

## תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון

איל בן זקן\*

מאמר זה עוסק בבחינת תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון. הבחינה נעשית מתוך התייחסות לחוק החברות, התשנ"ט–1999 (להלן: חוק החברות) ולחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח–2018 (להלן: חוק חדל"פ) והשוואה ביניהם. חוק החברות קובע מהי תכלית החברה כאשר היא סולוונטית, ונקודת מבטו ממוקדת בחברה עצמה. חוק חדל"פ קובע מהי תכלית הליכי חדלות הפירעון, ונקודת מבטו ממוקדת בהליך החדלות עצמו. מאמר זה מתמודד עם נקודות המבט השונות, המתח בין החוקים ושאלת תכליתה של החברה על ציר חדלות הפירעון באמצעות הצגת מודל חדש – "מודל קיימות החברה". מודל קיימות החברה מציע להבחין בין חדלות פירעון פורמלית לחדלות פירעון מוחלטת. חדלות פירעון פורמלית היא ההכרזה על ידי בית המשפט שהחברה היא חדלת פירעון ושהוראותיו של חוק חדל"פ חלות בעניינה. חדלות פירעון מוחלטת מגלמת את חציית הנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון – נקודה הנקבעת על ידי פרמטרים משפטיים וכלכליים ושלאחריה לא ניתן לשקם את החברה ולהחזירה לפסי סולוונטיות.<sup>1</sup> בהתבסס על ההפרדה בין המצבים, מודל קיימות החברה מציע, לראשונה, שעל החברה ובעל התפקיד לפעול על ציר חדלות הפירעון כאשר הם מחויבים רק להיטיב עם החברה, וזאת עד הנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון. קרי, בהיות החברה אישיות משפטית, עצמאית ונפרדת, יש לה אינטרסים משלה והחברה עצמה היא המשקללת את מכלול האינטרסים של הקבוצות המעורבות בפעילותה בצורה הטובה ביותר. כניסת החברה לתחום חדלות הפירעון, וכל עוד לא עברה החברה את הנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון, אין בה כדי לשנות הנחות יסוד אלה. לאחר הצגת עיקרי המודל, תנאיו,

\* דוקטור למשפטים. המאמר מבוסס על מודל שפותח במסגרת עבודת דוקטורט בנושא "תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון", בהנחיית פרופסור ידידיה שטרן, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן. תודתי לפרופסור ידידיה שטרן, לד"ר סיגל בן זקן, לעו"ד שלום גולדבלט, לגברת רולא חליחל ולחברי מערכת המשפט על הערותיהם המועילות, שהיטיבו את המודל ואת המאמר הזה. האחראיות לטעויות שנותרו היא שלי בלבד, כמובן.

1 מושג זה שאול מעולם האסטרופיזיקה ומשמעותו המקורית היא נקודת "אליחזור", המסמנת גבול אשר ככל שחוצים אותו לכיוון "חור שחור" – אזור שבו מרוכזת מסה של כוכב בתוך רדיוס של קילומטרים בודדים, ומשכך כוח המשיכה שלו כה חזק, עד שכל דבר שמתקרב אליו מספיק ייפול לתוכו, אפילו אור – לא ניתן להיחלץ ממנו. לפירוש המושג הכללי ראו באתר של מכון דוידסון, הזרוע החינוכית של מכון ויצמן למדע בכתובת: "סודות החורים השחורים" <https://bit.ly/2Jwf0q3>.

משמעותו והביקורת האפשרית לגביו, מפרט המאמר את הקשר בין המודל לבין מטרתו של חוק חדלות פירעון והוראותיו.

**א. מבוא. ב. מסגרת תאורטית;** 1. רציפות דינים – זיהוי דיני החברות ודיני חדלות הפירעון כנמצאים על רצף דינים אחד; 2. הפונקציה עליה מוטלות החובה והאחריות לממש את תכלית החברה בחדלות פירעון. **ג. המודלים הקיימים לתיאור תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון;** 1. מודל הנושים; 2. המודל החברתי; 3. הדין הישראלי ביחס למודלים הקיימים. **ד. מודל קיימות החברה;** 1. הגדרת המודל; 2. הנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון על פי מודל קיימות החברה ומשמעותה; 3. תנאי חדלות הפירעון המוחלטת; 4. מהו מבנה ההון המאוזן שעל החברה להציג במסגרת תוכנית ההבראה וכיצד הוא נבחן; 5. אמת המידה לפעולות בעל התפקיד. **ה. ביקורות על המודל והמענה להן;** 1. הביקורת במישור הקנייני והמענה לה; 2. הביקורת במישור הכלכלי והמענה לה. **ו. מודל קיימות החברה וחוק חדלות פירעון;** 1. מודל קיימות החברה ותכלית חוק חדל"פ; 2. מודל קיימות החברה ביחס להוראות החוק. **ז. סיכום.**

## א. מבוא

חוק החברות קובע בסעיף 11 שתכלית החברה בהיותה סולוונטית היא השאת רווחי החברה תוך התחשבות בבעלי עניין שונים. חוק חדל"פ קובע בסעיף 1 שמטרתו הן שיקום כלכלי לצד השאת שיעור החוב שייפרע לנושים. מבט מעמיק מלמד שמדובר בנורמות מורכבות וששאלת תכלית החברה היא שאלה רב ממדית שהתשובה לה אינה קבועה ומוחלטת, אלא כפופה לתפיסות נורמטיביות שונות ולשינויים חברתיים.

הספרות בסוגיית תכלית החברה מדגישה בעיקרה את המתח בין התפיסה הכלכלית המזהה את תפקיד החברה ככלי להשאת רווחיהם של בעלי המניות לבין התפיסה החברתית הממקדת את תכלית החברה תוך התחשבות באינטרסים של כלל הקהלים המושפעים מפעילותה. לאורך השנים נוצרה הפרדה פורמלית לגבי שאלת תכלית הליכי חדלות פירעון משאלת תכלית החברה בכללותה, אך גם את שאלה זו ניתן לבטא במתח שבין התפיסה הכלכלית הממקדת את מטרת דיני חדלות הפירעון כניסיון להשיא את השווי הנפרע לנושים במקרה של חדלות פירעון, לבין תפיסות חברתיות, המדגישות ערכים חברתיים חיצוניים.

התפיסות הנורמטיביות השונות, בין אם התייחסו למצבה של החברה כאשר הייתה סולוונטית ובין אם התייחסו למצבה של החברה כאשר הייתה חדלת פירעון, גזרו, באופן טבעי, דינים פוזיטיביים שונים, והמודלים שפותחו שיקפו את הגישות השונות. כך, הגישה הכלכלית באה לידי ביטוי עיקרי במודל הגורס שהשאת האינטרס של בעלי התביעה השירותית היא הכלל היעיל (מודל בעלי המניות ומודל הנושים כהגדרתם במאמר זה) והגישה החברתית שבאה לידי ביטוי עיקרי במודל הגורס שיש להתחשב בכל בעלי העניין בחברה (מודל בעלי העניין והמודל החברתי כהגדרתם במאמר זה).

הגם שבספרות האקדמית נדונה לאורך השנים שאלת תכלית החברה, הרי שממשקה של שאלת התכלית עם תחום חדלות הפירעון נדון בהתייחסויות קצרות ונקודתיות שאינן ממצות את הנושא עד תום.<sup>2</sup> מאמר זה מבקש להתמודד עם המתח בין התפיסות הנורמטיביות ועם הקשר בין חוק החברות ובין חוק חדל"פ באמצעות פריסת תשתית תאורטית לדין והצגת מודל חדש ממנו נגזרת תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון – "מודל קיימות החברה".

המודל החדש מציע להבחין בין חדלות פירעון פורמלית לחדלות פירעון מוחלטת. חדלות פירעון פורמלית היא הכרזה על ידי בית המשפט בצו שבהתאם לסעיפים 2 ו-3 לחוק חדל"פ,<sup>3</sup> שהחברה היא חדלת פירעון ושיפתחו לגביה הליכים קולקטיביים בהתאם לחוק חדל"פ. חדלות פירעון מוחלטת מגלמת את חציית הנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון – נקודה הנקבעת על ידי פרמטרים משפטיים וכלכליים ושלאחריה לא ניתן לשקם את החברה ולהחזירה לפסי סולוונטיות. ההבדל העיקרי בין המצבים הוא שההכרזה על חדלות פירעון פורמלית אינה כוללת בתוכה כל התייחסות באשר לסיכויי החברה להשתקם, ואילו חדלות פירעון מוחלטת מגלמת קביעה פוזיטיבית שהחברה אינה יכולה להשתקם, ודינה פירוק וחסול.

בהתבסס על ההבחנה בין המצבים וכהמשך למודל שפותח על ידי פרופסור שטרן לתיאור תכלית החברה,<sup>4</sup> מציע המודל החדש שעל החברה ובעל התפקיד לפעול על ציר חדלות הפירעון כאשר הם מחויבים רק להיטיב עם החברה, וזאת עד הנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון. המשמעות הבסיסית של המודל המוצע היא שהחברה ובעל התפקיד אינם צריכים לתת לאף בעל אינטרס מעמד בכורה, וזאת עד הגעת החברה לחדלות הפירעון המוחלטת. מודל זה מסיט את פונקציית המטרה של החברה בחדלות פירעון פורמלית מהשאת החזר החוב לנושים או מהשאת הערך לכלל בעלי העניין תוך שיקולים חברתיים חיצוניים, אל החברה עצמה.

בכך, מודל קיימות החברה מתמודד עם הקשיים העיקריים של מצב חדלות הפירעון – זיהוי בעלי התביעות השוריות והקושי בקביעה האם החברה חדלת פירעון, ואם כן, האם ניתן לשקמה, ומספק להם מענה טבעי. יתרונותיו העיקריים הם הפחתת ניגודי העניינים בין הקבוצות השונות, התמודדות עם ריבוי הנאמנויות של בעל התפקיד והצעה של אמת מידה מובחנת וברורה לתפקודו של בעל התפקיד וצמצום האפשרות לחדלות פירעון חוזרת. המודל המוצע מנסה, לפיכך, לספק לבית המשפט וליתר הגורמים הרלוונטיים מודל חדש לבחינת תכליתיה של החברה חדלת הפירעון.

מבנה המאמר יהיה כדלהלן: הפרק הראשון יציג את התשתית התאורטית למאמר. במסגרת פרק זה תוצג, בתמצית, התשתית האקדמית לסוגיית תכלית החברה תוך התייחסות למושגים הרלוונטיים לדין. יוצע לראות בדיני החברות ודיני חדלות הפירעון דינים הנמצאים על רצף אחד. כמו כן, פרק זה ידון בפונקציה עליה מוטלת החובה והאחריות לממש את תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון. הפרק השני יבחן וימפה את המודלים הקיימים. פרק זה יוביל למסקנה

2 איל גבע "חובת הזהירות כלפי נושים בסביבת חדלות פירעון" ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי 197, 201–202 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015).

3 ס' 2–3 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח–2018.

4 ידידיה שטרן תכלית החברה העסקית (2009).

שמודלים אלה חשופים לביקורות מהותיות ושהדין הישראלי עצמו מתקשה לספק הנחיה ברורה איזה מבין המודלים הוא הראוי לשמש כמצפן. הפרק השלישי יציג את המודל המוצע – מודל קיימות החברה. מודל זה ינסה לספק מענה לשאלת תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון תוך הצעת נקודת מבט שונה ונוספת. הפרק הרביעי יציג את הביקורות האפשרויות לגבי המודל ואת המענה להן. הפרק החמישי יעסוק במודל קיימות החברה ביחס לחוק חדל"פ. חוק זה מהווה רפורמה מקיפה בתחום חדלות הפירעון. העובדה שהמחוקק הישראלי ערך רפורמה משמעותית, שלווה בדיונים ובדברי הסבר מפורטים, מאפשרת לקיים דיון מעמיק בקשר בין המודל לבין מטרת החוק והוראותיו. הפרק השישי יסכם את המאמר ואת נקודת המבט העולה מהמודל.

