהם היא ערך כלכלי שניתן לבעלי המניות הקיימים בחברה. לפיכך, יש לבחון אם התמורה שהציע בעל השליטה בחברה לפדיון התביעות-בכוח מולו (500,000 ש"ח) הולמת או שהיא בבחינת פדיון מוזל הפוגע בנושים. לשם כך, שומה על בית המשפט להיכנס לפני ולפנים ולבחון לעומק את תנאיה הכלכליים של תכנית הבראה, לקבל הערכת שווי של רכיביה (ובמקרה זה – את תוחלת התביעות), ומכוח זאת לבחון את הגינותה כלפי הקבוצה המתנגדת.¹⁶⁵ ראוי היה כי בית המשפט יעתר להתנגדות הנושים וימנה מומחה כלכלי להערכת שווי התביעות-בכוח שמהן יחוסן בעל השליטה היוצא מכוח התכנית המוצעת בטרם אישר את סעיף הפטור. אל לו לבית המשפט לאשר תכנית הבראה תוך כפייתה על קבוצה מתנגדת בלי לבחון בחינה מעמיקה כאמור, וראוי כי בתי המשפט יקפידו בדרישה זו ויזהרו בה.¹⁶⁶

164 סעיף 87(2) לחוק חדלות פירעון. קדם לו סעיף 350ג(א)(2)(ג) לחוק החברות.

165 ראו על כך הדיון לעיל בפסקאות 24.6–24.15.

166 ראו גם פר"ק (מחוזי ת"א) 42374-07-14 **מפעלי המקור בע"מ נ' עו"ד דולב (כונס נכסים)**, בפסקה 20 (פורסם בנבו, מיום ט' שבט התשע"ה, 29.1.2015) ("בית המשפט צריך להשתכנע, ככל שהדבר נדרש, על יסוד הערכת שווי שהגיש מומחה, כי ההסדר הוגן גם כלפי מי שהתנגד לו, וכי התמורה שתקבל בהסדר אינה נמוכה בערכה ממה שאותו נושה היה מקבל אגב פירוק. אכן, בית המשפט רשאי לוותר על חוות דעת כזו, אך דומה כי ראוי לנהוג מתינות רבה בהפעלתו של סעיף זה, בהיותו חריג לכלל לפיו הסדר טעון אישורן של כל האסיפות ברוב המיוחס, וכאשר ניתנה למבקשת הזדמנות להגיש חוות דעת כאמור והיא לא עשתה כן, ספק אם ראוי בנסיבות הענין להשתמש בסמכות האמורה"). אך ראו עניין **לינום**, לעיל ה"ש 7, בפסקה 32 (הצורך בחוות דעת של מומחה על היותה של תכנית הבראה "הוגנת וצודקת", טרם אישורה לפי סעיף 350ג לחוק החברות, "הינו 'ככל הנדרש', משמע, לא בכל מקרה ולא בכל מצב").

במקום סיכום – הנחיה ערכית

מי שהוחזק שהוא עני וכשר והולך בתום והדבר גלוי וידוע לדיין ולרוב העם ובא בעל חובו להשביעו בתקנה זו והוחזק התובע שאינו מסתפק בעניות זה אלא רוצה לצערו בשבועה זו להצר לו ולביישו ברבים כדי להנקם ממנו או כדי שילך וילוה מן העכו"ם או יקח נכסי אשתו ויתן לזה עד שינצל משבועה זו.

יראה לי שאסור לדיין ירא שמים להשביעו שבועה זו ואם השביעו ביטל לא תעשה של תורה לא תהיה לו כנושה, ולא עוד אלא ראוי לדיין לגעור בתובע ולטרדו מפני שהוא נוטר והולך בשרירות לבו.

שלא תקנו הגאונים תקנה זו אלא מפני הרמאין והרי נאמר עד דרוש אחיך אותו דרשהו אם רמאי הוא או אינו רמאי ומאחר שהוחזק זה שהוא עני ושאינו רמאי אסור להשביעו.

וכן אני אומר שמי שהוחזק רמאי ודרכיו מקולקלין במשאו ומתנו והרי הוא אמוד שיש לו ממון וטען שאין לו כלום והרי הוא רץ להשבע בתקנה זו שאין ראוי להשביעו אלא אם יש כח בדיין לעשותו עד שיפרע בעל חובו או לנדותו עד שיתן יעשה מאחר שהוא אמוד שפריעת בעל חוב מצוה.

כללו של דבר כל שיעשה הדיין מדברים אלו וכוונתו לרדוף הצדק בלבד שנצטוינו לרדפו ולא לעבור הדין על אחד מבעלי דינין ה"ז מורשה לעשות ומקבל שכר, והוא שיהיו מעשיו לשם שמים.

(רמב"ם, הלכות מלוה ולוה פרק ב הלכה ד)