## ב. מסגרת תאורטית

שאלת התכלית עוסקת בזיהוי המטרה הסופית, יעד העל, של החברה במסגרת ההסדר הנורמטיבי החל עליה.<sup>5</sup> הדיון האקדמי בסוגיית התכלית הוא עשיר ועמוק, אך דברי החקיקה הרלוונטיים, עד לחקיקת חוק החברות, נמנעו מלספק תשובות ברורות, והדיון במסגרת הפסיקה לא היה מובנה.<sup>6</sup> לאחר הקמת המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב בשנת 2010, ניתנו<sup>7</sup> מעת לעת על ידה ועל ידי בית המשפט העליון פסקי דין בעלי מתודולוגיה ברורה בסוגיה.<sup>8</sup> אולם, המלומדים ובתי המשפט עדיין מתחבטים בפירוש עניין זה, ונראה שהדיון בכך אינו קרוב לקיצו ויש הטוענים אף שלא ניתן כלל להכריע בו בדוקטרינריות משפטיות בלבד.<sup>9</sup> הקושי בסוגיה האמורה אינו אמור להרתיע את החוקרים מלקיים את הדיון, שכן הצורך בדיון זה הוא צורך מתמשך, וכשם שהוא היה רלוונטי בעבר, כך הוא רלוונטי כיום ויהיה רלוונטי גם בעתיד. בהקשר זה, ההבחנה של שטרן שהדיון "בתיאוריה של החברה אינו דיון א-היסטורי, אלא הוא נגזר מן הקשר הריאלי שבו הוא מתנהל" רלוונטית גם לדיון בשאלת

- 5 המושג "תכלית" משמעותו "יעד", "מטרה", "כוונה", תוצאה סופית שאליה מכוון מעשה – מתוך הערך "תכלית" שושנה בהט ומרדכי מישור מילון ההווה – מילון שימושי לעברית התקנית (1995). כפי שמובא באתר האקדמיה ללשון העברית "מן המילון": <https://bit.ly/3lB86gc>.
- 6 ידידיה שטרן "האם חברות נועדו להשיא את רווחיהם של בעלי המניות? ניתוח כלכלי ביקורתי" **משפט ועסקים** א 105, 109 (2004).
- 7 המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב הוקמה בדצמבר 2010 מכוח חוק בתי המשפט [נוסח משולב] (תיקון מס' 59), התשמ"ד-1984, ס"ח 2253.
- 8 דיון מקיף בסוגיה נעשה על ידי השופט כבוב (המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב) בתנ"ג (כלכלית ת"א) 43335-11-12 ורדניקוב נ' אלוביץ (פורסם בנבו, 17.9.2014). על פסק הדין הוגש ערעור לבית המשפט העליון אשר הלכה למעשה, אתגר את הדיון שערך השופט כבוב בעניין תכלית החברה. בית המשפט העליון ערך גם הוא דיון מתודולוגי בשאלת תכלית החברה, והוא הציף את הדילמות והביקורות על המודלים השונים לעניין תכלית החברה – ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ (פורסם בנבו, 28.12.2016) (להלן: עניין ורדניקוב (עליון)).
- 9 עמיר ליכט "תכליות החברה" **משפט ועסקים** א 173, 174 (2004).

תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון

תכלית החברה.<sup>10</sup> קרי, הדיון בדבר תכלית החברה הוא דיון א־היסטורי הנושא אופי מתמשך ואשר נגזר משינויים במציאות המשפטית, הכלכלית, הטכנולוגית והפוליטית. הגם שהדיון בשאלה טרם הוכרע, ניתן לרכז את העמדות המקובלות כיום במודלים אשר יפורטו להלן. מודלים אלה מתייחסים לתכלית החברה כאשר היא סולונוטית, אך יש מקום לתארם, שכן מוצע לראות בדיני החברות ובדיני חדלות הפירעון כרצף דינים אחד, ולפיכך מודלים אלה מהווים את נקודת המוצא למודלים לתכלית החברה בחדלות הפירעון. המודל הראשון הוא מודל בעלי המניות, המהווה את העמדה הבסיסית והשכיחה במשפט האנגלו־אמריקאי לגבי תכלית החברה. עמדה זו היא כי השאת הרווחים של בעלי המניות, הנתפסים כזהים לרווחי החברה, היא יעד העל שעל בסיסו יש להבין ולפרש את כל המערך הנורמטיבי הקבוע בדיני החברות, החל ממבנה החברה ועד המנגנונים הנורמטיביים המסדירים את דרכי תפקודם של האורגנים בחברה (לעיל ולהלן: מודל בעלי המניות).<sup>11</sup> הביטוי הראשוני והעיקרי של תפיסה זו מבחינה משפטית מצוי בעניין *Ford*,<sup>12</sup> אשר שימש כאסמכתה להלכות אמריקאיות רבות אשר נפסקו ברוח דומה.<sup>13</sup> גם במשפט האנגלי העמדה המסורתית היא שתכלית החברה היא השאת הרווחים לבעלי המניות ועמדה זו באה לידי ביטוי בפסק הדין *Parke v. Daily News Ltd*<sup>14</sup>.

ההצדקות למודל בעלי המניות הן בעיקרן קנייניות וכלכליות. כך, מודל בעלי המניות נתפס כתכלית טבעית ומתבקשת הנובעת מהטיעון הקנייני הקלסי שבעלי המניות הם בעלי החברה, הם אלה שיזמו אותה ולכן היא פועלת מטעמם, בעבורם ולמען השאת רווחיהם.<sup>15</sup> הביקורת על הצדקה אינטואיטיבית זו היא, שאין קשר ענייני בין העובדה שבדרך כלל, כרונוולוגית, בעלי ההון הם היוזמים את החברה לבין העדפתם. אומנם בעלי המניות הם אלה שסיפקו את ההון החיוני לייזום החברה, אך לצד זאת, ובד בבד עם ההון של בעלי המניות, נחוצות לחברה גם תשומות חוב, תשומות עבודה ותשומות אחרות, אשר חשיבותן אינה פחותה מההון הראשוני.<sup>16</sup> גם אם נשווה בין המאפיינים הסטנדרטיים של זכות בעלות במובנה הקנייני (כגון בעלים במקרקעין) לבין המאפיינים הסטנדרטיים של הזכויות שיש לבעלי המניות בחברה, הרי

- 10 ידידה שטרן "החברה כאישיות משפטית חסרת בעלים: תיאוריה, דין, מציאות" מחקרי משפט כא 250, 245 (2004) (להלן: שטרן "החברה כאישיות משפטית").
- 11 שטרן תכלית החברה העסקית, לעיל ה"ש 4, בעמ' 228.
- 12 *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N.W. 668 (Mich. 1919). בפסק דין זה התייחס בית המשפט האמריקאי במישרין לסוגיית תכלית החברה ונתן לה מענה חד משמעי לפיו בעלי המניות הם הנהנים העיקריים של החברה, ולפיכך חובותיהם של נושאי המשרה מופנות כלפי בעלי המניות המזוהים עם החברה עצמה.
- 13 Jonathan R. Macey, *An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties*, 21 STETSON L. REV. 23 (1991).
- 14 *Parke v. Daily News Ltd.*, [1961] Ch 927.
- 15 Ronald J. Gilson, *From Corporate Law to Corporate Governance*, in OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE 3 (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., 2015), available at <https://ssrn.com/abstract=2819128>.
- 16 שטרן "החברה כאישיות משפטית", לעיל ה"ש 10, בעמ' 289.

שהשוואה זו תלמד שהיות מאן דהוא בעל מניות בחברה אינה הופכת אותו להיות בעל קניין בחברה.<sup>17</sup> כך, בעלי המניות נעדרים מאפייני מהותי של בעלי זכות קניינית של בעלות: הם אינם נושאים באחריות לתוצאות של השימוש ברכוש, הם נהנים מאחריות מוגבלת, ובניגוד לכך שזכות קניינית מלאה מעניקה שליטה לאותו בעל זכות, הרי שבחברה נושאי המשרה, ולא בעלי המניות, הם בעלי הסמכות במגוון רחב של נושאים הקשורים בתפקודה של החברה.<sup>18</sup> ההצדקה הכלכלית למודל בעלי המניות גורסת שהוא היעיל ביותר, שכן באמצעותו קיים הסיכוי הרב ביותר לסיפוק מלוא התביעות כנגד החברה בטרם ימולאו התביעות של בעלי המניות. על פי תפיסה זו, בעלי המניות עומדים אחרונים בתור של הזכאים ליהנות מנכסי החברה, דהיינו הם בעלי האינטרס השיורי. השאת עניינם של בעלי התביעה השיורית היא דרך שבה הסיכוי הרב ביותר שיתר התביעות כלפי החברה ימולאו, ומכאן שהיא, לכאורה, הכלל המשפטי היעיל. טענת שיוריות התביעה של בעלי המניות נחשבת כטיעון המבוסס והידוע להצדקת העדפת בעלי המניות.<sup>19</sup> Easterbrook ו-Fischel חידדו את הניתוח הכלכלי האמור,<sup>20</sup> כאשר לשיטתם החברה היא מערכת של חוזים ותביעות כלפי החברה שבמסגרתה לכל קבוצות העניין, למעט לבעלי המניות, תביעה חוזית קבועה ומוגדרת. מנגד, אופי התביעה של בעלי המניות מהחברה שונה מאופי התביעה של יתרת בעלי העניין, מכיוון שתוכנה הכלכלי של התביעה הוא שיורי. לפיכך, בעלי המניות, על פי ההצדקה החוזית, מושפעים יותר מכל יתרת קבוצות העניין מתוצאות הניהול של החברה, ועל כן יעיל לקבוע את בעלי המניות, ואותם בלבד, כמושא הערך שאותו יש להשיא. לאור זאת, העדפת בעלי המניות, הן מנקודת המבט האישית והן מנקודת המבט המצרפית של כל קבוצות העניין, היא ראויה ויעילה. הביקורת על ההצדקה החוזית נוגעת להנחות היסוד האמורות בה. ראשית, לגבי כך שבעלי המניות הם הנושאים הבלעדיים בסיכון ובסיכוי השיוריים עקב פעולת החברה, ושנית, לגבי כך שהשאת הרווחים של בעלי המניות תשיא בהכרח את הרווחים של יתר בעלי התביעות כלפי החברה. באשר להנחת היסוד הראשונה, מציין פרוקצ'יה שייתכנו מצבים שבהם דווקא קבוצות עניין אחרות,<sup>21</sup> למשל נושים או עובדים, הן המחזיקות באינטרס השיורי, ולכן קבוצת בעלי המניות אינה המושפעת הבלעדית מהשימוש שהחברה עושה בנכסיה ומכאן שאין להפקיד אך ורק בידיהם את השליטה בחברה. ליכט מבקר את ההצדקה החוזית תוך שהוא מציין שמבחינה מושגית, אינטרס שיורי יכול להיות רק אחד ויחיד, וכי שיטה משפטית שתתעלם מהאינטרסים הנוגדים של קבוצות בעלי העניין תביא לכך שקבוצת העניין אשר בידה הכוח להחציץ את

Melvin A. Eisenberg, *The Conception That the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm*, 24 J. CORP. L. 819, 825–826 (1998) 17  
 ידידה שטרן הבעלות בחברה העסקית – תיאוריה, דין, מציאות 293 (2008). 18  
 זוהר גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקצ'יה – חיבורי משפט 239, 261–262 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ'יה ומרדכי ראבילו עורכים, 1996); Macey, לעיל ה"ש 13, בעמ' 26. 19  
 FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 36 (1991) 20  
 אוריאל פרוקצ'יה "הבעלות על הפירמה וסייגיה – נושים, עובדים, אלמנות ויתומים בדיני חברות" משפטים כב 301, 305–306 (1993). 21

התוצאות השליליות של החלטותיה, תפעל באופורטוניסטיות.<sup>22</sup> באשר להנחת היסוד השנייה, שטרן סבור כי הטענה שמסירת הכוחות לבעלי המניות פועלת ממילא לטובת יתר בעלי התביעות אינה נכונה, תוך שהוא מסביר כי היחס הממוצע לסיכון של חברות עסקיות לגבי החלטות האמורות להשיא את רווחיהן שונה מהיחס הממוצע לסיכון של יתר קבוצות בעלי התביעות כלפי החברה.<sup>23</sup>

לצד מודל בעלי המניות לתיאור תכלית החברה מקובל לזהות את מודל בעלי העניין. על פי מודל זה, תכלית החברה צריכה להיקבע תוך התחשבות באינטרסים של כל הקהלים/בעלי העניין המושפעים מפעילותה, החל מבעלי המניות ודרך הנושים, העובדים והספקים, ועל החברה, באמצעות גופיה, לשקלל את כל המשמעויות האפשריות של הפעלת כוחה על האינטרסים של כל הקהלים הקשורים עימה (לעיל ולהלן: מודל בעלי העניין).<sup>24</sup> מודל זה אינו שולל מתן עדיפות לקהל בעלי המניות, אך עם זאת, על פי מודל זה בעלי המניות הם ראשונים בין שווים בלבד, ועל החברה חלה חובה לנהוג ביתר הקהלים בהגנות ובתום לב ולא לזנוח את האינטרסים של בעלי העניין אל מול התועלת לבעלי המניות.<sup>25</sup> על נושאי המשרה, לפיכך, להביא בחשבון בפעולותיהם את השלכות הפעולה על כל אחד ואחד מן הקהלים ושפעולה תיחשב כראויה רק אם תוצאתה המקווה היא שיפור יעילות פארטו.<sup>26</sup> קרי, חברה רשאית לנקוט רק פעולה שלא תייצר הפסדים לקהלים אחרים או תבטיח שקהלים אלה ישופו במלוא הנזק שייגרם להם. מודל בעלי העניין שונה ממודל בעלי המניות שכן הוא מציב בפני החברה דרכי התנהגות ופעולה שונים, הנובעים מהאיסור על התנהגות שתוצאתה היא השאת הרווחים של בעלי המניות אגב פגיעה ביתרת בעלי העניין.

הביקורת הבסיסית על מודל בעלי העניין היא בקשר לעלויות וליכולת ליישמו בפועל. כך, השאלה באיזה אופן ועל פי אילו קריטריונים יחולקו הרווחים בין בעלי העניין היא שאלה היוצרת בכל מקרה צורך בהכרעה נורמטיבית את מי להעדיף ובאיזה אופן, וממילא קשה לפקח על איכותה.<sup>27</sup> בנוסף, על פי מודל זה נושאי המשרה ייתקלו במצב של ריבוי נאמנויות. כפי שהובהר, מודל בעלי העניין מבקש לקבוע שהחברה תימנע מפגיעה באינטרסים של יתרת בעלי העניין, וזו, לכאורה, דרישה מדידה ואובייקטיבית, אך בפועל לא ניתן לדעת מראש מהן תוצאות הפעולות שהחברה נוקטת, שכן ישנן פעולות שאינן מיידיות, קצרות טווח וגלויות. המשמעות, לפיכך, של משטר המטיל על נושאי המשרה חובת התנהגות להגן על האינטרסים

22 ליכט "תכליות החברה", לעיל ה"ש 9, בעמ' 205.

23 שטרן "החברה כאישיות משפטית", לעיל ה"ש 10, בעמ' 300.

24 שטרן תכלית החברה העסקית, לעיל ה"ש 4, בעמ' 230. שטרן מכנה מודל זה כמודל הקהלים.

25 Kathleen Hale, *Corporate Law and Stakeholders: Moving Beyond Stakeholder Statutes*, 45 ARIZ. L. REV. 823, 830 (2003).

26 יעילות פארטו – מצב בו מוקצים מוצרים לקבוצת אנשים, כאשר שינוי בהקצאה גורם לשיפור במצבו של לפחות פרט אחד מבלי לפגוע באחרים. ברגע שהקצאה זו מגיעה לנקודה אופטימלית בה לא ניתן עוד לבצע שינוי ללא פגיעה באחרים, היא מכונה יעילות פארטו. מרדכי שוורץ כלכלה בידורית 28 (2006).

27 שטרן תכלית החברה העסקית, לעיל ה"ש 4, בעמ' 233.

של כל הקהלים מפני פעולות החברה, היא חשיפה מהותית לתביעות אישיות, ופועל יוצא מכך לשיתוק החברה.

מודל נוסף הוא מודל הציבור, המגדיר את יעדה של החברה העסקית מנקודת ראות סוציאלית, פוליטית ומוסרית.<sup>28</sup> העמדה העקרונית של מודל זה היא שעל החברה לתפקד מתוך דאגה לציבור הרחב, ולא עבור האינטרסים של בעלי ההון, ומכוח כך יש מקום, בין השאר, לרגולציה על החברות. רגולציה זו נועדה לרתום את החברה להשגה ולקידום של מטרות סוציאליות רחבות (לעיל ולהלן: מודל הציבור).<sup>29</sup> גישה זו היא נגזרת מההצדקה הכללית להתערבות המדינה בשימוש שפרטים עושים ברכושם ואשר סוברת כי ראוי לקיים התערבות רגולטורית רחבה במטרה לקדם יעדים סוציאליים מוסכמים.<sup>30</sup> על פי מודל הציבור, תכלית החברה, מטרתה הסופית, צריכה להיות ראויה מבחינה סוציאלית כפי שנקבע בהסכמה על ידי בעלי המניות ועל ידי גורמים חוץ-חברתיים, ופעולות החברה צריכות לקדם ביעילות את היעדים המבוקשים.

הביקורת על המודל הציבורי היא שיישום מודל זה יגרום לכך שהוא ימנע הקצאה יעילה של מקורות בהתאם לפעולתם של כוחות השוק, הואיל והקשר בין הצלחת החברה, השאת הרווחים וקיומה של החברה, יינתק.<sup>31</sup> במסגרת המודל הציבורי, גורלה של החברה אינו קשור בהכרח בקידום אינטרסים כלכליים, אלא גם באינטרסים סוציאליים רחבים. דא עקא, משעה שההתמקדות של דיני החברות לא תהיה השאת הרווחים, הרי שהחברות לא יהיו יעילות כלכלית, ולא תהיה הקצאה יעילה של המקורות במשק. זאת ועוד, גם המודל הציבורי יוקה, בסופו של יום, בכשל המעגלי של כיצד ובאיזה אופן תיקבע ההקצאה. המודל הציבורי אינו מציע אמת מידה לחלוקת המשאבים והוא גם אינו יכול להציע כזה. ודוק, ברור שלא ניתן להיענות, בעת ובעונה אחת, לצרכים מגוונים וסותרים של הציבור בכללותו. בסופו של דבר, העמעום בין שיקולי הרווח ובין שיקולי כלל הציבור אינו ניתן ליישוב והוא יביא לשיתוק החברה ולחוסר יעילות כלכלית.

המודלים האמורים לעיל לא סיפקו מענה הולם לביקורות כנגדם והיה קושי לספק, לפיכך, מודל שניתן להמשיך ולאמצו בדבר תכלית החברה. בנסיבות אלה הלכה והתפתחה גישה המבחינה בין "טובת החברה" לבין "טובת בעלי המניות" והמבקשת לקבוע שתכלית החברה

28 Archie B. Carroll, *Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct*, 38 Bus. & Soc'y 268 (1999). עיקרי מודל הציבור באו לידי ביטוי כבר בשנות השלושים של המאה הקודמת בהתייחסות של מריק דוד אצל: E. Merrick Dodd, Jr., *For Whom Are Corporate Managers Trustees?*, 45 HARV. L. REV. 1145 (1932).

29 שטרן תכלית החברה העסקית, לעיל ה"ש 4, בעמ' 234.

30 כך למשל Dahl מצדיק את מודל הציבור באמצעות הטיעון הפוליטי. קרי, שכשם שבכל מסגרת פוליטית מקובל שכל מי שמושפע מן ההחלטות של הממשל מקבל זכות להשתתף בממשל, כך יש גם לנהוג לגבי ארגונים פרטיים. מאחר שכל חברה מפעילה כוחות ויש לה השפעה על הזולת ועל הסביבה בה היא מתקיימת, כך יש מקום והצדקה לרגולציה ממשלתית של הארגון במטרה לכוון את פעילותו. ראו ROBERT A. DAHL, *AFTER THE REVOLUTION? AUTHORITY IN A GOOD SOCIETY* 80-87 (Revised ed. 1990); Robert A. Dahl, *A Prelude to Corporate Reform*, 1 BUS. & SOC'Y REV. 17 (1972).

31 שטרן תכלית החברה העסקית, לעיל ה"ש 4, בעמ' 240.



היא לפעול ל"טובת החברה". שטרן זיהה את הצורך בהבחנה בין טובת החברה לטובת בעלי המניות ומתוך הביקורות על שלושת המודלים האחרים הוא הציע מודל נוסף לקביעת תכליתה של החברה, הוא מודל החברה (לעיל ולהלן: מודל החברה).<sup>32</sup> על פי מודל זה, תכליתה של החברה העסקית היא לפעול למען קידום האינטרסים שלה עצמה, כאשר החברה אינה מחויבת כלפי שום אינטרס ייחודי הנמצא מחוץ לה. תכלית החברה העסקית אינה משועבדת באופן מוחלט וכוללני לאף אחת מקבוצות העניין, היא אינה משועבדת לרצונות של בעלי המניות, העובדים או הנושים והיא אינה שלוחה של מי מבעלי העניין או של הציבור בכללותו. לחברה, בהיותה אישיות משפטית עצמאית, נפרדת וחסרת בעלים, יש אינטרסים והעדפות משלה, שאינם זהים להעדפות או לאינטרסים של כל גורם אחר, לרבות לאינטרס השאת הרווח של בעלי המניות, ויש לה יחס עצמאי לסיכון, שאינו זהה ליחס של יתרת קבוצות העניין לסיכון. על פי מודל זה, החברה מעוניינת לפעול בדרך שתבטיח את הישרדותה לטווח ארוך ובדרך שתחזק את מעמדה בשוקים בהם היא פועלת או עתידה לפעול (כפי שכל אישיות משפטית טבעית אחרת עושה). במסגרת זו, על נושאי המשרה בחברה להימנע מלתפקד כידה הארוכה של קבוצת בעלי עניין ספציפית ועליהם לפעול באופן שבו בכל פעם בו מתקיים ניגוד עניינים בין מי מבעלי קבוצות העניין לבין טובת החברה, טובת החברה היא זו שתגבר.

שטרן ממלא בתוכן קונקרטי את מודל החברה והוא קובע שלחברה פונקציית מטרה אובייקטיבית כללית הממוקדת ביעד אחד והוא הגדלת ערך השוק של החברה לטווח ארוך, כאשר יעד זה מהווה שקלול של מגוון האינטרסים הסותרים של החברה.<sup>33</sup> ערך השוק של החברה מוגדר כסך היתרונות הכוללים שהפיקה החברה, לאורך זמן, מהצטברות ההפרשים בין מה שקיבלה בעד התפוקות לבין מה ששילמה בעד התשומות. לפיכך, המשימה של נושאי המשרה היא להגדיל, ככל האפשר, את ההפרשים הללו, כאשר כל החלטה במסגרת חייה של החברה משפיעה על ערך השוק של החברה.<sup>34</sup> היישום הברור של מודל החברה לגבי התנהלות נושאי המשרה הוא כזה שעל נושאי המשרה לקבל החלטה שצורכת משאבים של החברה אך ורק אם שיקול הדעת העסקי מוליך אותם למסקנה שהחברה תקבל בתמורה משאבים רבים יותר, כאשר אמת המידה לקבלת החלטה מתחשבת בהשפעותיה על גורם יחיד – החברה בלבד. מדובר בסטנדרט התנהגות חד משמעי המחזק את רמת ודאות הפעולה של כל הגורמים המעורבים בפעילותה של החברה וככזה הוא יעיל כלכלית. בהיבט זה, נושאי המשרה אינם צריכים להתמודד עם ריבוי נאמנויות סותרות ועם חובות אמונים כלפי כמה גורמים, אלא כאמור חובתם מופנית כלפי החברה בלבד. כאשר נדרשים נושאי המשרה להפעיל שיקול דעת מסחרי, האינטרס העליון שלהם הוא האינטרס המובחן של החברה.<sup>35</sup>

ביקורת אפשרית על מודל החברה מתייחס לחלק של יישום המודל הקובע שהחברה מעוניינת לפעול בדרך שתבטיח את הישרדותה לטווח ארוך. חלק זה של המודל מתעלם מכך

32 שם, בעמ' 241.

33 שם, בעמ' 241–246.

34 שם, בעמ' 245.

35 שם, בעמ' 281.

שלבעלי המניות שמורה בכל עת, גם במצב שהחברה רווחית ויציבה, הזכות להורות על חיסולה. כך שבעוד מודל החברה מניח שמשעה שחברה "נולדת" היא יצור עצמאי שתכליתו היא הישרדות לטווח הארוך, הרי שבפועל העצמאות של החברה מוטלת בספק.<sup>36</sup> עיון בחקיקה הישראלית ובהיסטוריה החקיקתית מלמד כי עד לחקיקת חוק החברות בשנת 1999, הדין הישראלי<sup>37</sup> שיקף את הדין האנגלי ואת התאוריות שהנחו את בתי המשפט האנגלים באותו מועד.<sup>38</sup> כך שלמעשה החקיקה שיקפה את הדין המסורתי במשפט האנגלו-אמריקאי לפיו תכלית החברה היא השאת הרווחים של בעלי המניות.<sup>39</sup> גם פסיקת בית המשפט עלתה בקנה אחד עם דבר החקיקה שנמנע מהסדרה נורמטיבית של הסוגיה.<sup>40</sup> ודוק, בחוק החברות ניתנה בפעם הראשונה על ידי המחוקק הישראלי התייחסות מפורשת לתכלית החברה, וזאת במסגרת סעיף ספציפי המצוי בפרק הראשון של חוק החברות, סעיף 11 (להלן: סעיף התכלית), הקובע ש"תכלית חברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה, וניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין השאר, את עניניהם של נושיה, עובדיה ואת ענינו של הציבור".

מבט חד-ממדי ושאינו מעמיק יכול ללמד כי אין בהוראת סעיף התכלית הסדר ממצה לגבי השאלה מי הם הנהנים הראויים מפעילות החברה וכי מדובר בסעיף הצהרתי בלבד, הקובע את "הברור מאליו", והוא שחברות עסקיות נועדו לשם רווח.<sup>41</sup> אומנם סיפת סעיף התכלית מתייחסת לאפשרויות נוספות, אך אין בה כל ציווי, ולפיכך, סעיף התכלית הוא סעיף חסר שימוש.<sup>42</sup> פרשנות זו היא פרשנות חד ממדית והיא אינה עולה בקנה אחד עם כלליותו של הסעיף, תוחלתו, מהותו ופסיקת בית המשפט שפירשה אותו.

באשר לכלליותו ותחולתו של הסעיף, הרי שעצם מיקומו בגוף הטקסט של חוק החברות, בפרק הראשון של החלק השני, מלמד על היותו שורה על כלל סעיפי החוק ועל החשיבות שייחס המחוקק לשאלת התכלית.<sup>43</sup> עצם כך שהמחוקק, בבואו לחוקק חוק חדש ומודרני, בחר להסדיר את שאלת תכלית החברה בפרק הראשון לצד סוגיות עקרוניות אחרות, מעיד כאמור על חשיבותו ועל כך שיש לראות בו הנחיה פרשנית ונורמטיבית לכלל החוק. גם העובדה שאין בו ציווי וסנקציה, מעידה דווקא על תחולתו הכללית ועל כך שכל אחת מן הנורמות הקבועות בחוק יפורשו לאור סעיף התכלית, וזאת בהתאמה להיותו שורה על כלל החוק.<sup>44</sup> גם הפרשנות

36 עניין ורדניקוב (עליון). לעיל ה"ש 8.

37 פקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983.

38 יוסף גרוס חוק החברות כרך א 51-57 (מהדורה חמישית מורחבת, 2016).

39 שטרן תכלית החברה העסקית, לעיל ה"ש 4, בעמ' 307.

40 אומנם בית המשפט העליון התייחס מעת לעת לסוגיה, אך אין המדובר בקביעות פוזיטיביות שנתמכו בדיון תאורטי ובהנמקות ממוסמכות. כך, למשל, השופט ברק בד"נ 39/80 ברדיגו נ' פדרליין, פ"ד לה(4) 197 (1981) והנשיא שמגר בד"נ 7/81 פנידר, חברה להשקעות פתוח ובנין בע"מ נ' קסטרו, פ"ד לז(4) 673, 695 (1983).

41 ליכט "תכליות החברה", לעיל ה"ש 9, בעמ' 180.

42 שטרן תכלית החברה העסקית, לעיל ה"ש 4, בעמ' 309.

43 אהרן ברק פרשנות במשפט כרך שני – פרשנות החקיקה 311-313 (1993).

44 שטרן תכלית החברה העסקית, לעיל ה"ש 4, בעמ' 311.

שניתנה לסעיף על ידי בית המשפט מלמדת על מרכזיותו של סעיף התכלית בהסדרת דיני החברות ועל הרוח החדשה שהביא עימו.<sup>45</sup>

יצוין שסעיף התכלית אומנם קובע שתכלית החברה העסקית היא השאת רווחי החברה, אך למושג "השאה" פרשנות לשונית דו-משמעית, ולתיבה המילולית "השאת רווחיה" פרשנויות תכליתיות שונות.<sup>46</sup> קרי, יש מקום להרחיב לגבי משמעות מושגים אלה כאשר דנים בסעיף התכלית. במסגרת היריעה הנוכחית ניתן לתמצת ולומר כי על פי פרשנות לשונית ועל פי הגדרה מימונית,<sup>47</sup> השאת רווחים משמעה נקיטת פעולות אשר יביאו לעליית ערך החברה (כמקסום או כהעלאה מדודה). לפיכך, תכלית החברה, על פי דבר החקיקה, היא לגרום לכך שהחברה תרוויח יותר. בנקודה זו מתפצל הדיון לשני חלקים. חלק אחד שב וחוזר לשאלת הבסיס, קרי האם יש לזהות את החברה עם בעלי מניותיה, שאז השאת רווחי החברה משמעותה השאת רווחי בעלי המניות. שאלה זו נדונה במסגרת המודלים שתוארו לעיל.

חלק שני הוא התייחסות לשאלה האמורה במסגרת סעיף התכלית עצמו, קרי, התייחסות לשאלה האמורה תוך מבט על סעיף התכלית בשלמותו. ממבט זה עולה שהסעיף אינו מזכיר כלל את בעלי המניות כקבוצת העניין שלטובתה חייבים עסקי החברה להתנהל, ואילו הקבוצות התאגידיות הנוספות מוזכרות בו רק כמוטבים ברשות. תבנית זו של לשון החוק פותחת פתח לפרשנויות מנוגדות: ניתן לגרום כי מעמדם של בעלי המניות כמוטבים של החברה הוא בגדר פשיטא, וטובת החברה וטובתם של בעלי המניות זהות. מצד שני, ניתן לפרש את היעדר האזכור כתוצאה של שוויוניות מובהקת בין כלל הקהלים. גישה זו מצביעה על כך שטובת החברה רחבה בהיקפה מטובתם של בעלי המניות, וכל קבוצת עניין אשר עלולה להיפגע מעסקי החברה ראויה להתחשבות. בוקשפן מציין כי ההצדקות לגישת המוצא הן רבות ומשכנעות.<sup>48</sup> לפיכך, היעדר אזכור מפורש של בעלי המניות במסגרת סעיף התכלית, אף שזה מצא לנכון להזכיר את נושי החברה, את עובדיה ואת הציבור בכללותו, אך מחזק תובנה זו בשל ההנחה המובלעת בסעיף כי עניינם של בעלי המניות חופף ממילא את התכלית העיקרית של השאת רווחי החברה. גרוס מוסיף ואומר שעצם כך שסיפת הסעיף נוקטת לשון מרשה – "וניתן

45 עניין ורדניקוב (עליון), לעיל ה"ש 8; ת"א (מחוזי י-ם) 3114/01 דלתות חמדיה בע"מ נ' עץ בן אבו בע"מ, פס' 18, 28–29 לפסק הדין (פורסם בנבו, 20.9.2002); גרוס, לעיל ה"ש 38, בעמ' 127–130.

46 הפרשנות הראשונה היא ש"השאה" משמעותה הגעה לשיא, מרוב או "מקסום". פרשנות זו נשענת על ניתוח המילה "השאה" כשם פעולה של השורש ש-י-א, כלומר השאה – הבאת הרווחים עד לשיא. הפרשנות השנייה היא ש"השאה" משמעותה "הרמת הרווחים" או "שיפור הרווחים". פרשנות זו נשענת על ניתוח המילה "השאה" כשם פעולה של השורש נ-ש-א, ממנו נגזר שם הפעולה "השאה". לדיון לגבי הפרשנות הלשונית למונח "השאת רווחים" בהקשר של תכלית החברה, ראו – רביב לוי ורן מס "מבט נוסף על המונח 'השאת רווחים' משפט ועסקים (2018) [idclawreview.org/2018/11/28/levy\\_maas/](http://idclawreview.org/2018/11/28/levy_maas/).

47 הדרה בר-מור דיני תאגידים כרך א 152 (2007).

48 עלי בוקשפן "על חברה וחברה, ועל מעמדו של סעיף 11 לחוק החברות במשפט הישראלי" משפט ועסקים א 229, 262 (2004).

להתחשב" – גם היא עולה בקנה אחד עם מודל בעלי המניות, שכן הטלת חובה לשקול אינטרסים של קהלים אחרים תהיה בלתי יעילה כלכלית.<sup>49</sup>

מאידיך שטרן מזהה את סעיף התכלית עם מודל החברה והוא סבור שהגם שסיפת הסעיף נוקטת לשון מרשה לגבי ההתחשבות ביתרת הקהלים, הרי שהוספת הסייג מבהירה את השינוי שהחוק חותר לו.<sup>50</sup> קרי, שמבחינה נורמטיבית ראוי להתחשב באינטרסים של קהלים אחרים בעת קבלת החלטות להשאת רווחי החברה. פרשנות מהותית זו נובעת מלשון הסעיף, חידושו והרציונל הכללי האמור בו והיא מלמדת כי הגם שמדובר בלשון מרשה, הרי שמדובר בחובה. קרי, יש חובה לשקול את יתרת האינטרסים, אך אין חובה להתחשב בפועל. ההתחשבות תהיה רק ככל שיהיה בכך להשיא את רווחי החברה.<sup>51</sup> פרשנות זו היא הומוגנית למודל החברה.

כך או כך, תכלית החברה היא השאת רווחיה, אך תכלית זו מסויגת באמצעות הסייג "לפעול על פי שיקולים עסקיים". משמעות הסייג היא שעל החברה לפעול רק באמצעות החלטות שהן רציונליות מבחינה עסקית, וכי חברה אינה רשאית לפעול, גם מתוך אמונה פנימית שפעולותיה יביאו להשאת רווחים, באמצעות החלטות שהן בלתי רציונליות מנקודת ראות עסקית. יש להבחין ולציין כי הגם שבפסיקה התפתחו סטנדרטים לביקורת על החלטות עסקיות,<sup>52</sup> הרי שלא ניתן ללמוד מאותם סטנדרטים מהם שיקולים עסקיים רציונליים, שכן סטנדרטים אלה עוסקים בבחינת תהליכי הפעלת שיקול הדעת העסקי, אך הם אינם עוסקים בתוכן החלטות העסקיות ובשיקולים העסקיים עצמם. קרי, משמעות כלל שיקול הדעת העסקי, שהוא הסטנדרט שהוכרע במשפט הישראלי כסטנדרט לביקורת על החלטות נושאי משרה בהקשר תכלית החברה,<sup>53</sup> היא שתכלית החברה היא לפעול להשאת רווחיה, כאשר כלל שיקול הדעת העסקי לא עוסק בבחינת השיקולים עצמם, אלא בבחינת ביקורת על תהליכי קבלת החלטות. כלומר, לא ניתן ללמוד מסטנדרט הביקורת על החלטות עסקיות מהם השיקולים העסקיים עצמם.

49 גרוס, לעיל ה"ש 38, בעמ' 124.

50 שטרן תכלית החברה העסקית, לעיל ה"ש 4, בעמ' 319.

51 שם, בעמ' 321.

52 בדיני החברות בארצות הברית (בעיקר במדינת דלאוור) התפתחו שלושה סטנדרטים שונים של ביקורת שיפוטית על החלטות עסקיות שהתקבלו בחברה. בקצה האחד של הספקטרום ניצב כלל שיקול הדעת העסקי (BJR – Business Judgment Rule), המקנה מעין "חסינות" למקבלי ההחלטה מפני הטלת חבות בגין הפרת חובת זהירות; בקצה השני של הספקטרום ממוקם כלל ההגינות המלאה (Entire Fairness), המהווה סטנדרט ביקורת מחמיר בגדרו נבחנת הגינותה של העסקה או הפעולה הרלוונטית; בין שני כללים אלה, ישנו סטנדרט ביניים שלישי המכונה "Enhanced Scrutiny" ("בחינה מוגברת"). בין שלושת הסטנדרטים האמורים, כלל שיקול הדעת העסקי הוא זה שהפך ברבות השנים ל"עקרונ יסוד" בדיני החברות ולהלכה הרווחת בארצות הברית ולמעשה גם במדינות שלא החילו את כלל שיקול הדעת העסקי באופן מפורש. להרחבה ראו שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" עיוני משפט לא 313, 314–315, 319–327 (2009).

53 כלל שיקול הדעת העסקי הוכר באופן פורמלי על ידי בית המשפט העליון בעניין ורדניקוב (עליון), לעיל ה"ש 8, בעמ' 63. שם קבע השופט עמית כי כלל שיקול הדעת העסקי הוא חלק בלתי נפרד מדיני החברות בישראל, תוך התאמתו למציאות המשפטית-כלכלית בישראל.

ויובה, כלל שיקול הדעת העסקי אינו משנה את נורמת ההתנהגות החלה על נושאי המשרה, אלא הוא קובע סטנדרט ביקורת שיפוטית ייחודי להתנהלות נושאי משרה, לפיו יסתפק בית המשפט בעמידתם במבחן פרוצדורלי, המוודא כי נושא המשרה קיבל החלטה מיוחדת בתום לב וללא ניגוד עניינים. ככל שהחלטת נושא המשרה עומדת במבחן הפרוצדורלי האמור, בית המשפט לא יוסיף ויבחן האם ההחלטה עומדת בנורמת ההתנהגות הנדרשת מנושאי המשרה, דהיינו לא יבחן את ההחלטה לגופה על מנת לוודא כי אינה רשלנית. משמע, כלל שיקול הדעת העסקי אינו פוטר את נושאי המשרה מהחובה לפעול בזירות ראויה בניהול ענייני החברה, אלא רק ממיר את הביקורת השיפוטית על עמידתם בסטנדרט הנדרש מביקורת מהותית לביקורת פרוצדורלית.<sup>54</sup> ודוק, לא ניתן להתעלם מכך שגם בסוגיית כלל שיקול הדעת העסקי, ישנה חזרה נוספת לשאלת הבסיס, מהי תכלית החברה, לגבי טיב ההחלטות שלגביהן יש להפעיל את כלל שיקול הדעת העסקי.

לצד תיאור המסגרת התאורטית לדיון בשאלת תכלית החברה, יש להבהיר מהי חדלות פירעון ומהי תכלית דיני חדלות הפירעון, שכן המודל המוצע מתייחס לכך ישירות. עיון בחוק חדל"פ מלמד כי המחוקק הגדיר בסעיף 2 לחוק מהי חדלות פירעון.<sup>55</sup> על פי המחוקק, חדלות פירעון היא מצב כלכלי שבו חייב 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. קרי, הסעיף נוקט שני מבחנים להגדרת חדלות פירעון: מבחן מאזני<sup>56</sup> ומבחן תזרימי,<sup>57</sup> ולמעשה, בשורשה, חדלות פירעון אינה מצב משפטי, אלא מצב כלכלי שהחייב נתון

54 ת"א (מחוזי מר") 47302-05-16 בטר פלייס ישראל (ח.ת.) 2009 בע"מ (בפירוק) נ' אגסי (פורסם בנבו, 12.9.2018). יצוין שבאותו עניין קובע השופט גרוסקופף שכלל שיקול הדעת העסקי אינו נועד להגן על צדדים שלישיים, שכן אלה אינם חלק מהפקעת החוזית של החברה. פרשנות זו של השופט גרוסקופף אינה עולה בקנה אחד עם התאוריה החוזית בדבר מהותה של החברה, וקשה להלום פרשנות זו, המוציאה לחלוטין את יתרת קבוצות בעלי העניין מטובתה של החברה.

55 ס' 2 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי.

56 מבחן מאזני (Balance Sheet Insolvency) – בוחן אם ערך הונו העצמי של החייב הוא חיובי או שלילי, כאשר ההון העצמי מייצג את הערך הכלכלי השיורי, הנקי, לאחר קיום כל התחייבויות כלפי הנושים (גיא סמולרצ'יק "המבחן התזרימי והמבחן המאזני בראי המהפכה המוצעת בדני חדלות פירעון" 7–8 (לא פורסם)). בהיבטים של חדלות פירעון, המבחן המאזני מתמקד בערכים הכלכליים המעודכנים הן של נכסי החברה והן של התחייבויותיה, בבחינת איזה שווי כלכלי הנכס עשוי להניב בעת מימושו, דהיינו מהו השווי אשר יעמוד לפירעון הנושים. ראו Robert J. Stearn, Jr., *Proving Solvency: Defending Preference and Fraudulent Transfer Litigation*, 62 Bus. Law. 359, 360 (2007).

57 המבחן התזרימי – מתמקד בממד הזמן ובהשפעותיו על קיום ההתחייבויות כלפי הנושים. עמדת המוצא של מבחן זה היא שהתחייבות היא תלוית זמן, ולכן יכולת הפירעון נמדדת נכון לשעה היעודה שבה החוב טעון פירעון. לפיכך עוסק מבחן זה בשאלה אם החייב מסוגל לקיים את התחייבויותיו השונות בהגיע מועד קיומן. ראו ע"פ 173/75 מדינת ישראל נ' בן ציון, פ"ד (1) 119 (1975); דוד האן דיני חדלות פירעון 113 (מהדורה שנייה, טובה אולשטיין עורכת, 2018).

בו. בית המשפט העליון קבע שאין הכרח להכריע בדבר בכורתו של אחד משני המבכנים וכי שני המבכנים חלים ורלוונטיים.<sup>58</sup>

בעוד מצב של חדלות פירעון מוגדר בחוק חדלות פירעון, הרי שאין בדין הגדרה למהו "אזור חדלות פירעון" – "אזור" שמשמעותו שיש לבחון את פעולות נושאי המשרה באור אחר, ו"אזור" שמשמעותו שלפני כניסת החברה אליו אינה קיימת עילה לפנייתה או לפניית נושיה לבית המשפט, ושלאחריו יהיה מאוחר מדי, בהיבט של סיכוי להבראת החברה באופן המיטבי. גם בית המשפט נמנע ממתן הגדרה מדויקת למושג "אזור חדלות פירעון" תוך שהוא מספק פרשנות ל"אזור חדלות פירעון" ומדדים לבחינתו בהתאם לנסיבות המקרה הספציפי.<sup>59</sup> כך, בעניין אי.די.בי,<sup>60</sup> חוזר בית המשפט על כך ש"הדין הישראלי לא קבע מצב של התנהלות החברה ב"דמדומים-אזור חדלות פירעון" (Zone of Insolvency). בעניין רשות הדואר,<sup>61</sup> דן בית המשפט בהגדרת "אזור חדלות הפירעון", תוך שבאותו מקרה מתייחס בית המשפט ל"אזור חדלות הפירעון" ככזה שמוגדר על ידי פרמטרים כמותיים ברורים. גם ועדת אנדרון אשר ביקשה לבצע, בין היתר, הבחנה בין חברות בקשיים לחברות חדלות פירעון, לא סיפקה הגדרה מדויקת לגבי המועד שבו תוגדר חברה כ"חברה בקשיים".<sup>62</sup>

גם המשפט המשווה אינו מספק הגדרה ברורה ל"אזור חדלות פירעון", ואין בחוק חדלות הפירעון האמריקאי הגדרה ל"אזור" זה.<sup>63</sup> בכמה פסקי דין בארצות הברית, אשר עסקו בעיקרם בחובות הנאמנות החלות על נושאי משרה בחברה כלפי נושיה "באזור חדלות פירעון", ניתנו הגדרות כוללניות ולפיהן חברה המצויה באזור חדלות פירעון מצויה במצב זה מקום בו היא "Approaches Insolvency",<sup>64</sup> או מצויה במקום בו "היציבות הכלכלית שלה מידרדרת".<sup>65</sup> הואיל ולא ניתנה הגדרה ברורה לגבולות ה"אזור" ומשך הזמן בו יכולה חברה לשהות בו, בתי המשפט בארצות הברית החלו לצמצם או להרחיב את החלת הדינים בתוך גבולות ה"אזור"

58 ע"א 8263/16 אור סיטי נדל"ן מקבוצת ענבל אור בע"מ נ' עו"ד איתן ארוז, פס' 58 לפסק דינו של השופט מינץ (פורסם בנבו, 19.3.2018).

59 פרק (מחוזי י-ם) 26836-07-14 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' חברת דואר ישראל בע"מ, (פורסם בנבו, 4.9.2014).

60 פרק (מחוזי ת"א) 36681-04-13 אי די בי חברה לפיתוח בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ (פורסם בנבו, 9.6.2013) (להלן: עניין אי.די.בי.).

61 עניין הרמטיק נאמנות, לעיל ה"ש 59, פס' 48 לפסק הדין.

62 משרד האוצר טיוטת דו"ח הוועדה לבחינת תהליכים לעריכת הסדרי החוב בישראל 64 (2014) (להלן: ועדת אנדרון) <https://bit.ly/39DGrc7>. יצוין שוועדת אנדרון הציעה ש"אזור חדלות פירעון" יוגדר בתניה פיננסית שתיקבע בהסכם ותתבסס על פרמטרים כמותיים ברורים, ובכל מקרה יהיה מוקדם מן המועד שבו החברה לא שילמה חוב במועדו.

63 Anil Hargovan & Timothy M. Todd, *Financial Twilight Re-appraisal: Ending the Judicially Created Quagmire of Fiduciary Duties to Creditors*, 78 U. Pitt. L. Rev. 135, 151 (2016). כן ראו Necepf v. Gheewalla, 930 A.2d 92, 99 (Del. 2007).

64 Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp., 1991 WL 277613 (Del. Ch. 1991).

65 Peoples Department Stores Inc. (Trustee of) v. Wise, [2004] 3 S.C.R. 461, 493

באופנים שונים.<sup>66</sup> המשמעות היא שהגדרה חד ערכית ל"אזור חדלות פירעון" אינה מצויה בחקיקה ובפסיקה והיא נקבעת בנסיבות המקרה הספציפי. בנקודה זו יש לדון בתכלית דיני חדלות הפירעון. קרי, מהי מטרת העל שעל הדין להשיג. תכלית זו מצויה במחלוקת נורמטיבית הנובעת מהגישות השונות למשפט, ובעיקר בין גישת הניתוח הכלכלי לבין הגישה החברתית. הגישות השונות נבדלות זו מזו ברמת הניתוח התאורטי-מהותי ובדרך החשיבה והניתוח היישומי של הליכי חדלות הפירעון.<sup>67</sup> הגישה הכלכלית – בגישה זו ראוי להבחין בין הגישה הכלכלית המוקדמת של דיני חדלות הפירעון לבין הגישה הכלכלית המאוחרת. הגישה הכלכלית המוקדמת מתוארת ומוצגת בספרו של Jackson משנת 1986, *THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW*,<sup>68</sup> על פי Jackson, המקור לדיני חדלות הפירעון נמצא בבעיית "המאגר המשותף" ו"דילמת האסיר" (החלטה רציונלית שאינה יעילה) שהיא מחוללת בתחום זה: על פי הדין ברוב שיטות המשפט, בשעה שחייב בר פירעון אינו משלם את חובותיו, יכול כל נושה לפעול לאכיפת זכויותו באופן אינדיווידואלי.<sup>69</sup> כל עוד החייב הוא בר פירעון, ההליכים האינדיווידואליים אינם פוגעים בנושים האחרים, אולם מצב זה משתנה עם כניסתו של החייב למצב של חדלות פירעון. במצב זה ערך נכסיו של החייב נמוך מגובה חובותיו, ולכן, גם אם ימומשו נכסי החייב כולם, לא יוכלו כל הנושים להיפרע. במצב כזה, מימוש על ידי כל נושה בנפרד עלול להפחית את סך הערך שמחולק לנושים, שכן לעיתים סך התמורה ממכירה של כל נכס בנפרד הוא פחות מבעת מכירה של כלל נכסי החברה כעסק חי. השווי הגבוה יותר של החברה כעסק חי יכול לנבוע ממוניטין, מקניין רוחני, משיתוף הפעולה שיש בין העובדים, מהידע הארגוני המצטבר בחברה וכו'. נכסים אלה אינם לידי ביטוי כאשר כל נכס נמכר בנפרד ואין מתקבלת בגינם תמורה. לכן, לפחות בחלק מהמקרים עדיף לנושים לא לממש את נכסי החברה כעסק חי יכול לנבוע ממוניטין, את הנכסים יחדיו כחטיבה מתפקדת אחת.<sup>70</sup> חיסרון נוסף של פעולה אינדיווידואלית במימוש נכסי החברה הוא חוסר יעילות. כאמור, במצב של מימוש אינדיווידואלי, נושים שיצליחו לממש נכסים ראשונים יזכו במלוא חובם, ואילו האחרונים יקבלו הרבה פחות. מכיוון שגובה ההחזר תלוי במהירות המימוש של נכסי החייב, כדאי לכל אחד מהנושים להשקיע מאמצים ועלויות כדי להבטיח שלא יהיה בין האחרונים לממש. השקעה זו יכולה לבוא לידי ביטוי הן בפיקוח הדוק על מצבה הכלכלי של

66 לגישה מצמצמת ראו *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* 818 A.2d 914 (Del. 2003).  
67 לגישה מרחיבה ראו *Weaver v. Kellogg*, 216 B.R. 563, 582 (S.D. Tex. 1997).  
68 שי קידר "חדלות פירעון חוצה-גבולות בישראל: מטריטוריאליות לאוניברסליזם (ולמה שביניהם)" מחקרי משפט לא 705, 709 (2018).  
69 THOMAS H. JACKSON, *THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW* 10–17 (1986).  
69 דילמת המאגר המשותף. Garrett Hardin, *The Tragedy of the Commons*, 162 Sci. 1234 (1968).  
70 כחלק מיישום תורת המשחקים בחדלות פירעון (ובפרט 'דילמת האסיר') הובהרה כאמור על ידי JACKSON, לעיל ה"ש 68, בעמ' 14–15.  
70 Douglas G. Baird, *A World Without Bankruptcy*, 50 LAW & CONTEMP. PROBS. 173, 197 (1987); Thomas H. Jackson, *Bankruptcy, Non-bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, 91 YALE L.J. 857 (1982).

החברה והן במעקב על פעולותיהם של הנושים האחרים. אלא שאם כל הנושים משקיעים עלויות פיקוח ומעקב, אזי עלויות אלה יורדות לטמיון, שכן כל הנושים משקיעים עלויות שכאלה, ומיקומו של אף אחד מהם אינו מקודם כתוצאה מהשקעתו.<sup>71</sup>

במצב של חדלות פירעון, אפוא, עדיף לקבוצת הנושים לפעול כקבוצה באופן קולקטיבי. דא עקא, בעיות פעולה משותפת מונעות מהם לפעול כקבוצה. המשמעות היא, שככל שלא יהיה גורם כופה חיצוני, ייווצר מצב של משטר שרירותי של "כל הקודם זוכה" ושל "מרוץ" בין הנושים לקופת החייב המשותפת. אלא שמרוץ זה פוגע כאמור בשווי הנכסים הכולל ומקטין את שווי סך כל החובות שייפרעו מן המאגר המשותף. במילים אחרות, במצב של חדלות פירעון, דיני ההוצאה לפועל הפרטניים יוצרים מצב שבו כל אחד מן הנושים השונים פועל בניגוד לאינטרס הקולקטיבי והמשותף לכלל הנושים.<sup>72</sup>

דיני חדלות הפירעון, לפי הגישה הכלכלית המוקדמת, נועדו לפתור את בעיות הפעולה המשותפת של הנושים והם בעצם תחליף להסכם היפותטי שהנושים היו מעוניינים לכרות, אך אינם יכולים.<sup>73</sup> הדין מחייב פעולות גבייה משותפות באמצעות עיכוב או הקפאה של הליכי המימוש הפרטניים באופן סטטוטורי וכך מאפשר, ככל שהדבר כדאי לנושים, את מימוש החברה כעסק חי. כמו כן, הדין מחייב חלוקה שוויונית בין הנושים הרגילים (שאינם נהנים מעדיפות קניינית כלשהי או מדין קדימה) הממתנת את המרוץ למימוש נכסי החברה, משום שכל נושה יודע מראש שבמידה שיתרחש אירוע חדלות פירעון, לא יהיה מישהו מהנושים (בסטטוס זהה לשלו) שיהנה מחלוקה גדולה יותר מהחברה. כך הצורך לממש ראשון את נכסי החייב פוחת, ולכן ההשקעה שנושים צריכים להשקיע בעלויות הפיקוח (Monitoring Costs) פוחתת גם היא – שוב לטובת הנושים כולם. תכלית דיני חדלות הפירעון, לפיכך, היא להתגבר על חוסר הרציונליזם ולהוות כלי אשר ישיא את החזר החוב לנושים. באופן קונקרטי, המצדדים בגישה כלכלית זו סבורים שראוי שניתוח הליכי חדלות פירעון ויישומם ייעשו מנקודת המבט של השאת ערך נכסי החברה, אשר יניבו וישיאו בהתאם את תקבולי הנושים.<sup>74</sup>

הגישה הכלכלית המאוחרת מבקשת לראות תמונה רחבה יותר, המנתחת את הליך חדלות הפירעון עוד מהשלב של מתן האשראי הראשוני. גישה זו מציבה את מטרת הורדתם של מחירי האשראי כמטרת העל של הליכי חדלות פירעון ובהתאם היא מבקרת את הניתוח הכלכלי המוקדם, בעיקר לגבי רעיון "המאגר המשותף". טענת הגישה הכלכלית המאוחרת היא שרעיון "המאגר המשותף" הוא בעייתי הואיל והוא מספק הצדקה להתערבות מסיבית של הדין במערכת היחסים בין הנושים לבין עצמם ובינם לבין בעלי המניות. הגישה הכלכלית המאוחרת גורסת שיש להותיר מרחב חופשי לצדדים על מנת שהם יעצבו בעצמם את הפתרונות הטובים ביותר למצב של חדלות פירעון, וכי דיני חדלות הפירעון צריכים להימנע מלהתערב בהסכם

71 עומר קמחי "דיני חדלות פירעון – מגישה חברתית לגישה כלכלית" עיוני משפט לו 417, 427 (2013).

72 אירית חביב־סגל "המטרות של דיני הפירוק והשיקום: שחרור נכסי החברה מהתחייבויות לא יעילות" משפט ועסקים ב 249, 259 (2005).

73 קמחי, לעיל ה"ש 71, בעמ' 428.

74 קידר, לעיל ה"ש 67, בעמ' 710.



תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון

שנקבע מראש על ידי הצדדים.<sup>75</sup> על פי הגישה האמורה, החופש שיינתן לצדדים להתנות על הדין יביא לתוצאות יעילות יותר, שכן ההסדר שהדין קובע מתעלם מנסיבות ספציפיות וקונקרטיות של כל חברה. כלומר, מתן זכות לספקי התשומות של החברה לנהל משא ומתן מוקדם עם החברה בנוגע לתוצאות המשפטיות של הליכי חדלות פירעון יביא להוזלת האשראי, שכן הסדר פרטי הוא יעיל יותר מבחינה כלכלית (לפחות בהיבטי ודאות) מאשר ההסדר הרחב שהדין קובע.<sup>76</sup>

**הגישה החברתית** – על פי גישה זו, דיני חדלות הפירעון מכוונים לספק מענה לכל הפנים של תופעת המצוקה הפיננסית, לרבות הפן הרגשי, הפן הפוליטי-חברתי, הפן המוסרי והפן הכלכלי של התופעה. חדלות הפירעון מחדדת את ניהודי האינטרסים שבין הצדדים המעורבים, ולכן הדין מבקש לספק במה לביטוי האינטרסים והערכים השונים מבלי לבחור באף אחד מהם באופן בלעדי.<sup>77</sup>

התומכים בגישה החברתית, ובעיקר Korobkin, מדגישים את החשיבות של שיקולים חברתיים באירוע של חדלות פירעון.<sup>78</sup> לשיטתם, הכישלון הכולל של החייב לעמוד בתשלום חובותיו מצריך דין מיוחד שיטפל בחלוקת הנטל שנובע מהפסדי החייב וכריע מי יהיו הנושים שיזכו בנכסים ובאיזה סדר עדיפות. על מנת לבצע את ההכרעה הקשה הזו, יש לפנות לשורה של שיקולי מדיניות, שאמורים לכוון את בית המשפט בהכרעתו בכל מקרה ספציפי. בין שיקולי מדיניות אלה, הרצון להגן על נושים חלשים (כגון עובדים או נושים בלתי רצוניים), הרצון להגן על ציבור המשקיעים בחברה, הרצון לעזור לעיר או לקהילה שבה העסק פועל ושיקולים מקרו-כלכליים – כגון שיעור האבטלה, גובה ההכנסות ממיסים ועוד. הגישה החברתית, אפוא, בוחנת את ההשלכות של אירוע חדלות הפירעון מעבר לצדדים הספציפיים של המקרה ומתחשבת בהשלכות הכוללות שעלולות להיגרם כתוצאה מקריסת החברה. מגוון השיקולים הללו אמור, לפי הגישה החברתית, להכתיב תוצאה צודקת ונכונה יותר בסוגיות השונות שעולות במהלך הליך חדלות הפירעון, ובראשן הסוגיה מתי יתאפשר לחברה לפנות להליך שיקום ומתי היא תיאלץ לפנות לפירוק. לפי הגישה החברתית ככל שניתן לשקם את החברה ולהשאירה כעסק חי, רצוי וכדאי לעשות כן. שיקולי המדיניות הרחבים הללו יבואו לידי ביטוי גם בסוגיות נוספות במהלך ההליך.

הגישה החברתית מבקשת להכיר גם באינטרסים חברתיים במסגרת הליך הפירוק וחלוקת המשאבים המצומצמת, תוך הבנה שלדיני חדלות הפירעון מטרות וערכים משתנים. גישה זו מיוצגת על ידי Warren, אשר לדעתה על הדין להביא בחשבון, בגדר חלוקת המשאבים בין הנושים במסגרת חדלות פירעון, שיקולים שונים, כמו למשל מידת הדמיון בין הנושים.<sup>79</sup> לטענתה, כללי חלוקה הוגנים הם כללים הנוהגים מנהג שוויוני בנושים הדומים זה לזה, במבנה

75 חביבסגל, לעיל ה"ש 72, בעמ' 260.

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

77 חביבסגל, לעיל ה"ש 72, בעמ' 263.

78 Donald R. Korobkin, *Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy*, 91 COLUM. L. REV. 717 (1991).

79 Elizabeth Warren, *Bankruptcy Policy*, 54 U. CHI. L. REV. 775, 789 (1987).

העסקה שיצרו עם החברה ואף במעמד החברתי. שיקול נוסף הוא הבטחת עדיפותם המוחלטת של הנושים על פני בעלי המניות. Warren סבורה כי כללי חלוקה הוגנים בפירוק ובשיקום הם כללים המקפידים על קיום עדיפותם המוחלטת של הנושים על פני בעלי המניות. שיקול נוסף שיש להביא בחשבון הוא היכולת היחסית לשאת בעלויות כשל הפירעון. על הדין להיטיב עם נושים שאין להם יכולת לשאת בעלויות חדלות הפירעון, ולהפך.

הביקורת על הגישה החברתית היא שגישה זו קשה ליישום, שכן הערכים החברתיים אינם מתורגמים לערכים כספיים מוגדרים.<sup>80</sup> כמו כן, הגישה החברתית אינה מנתיבה הכרעה משפטית מסוימת, אלא היא משאירה את ההכרעה לשיקול דעתו של בית המשפט בכל מקרה ספציפי. אומנם הגישה מתארת באופן כללי מהם השיקולים שצריך בית המשפט לשקול, אך שיקולים אלה רחבים ויכולים לעיתים אפילו לסתור זה את זה. בית המשפט נדרש להעריך את המשמעות החברתית והציבורית של אירוע חדלות הפירעון בחברה ספציפית, מבלי שיש לו בהכרח את הכלים או הכשירות המוסדית לעשות כן.<sup>81</sup>

המסגרת התאורטית האמורה עד כה מאפשרת לבסס את נקודת המוצא למיפוי המודלים הקיימים לתיאור תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון. נקודת מוצא זו מביאה לידי ביטוי את ההנחה, שתפורט להלן, שניתן לתאר את המעבר בין דיני החברות לבין דיני חדלות הפירעון כמעבר רציף וקוהרנטי.

#### 1. רציפות הדינים – זיהוי דיני החברות ודיני חדלות הפירעון כנמצאים על רצף דינים אחד

אחת מהתאוריות המרכזיות לתיאור החברה ודיני החברות היא התאוריה החוזית.<sup>82</sup> תאוריה זו מסבירה את הקשרים הנובעים מהחברה באמצעות תפיסה חוזית, הרואה בחברה מכשיר מימוני-משפטי,<sup>83</sup> המאגד בתוכו שורה של מערכות יחסים חוזיות – מפורשות ומשתמעות – היוצרות פקעת חוזית.<sup>84</sup>

בהנחה שהתאוריה החוזית היא תאוריה מנומקת ומקובלת לתיאור החברה, הרי שניתן לבסס את הקשר המשפטי להליכי חדלות פירעון כקשר רציף. רציפות זו נובעת מכך, שחדלות הפירעון של החברה מביאה לידי ביטוי את השבר באותה פקעת חוזית, אך היא אינה מבטלת או מאינת אותה כליל. קרי, ככל שניתן לאפיין את החברה כפקעת של חוזים כאשר היא סולוונטית, הרי שניתן לאפיין את החברה חדלת הפירעון כפקעת של חוזים הדורשים התייחסות מחודשת לאור מצבה של החברה. התייחסות מחודשת, אך לא ביטולם המוחלט. כך, למשל, קביעת המדרג בין הנושים קשורה קשר ישיר למערכת החוזית שהתקיימה טרם כניסת החברה

80 האן דיני חדלות פירעון, לעיל ה"ש 57, בעמ' 122.

81 קמחי, לעיל ה"ש 71, בעמ' 425.

82 JONATHAN R. MACEY, CORPORATE GOVERNANCE: PROMISES KEPT, PROMISES BROKEN 22 (2008).

83 EASTERBROOK & FISCHEL, לעיל ה"ש 20, בעמ' 10.

84 Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 310 (1976).

לחדלות פירעון והיא מצריכה בירור והבהרה של אותה מערכת חוזית תוך חלוקה לנושים מובטחים, נושים חוזיים רגילים ונושים נזיקיים.<sup>85</sup> העובדה שהחברה נכנסה למצב של חדלות פירעון אינה מפקיעה את אותה מערכת חוזית, אלא, כאמור, היא מסדירה אותה מחדש, ומכאן שמדובר ברצף הסדרתי המתבטא בדיני החברות ובדיני חדלות הפירעון.

גם הגישה הכלכלית לדיני חדלות הפירעון, שתוארה לעיל, תומכת בטיעון בדבר רציפות ואחידות הדינים. על פי הגישה הכלכלית, דיני חדלות הפירעון נועדו לפתור את בעיות הפעולה המשותפת של הנושים והם בעצם תחליף להסכם היפותטי שהנושים היו מעוניינים לכתוב, אך אינם יכולים.<sup>86</sup> דיני חדלות הפירעון, לפיכך, מבטאים את ההסכם ההיפותטי המשוער שהיה נכרת אילו יכלו השחקנים המעורבים בפעילותה של החברה לנהל משא ומתן. מכאן שהגישה הכלכלית עולה בקנה אחד עם הגישה החוזית שתוארה לעיל, ושתייהן מובילות למסקנה שהסדרת הקשרים של החברה באמצעות מערכת חוזית שתוארה לעיל, היא יעילה, אך כזו הדורשת התערבות במקומות בהם נוצרים כשלי שוק. קרי, הגישה הכלכלית לדיני החברות ולדיני חדלות הפירעון פועלת לפתרון כשל שוק המאופיין בכך שהצדדים פעלו באופן רציונלי מבחינתם, אך בכל זאת החוזים שנכרתו ביניהם ללא התערבות המחוקק אינם ממקסמים את רווחתם.<sup>87</sup> גישה זו עולה גם בקנה אחד עם הגישה הכלכלית המאוחרת והרואה בדיני חדלות פירעון דינים אשר צריכים להיות קרובים ככל הניתן למה שהצדדים היו מסכימים עליו.<sup>88</sup> קרי, גם הגישה הכלכלית המאוחרת מסתמכת על טיעון חוזי לתיאור החברה, ולפיכך היא עולה בקנה אחד עם הטיעון בדבר רצף הדינים.

טעם נוסף לכך שיש לראות במעבר כרציף וקוהרנטי ניתן למצוא בשאיפה של דיני החברות לספק מענה לבעיית הנציג, שהיא הבסיס לפיקוח המבני והשיפוטי הקיים בחוק החברות.<sup>89</sup> בעיית הנציג בחברה היא בעיה אינהרנטית והיא באה לידי ביטוי בכמה מישורים, כאשר מישור עיקרי נוגע לבעיית הנציג בין בעלי המניות לנושים.<sup>90</sup> תמצית הבעיה היא, שבעוד לנושים יש אינטרס שהחברה תאמץ דרך פעולה שמרנית שתבטיח את יכולת הפירעון של החברה, הרי שלבעלי המניות יש אינטרס לנקוט דרך פעולה המגדילה את הסיכוי לרווח, אך גם את הסיכון. במקרה כזה, הרי שלאור האישיות המשפטית הנפרדת של החברה והאחריות המוגבלת של בעלי המניות, הסיכון יוטל על הנושים, אך הרווח הוא של בעלי המניות.<sup>91</sup> בעיית הנציג האמורה מתחדדת כאשר החברה מצויה באזור חדלות הפירעון: בתקופה זו אינטרס הנושים

85 להבחנה בין סוגי הנושים ראו אודליה מינס "טשטוש הגבולות בין קניין לחיוב בהליכי חדלות פירעון" ספר דנציגר 257, 267 (לימור זרגוטמן ועידו באום עורכים, 2019); האן דיני חדלות פירעון, לעיל ה"ש 57, בעמ' 54-67.

86 קמחי, לעיל ה"ש 71, בעמ' 428, 432.

87 אוריאל פרוקצ'יה "זה חוזה? זה חפץ? זה חוק! תרומתה הקונסטרוקטיבית של הכלכלה לערפול מושגיהיסוד במשפט" משפטים יח 395, 409-410 (1988).

88 Charles W. Mooney Jr., *A Normative Theory of Bankruptcy Law: Bankruptcy as (is) Civil Procedure*, 61 WASH. & LEE L. REV. 931 (2004).

89 עדי אייל "השימוש הציבורי בדיני התאגידים: הריכוזיות במשק ושכר הבכירים כסוכני-שינוי" דין ודברים ז 31, 34 (2012).

90 גושן, לעיל ה"ש 19, בעמ' 263-265.

91 גבע, לעיל ה"ש 2, בעמ' 210-221.

להבטחת חובם מתעצם, אך מאידך, המשך ניהול החברה לטובת בעלי מניותיה מתמרץ את המנהלים ליטול סיכונים מוגברים, שהתממשותם היא כניסה ודאית לחדלות פירעון.<sup>92</sup> דיני החברות אמורים לספק מענה לבעיית הנציג בכללותה, ומכאן שאך טבעי הוא שדיני חדלות פירעון ימשיכו את מתן המענה לבעיה זו. קרי, הרצף בין הדינים מאפשר מתן מענה שלם ומתמשך לבעיית הנציג – הן כאשר החברה סולוונטית והן כאשר החברה חדלת פירעון. נגזרת של בעיית הנציג, המעידה גם היא על רציפות הדינים, היא ההסדרה המקבילה לסוגיית אחריות נושאי המשרה לחדלות פירעונה של החברה. אומנם, חוק חדל"פ קובע הוראות ספציפיות בסוגיה זו, אך הסטנדרטים לבחינת פעילותם של נושאי המשרה הם הסטנדרטים האמורים בחוק החברות,<sup>93</sup> למעט הסטנדרט הקבוע בסעיף 288 לחוק חדל"פ.<sup>94</sup> קרי, המחוקק הישראלי רואה בדיני החברות ובדיני חדלות הפירעון כמקור שאמור להכווין את פעילות החברה אקס-אנטה והוא כבר קבע מבחינה נורמטיבית שישנו קשר רציף בין הדינים. בהקשר לכך, בכמה מחקרים נמצא שישנו קשר בין הממשל התאגידי של החברה כאשר היא סולוונטית לבין כניסת החברה לחדלות פירעון, כך שההוראות הקבועות בקשר לממשל התאגידי כאשר החברה סולוונטית הן בעלות נפקות גם כאשר החברה חדלת פירעון.<sup>95</sup> יתרה מזו, אייל ובוקשפן טוענים, תוך שהם מתבססים על ממצאים אמפיריים, שחוק החברות אינו נותן תמונה מדויקת של חובותיהם של נושאי המשרה ושל תכליתם של דיני החברות.<sup>96</sup> קרי, אייל ובוקשפן טוענים, על בסיס ממצאים אמפיריים, שדיני החברות אינם ניוונים רק מחוק החברות, אלא גם מחוקים חיצוניים, ובמיוחד בכל הקשור לאחת מהשאלות המרכזיות בדיני החברות, שאלת אחריותם של נושאי המשרה.<sup>97</sup> משמעות הדברים, שהטענה בדבר רציפות הדינים עולה בקנה אחד עם הממצאים האמפיריים של אייל ובוקשפן, שכן נמצא

- 92 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, 140 (2007). לדוגמה הממחישה דה-פקטו את בעיית הנציג בחדלות פירעון ראו חדל"ת (מחוזי ת"א) 17156-10-19 א. דורי בניה בע"מ נ' הממונה לענייני חדלות פירעון מחוז תל-אביב (פורסם בנבו, 27.10.2019). באותו מקרה, בעל המניות הצהיר שרק ככל שיקבלו את הצעתו להסדר נושים, הוא יפעל ויסייע לשיקום החברה.
- 93 אחריות נושאי המשרה בחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי קבועה בס' 289–292 לחוק החברות, המפנים לחובת הזהירות והאמונים כפי שקבועה בס' 252–254 לחוק החברות.
- 94 האחריות הקבועה בס' 288 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי אינה מצויה בחוק החברות. דוד האן "אבני נגף בדין התאגידי: אחריות נושאי משרה – בין חוק החברות לחוק חדלות פירעון" עיוני משפט מג 1 (צפוי להתפרסם ב-2020) (להלן: האן "אחריות נושאי משרה").
- 95 Bruno Funchal, Fernando Caio Galdi & Alessandro Broedel Lopes, *Interactions between Corporate Governance, Bankruptcy Law and Firms' Debt Financing: The Brazilian Case*, 5 BRAZ. ADM. REV. 245 (2008); Fathi Elloumi & Jean-Pierre Gueyie, *Financical Distress and Corporate Governance: an Empirical Analysis*, 1 CORP. GOVERN. 15, 15–23 (2001)
- 96 עלי בוקשפן ועדי אייל "אלמנות ויתומים בדיני החברות – עשרים שנה אחרי" הכנס השנתי של כתב העת משפט ועסקים בנושא: "תרבות, משפט וכלכלה – במלאות שבעים לפרופ' אוריאל פרוקצ'יה" (20.3.2014). לתקציר ראו <http://portal.idc.ac.il/he/lawreview/conferences/documents/2014-ayal+bukspan.pdf>.
- 97 שם. בוקשפן ואייל מצאו ש-10% מכלל החיקוקים במדינת ישראל מטילים אחריות אישית על נושאי משרה.

תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון

על ידם שחוק החברות אינו המקור הנורמטיבי היחיד המסדיר את דיני החברות. קרי, לכך שתכלית החברה עשויה להיקבע בחוק חדל"פ, ולא רק בחוק החברות, ישנו עיגון אמפירי. הנימוקים התאורטיים לרצף הדינים האמורים עולים גם בקנה אחד עם נימוקים מעשיים. בכלל זה, שראוי ויעיל לאחד את הערכאה המשפטית המטפלת בסוגיות כלכליות מסוימות כאשר החברה היא סולוונטית עם הערכאה המשפטית המטפלת בחדלות פירעונה של החברה,<sup>98</sup> כאשר יש הסבורים שיש לאחד את הטיפול תחת המחלקה הכלכלית.<sup>99</sup>

דיני החברות ודיני חדלות הפירעון ניתנים לפיכך להתייחסות רציפה. רצף זה מלמד שהפרדה וניתוק בעניין תכלית החברה כאשר היא סולוונטית וכאשר היא חדלת פירעון, אינו מדויק. למעשה, ההתייחסות אל החברה צריכה להיות על ציר אחד ארוך, שמסתיים עם חיסולה של החברה, כאשר על ציר זה תכליות החברה צריכות להשתלב זו בזו, לשקף עקרונות זהים ולייצר אמות מידה אחידות. העובדה שהחברה נכנסה לחדלות פירעון פורמלית אינה אמורה לשנות את הנחות היסוד העומדות בבסיסה, ובוודאי כאשר החברה רק מצויה באזור חדלות הפירעון, כאשר חדלות פירעונה היא משוערת בלבד. בהקשר של מאמר זה, הרי שיש בכך נימוק לרצף בין המודלים השונים, ובפרט למעבר בין מודל החברה למודל קיימות החברה.

2. הפונקציה עליה מוטלות החובה והאחריות לממש את תכלית החברה בחדלות פירעון

במודלים שיתוארו להלן תעלה גם השאלה על מי מוטלות החובה והאחריות למימוש אותה תכלית. כאשר החברה היא סולוונטית, התשובה לשאלה זו היא ברורה, והיא שהאחריות מוטלת על נושאי המשרה של החברה, וזאת בהתאם לעקרונות היסוד של המשטר התאגידי והדין.<sup>100</sup> ברם, כאשר החברה נעה על ציר חדלות הפירעון, התשובה אינה חד ערכית והיא אינה זהה למצב בו החברה הייתה סולוונטית.

השינוי האמור נובע מכך שכאשר נפתח הליך חדלות פירעון פורמלי, מסתיים שלטונם של המוסדות והאורגנים בחברה. בית המשפט ממנה בעל תפקיד ליישום הליכי חדלות הפירעון של החברה, שתפקידו לפעול לפירוק החברה או לשיקומה הכלכלי תוך העברת מלוא הסמכויות הנתונות לאורגנים של החברה ולנושאי המשרה אליו.<sup>101</sup> המשמעות היא שמשעה שניתן צו פתיחת הליכים והחברה נכנסת להליך חדלות פירעון פורמלי, החובה והאחריות למימוש התכלית עוברים לבעל התפקיד שהתמנה.<sup>102</sup>

98 אודליה מינס ודב סולומון "המחלקה הכלכלית וחדלות פירעון – עת לאחד" משפטים מז 823 (2018). יצוין שטיעון רציפות הדינים נטען על ידי מינס וסולומון במאמרם בצורה מלאה, קוהרנטית ומשכנעת. ראו שם, בעמ' 834–843.

99 שם. למחלקה הכלכלית יש סמכות עניינית ייחודית לדון בעניין כלכלי כמשמעותו בס' 42 לחוק בתי המשפט [נוסח משולב], התשמ"ד–1984, למעט החריגים המנויים בחוק.

100 ס' 48, 252–254 לחוק החברות; האן "אחריות נושאי משרה", לעיל ה"ש 94, בעמ' 5; פרק (מחוזי ת"א) 15-01-3421 בעל תפקיד למיצוי זכויות של החברה הנושים נ' סדן (פורסם בנבו, 17.12.2016).

101 ס' 25, 42–43 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי. החוק נוקט מושג "נאמן", אך מאמר זה נוקט מושג "בעל תפקיד".

102 בעניין חובות האמון שחב בעל התפקיד כלפי בית המשפט וכלפי החברה ונושיה ראו רע"א 7160/06 חנית וביטחון בע"מ נ' גולדנברג (פורסם בנבו, 26.3.2007).

ברם, הקביעה שבעל התפקיד הוא הגורם האחראי למימוש התכלית אינה מוחלטת, שכן על פי הדין בעל התפקיד פועל מטעם בית המשפט וכפוף להוראותיו.<sup>103</sup> קרי, משלב שבו החברה מצויה בהליך חדלות פירעון פורמלי, בית המשפט הוא זה שמושל בהליך והוא זה שפוסק בעניינים המשפטיים המהותיים בקשר לחברה ולחדלות פירעונה. לפיכך, נראה שדווקא בית המשפט הוא הגורם עליו מוטלת החובה למימוש תכלית החברה בשלב חדלות הפירעון. ודוק, מדובר בחובה עקרונית במשמעותה כ"מצפן" שלפיו יפסוק בית המשפט, ולא בחובה ספציפית המטילה על בית המשפט אחריות,<sup>104</sup> או מטילה על המדינה אחריות שילווחית כלפי השופטים ובית המשפט.<sup>105</sup> כך, בית המשפט אינו יכול אופרטיבית לעסוק במאות ההחלטות התפעוליות והיומיומיות לגבי חברה המצויה בהליך חדלות פירעון.

לפיכך, נראה שהחובה מוטלת על שילובם של הגורמים, קרי על בעל התפקיד ועל בית המשפט גם יחד. אשר על כן, ולמען הנוחות הדיונית, במודלים שיתוארו להלן, הגורם הנושא בחובה ובאחריות למימוש תכלית החברה בחדלות פירעון יקרא בשם "בעל תפקיד", אך הכוונה היא שהוא מתייחס לנאמן כהגדרתו בחוק חדלות פירעון וגם לבית המשפט. יצוין שגורם זה כולל גם את המקרים בהם לא מתמנה בעל תפקיד חיצוני לחברה, אלא נושאי המשרה של החברה נשארים בתפקידם,<sup>106</sup> וזאת מתוך הנחה שגם במקרים אלה ניתן להטיל את החובה והאחריות על נושאי המשרה, שכן הם מפקחים על ידי בית המשפט, והזכות להביא לאסקלציה בהליך הננקט באופן שיתמנה בעל תפקיד חיצוני לחברה, נשמרת בידי הנושים.

## ג. המודלים הקיימים לתיאור תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון

### 1. מודל הנושים

שטרן מתאר שכאשר הוא מציג את השאלה הבסיסית "לטובת מי החברה אמורה לפעול?" לתלמידי שנה א' בפקולטה למשפטים, התשובה האינטואיטיבית של אותם תלמידים היא לטובת בעלי המניות,<sup>107</sup> ובכך הם מכוונים למודל בעלי המניות. על משקל שאלה זו נראה שהתשובה האינטואיטיבית לשאלה מהי מטרת החברה בחדלות פירעון תהיה השאת האינטרס

103 ס' 42 ו-44 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי.

104 ס' 8 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש], נ"ח התשכ"ח 266.

105 ס' 2 לחוק-יסוד: השפיטה; ת"א (שלום ראשל"צ) 3568/06 שטרצר נ' בנק ירושלים סניף תל אביב, פס' 3 לפסק הדין (פורסם בנבו, 19.3.2007).

106 חוק חדלות הפירעון האמריקאי קיימת חלופה משפטית לפיה הנהלת החברה מוסיפה לשלוט בחברה (Debtor-in-Possession) ראו (2019) §§ 1101–1195 Bankruptcy Act, 11 U.S.C. בישראל, ברירת המחל בהליך חדלות פירעון פורמלי היא מינוי נאמן חיצוני לחברה. עם זאת, ניתן לזהות בחוק מקרים שבהם נראה שהמחוקק הישראלי התייחס מבחינה רעיונית לדגם האמריקאי ולכך שניתן לגבש תוכנית לשיקום כלכלי ללא מינוי בעל תפקיד כלל (להבדיל ממינוי נושא משרה כבעל תפקיד לצד מינוי בעל תפקיד חיצוני, כאמור בס' 36 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי). הוראות אלה מצויות בפרק ד' לחלק י' לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי – "הסדר חוב שלא במסגרת צו לפתיחת הליכים". המשמעות היא שגם בדין הישראלי ישנו מצב שבו חברה מצויה בסביבת חדלות פירעון, ואין מתמנה לה נאמן.

107 שטרן "החברה כאישיות משפטית", לעיל ה"ש 10, בעמ' 289.

המצרפי של הנושים, המגולם בהשאת החזר חובם. לתשובה אינטואיטיבית זו הנמקה כלכלית המתבססת על התאוריה החוזית, שלפיה הכלל המשפטי היעיל ביותר הוא זה שמושא הערך שלו מתמקד בבעל התביעה השיורית כלפי החברה. כלל זה הוא היעיל ביותר שכן אגב ההתמקדות בבעל התביעה השיורית, מובטח גם הסיכוי המרבי לסיפוק יתר התביעות כלפי החברה.<sup>108</sup> משמע, על מנת לקבוע את תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון, יש לזהות את קבוצת העניין התאגידיית בעלת התביעה השיורית.

ככלל, קבוצת העניין התאגידיית בעלת הזכות השיורית כאשר החברה היא חדלת פירעון היא קבוצת הנושים, שכן בחדלות פירעון שווי החובות של החברה גבוה משווי נכסיה ו/או ערכה של זכותם השיורית של בעלי מניותיה בתזרים המזומנים שאותו החברה מייצרת הוא שלילי או, לכל היותר, אפסי. במילים אחרות, הפסד נוסף של החברה לא יגדיל את ההפסד של בעלי המניות, משום שבמצב של חדלות פירעון ערך המניות שברשותם הוא חסר ערך, שווי המניות שבידם מתאפס,<sup>109</sup> ועקרון האחיות המשפטית המוגבלת מגן עליהם. כלומר, להוציא נסיבות חריגות, בעלי המניות לא ייאלצו לשלם יותר בגין הפסדים נוספים.<sup>110</sup> לפיכך, התממשות הסיכון הטמון בהחלטותיהם העסקיות של מנהלי החברה מושת על הנושים, בעוד שמסיכויי ההצלחה הקלושים ייהנו בעלי מניותיה בלבד. הנושים נהפכים, אפוא, לבעלי הזכות לרווח השיורי, שכן הם יקבלו את יתרת הנכסים שיישאו בחברה לאחר שזו תשלם את חובותיה לנושים שנמצאים בעדיפות גבוהה יותר. המשמעות היא שבמצב של חדלות פירעון, העניין השיורי בנכסי החברה ובהכנסותיה הוא של הנושים, הם אלה שזכאים לרווח השיורי משל היו בעלי המניות,<sup>111</sup> הם הופכים להיות בעלי החברה מבחינה רעיונית ובפועל הם אלה אשר עומדים במרכז ההתעניינות.<sup>112</sup>

השאלה המתבקשת, מנקודת מוצא זו, היא מהו האינטרס המצרפי של הנושים אותו יש להשיא. על פניו, נראה שהאינטרס המצרפי של הנושים אותו יש להשיא הוא החזר החוב כלפיהם, שכן הנושים נתפסים כבעלי העדפה אחידה שכל מבוקשם הוא פירעון החובות כלפיהם, ובהקדם האפשרי.<sup>113</sup> מבחינת הנושים עומדת לזכותם תביעה משפטית לקבלת סכום כספי, הנובע מהתקשרותם עם החברה, ואת הזכות הזאת הם מבקשים למקסם ולמצות. גם על פי הגישה הכלכלית לתכלית דיני חדלות הפירעון שתוארה בפרק ב' לעיל, מקסום החזר החוב הוא הכלל היעיל שאותו יש לקדם, שכן השאת הפירעון לנושים תמנע את בעיית "המאגר

108 ההנמקה מדוע ההתמקדות בבעל התביעה השיורית היא הכלל היעיל ביותר מפורטת במסגרת פרק ב' – מודל בעלי המניות.

109 פרק (מחוזי ת"א) 31184-03-15 מפרק זמני של מטרת מיזוג חברות בע"מ (בפירוק זמני) נ' אפסווינג קפיטל בע"מ, פס' 16 לפסק הדין (פורסם בנבו, 31.5.2015): "הרציונל הוא שממילא, בהליכי פירוק, מתאפס שווי המניות שבידי בעלי המניות, ולכן התנגדות של בעלי מניות להסדר לפיו יועברו המניות לצד שלישי לתועלתם של הנושים, תיחשב כנגועה בחוסר תום לב".

110 קמחי, לעיל ה"ש 71, בעמ' 450.

111 אסף חמדני ויוסף קלמנוביץ' "הבראה ללא הקפאה: הצעה למשטר חדש להסדרי חוב באג"ח סחירות" משפט ועסקים כ 247, 289 (2017).

112 צפורה כהן ולאה פסרמן-יוזפוב "פירוק, הבראה, הסדר נושים – חשיפה של נושאי משרה לאחריות במסלולים השונים" ספר גרוס – מחקרים דיניי חברות ומשפט עסקי 291, 293 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015).

113 האן דיני חדלות פירעון, לעיל ה"ש 57, בעמ' 6-7.

המשותף" (הגישה הכלכלית המוקדמת) ותביא להזלת מחירי האשראי במשק (הגישה הכלכלית המאוחרת), ולפיכך הפעילות המשקית הכללית תגבר.<sup>114</sup> מכאן שקו הטיעון האמור מסתכם בכך שהנושים הם בעלי התביעה השיורית; יעיל להשיא את עניינם של הנושים; והשאת החזר החוב של הנושים היא הכלל היעיל מבחינה כלכלית שכן היא מסדירה את בעיית "המאגר המשותף" ומוזילה את עלויות האשראי והמימון. לפיכך, תכלית החברה בחדלות פירעון היא מקסום החזר החוב של החברה כלפי הנושים (לעיל ולהלן: מודל הנושים). פועל יוצא, שמודל הנושים הוא המשכו הישיר של מודל בעלי המניות, שכן מודלים אלה מזהים את הכלל היעיל ככזה המשיא את בעלי התביעה השיוריות – בעלי המניות כשהחברה סולוונטית והנושים כשהחברה חדלת פירעון. איור 1 מתאר את המעבר ממודל בעלי המניות למודל הנושים:

איור 1: המעבר ממודל בעלי המניות למודל הנושים



ניתוח מודל הנושים מעלה כי הוא חשוף לביקורות מגוונות ומהותיות. בתמצית, הביקורות מתרכזות בכך שאין כל ודאות שהנושים הם בעלי זכות התביעה השיורית, שכן ישנו חוסר ודאות אינהרנטי בהגדרה של מצב חדלות פירעון ועומקה של חדלות הפירעון. לפיכך, אין ודאות שהנושים הם בעלי זכות התביעה השיורית ואין ודאות מי מהנושים הוא בעל זכות

Alan Schwartz, *A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, 107 YALE L.J. 1807, 114 1812–1814 (1998).



תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון

התביעה השיורית.<sup>115</sup> כמו כן, הנושים אינם בעלי מרקם אחיד, הם בעלי מגוון העדפות, ואין כל ודאות שהאינטרס המצרפי שלהם הוא השאת החזר חוב. ליתר דיוק, הנושים שונים זה מזה בפרמטרים רבים, ובין היתר, במעמד החוב שלהם, בעילות התביעה ובתמריצים הגורמים להם לפעול. ההנחה האינטואיטיבית שכל רצונם של הנושים הוא פירעון חובות, בהקדם האפשרי, אינה ישימה, ולעיתים הנושים נבדלים זה מזה בהעדפותיהם עד כדי התנגשות חזיתית ביניהם.<sup>116</sup> כך, אפילו בנקודת המוצא לגבי השאלה האם לאפשר הליך הבראה או הליך פירוק כאשר שווי החברה (וכתוצאה מכך, החזר החוב לנושים) בהבראה עולה על שוויה או על החזר החוב הצפוי לנושים בפירוק, מבחינים בהעדפות שונות בין הנושים, ובעיקר בין הנושים המובטחים לנושים הבלתי מובטחים.<sup>117</sup> גם כאשר ליעד היעילות הכלכלית נמתחה ביקורת, ולפיה אין כל ודאות שהשאת החזר החוב לנושים תביא דווקא להוזלת גיוס ההון, שכן עלויות גיוס ההון אינן נגזרות רק מהעלויות של גיוס האשראי, אלא גם מגורמים אחרים, קרי הוזלת גיוס האשראי לא תביא בהכרח להוזלת גיוס ההון.<sup>118</sup>

## 2. המודל החברתי

על פי מודל זה, תכליתה של החברה על ציר חדלות הפירעון היא השאת החזר החוב לנושים, וזאת לצד התחשבות, כזו או אחרת, באינטרסים נוספים של יתרת בעלי העניין בחברה, כך שלצד יעד היעילות הכלכלית ניצבים יעדים חברתיים שונים.<sup>119</sup> קרי, אומנם, הנושים מושפעים יותר מאחרים עקב חדלות פירעונה של החברה ולכן הם ראשוניים בין שווים, אבל גם כל בעלי העניין האחרים (בעלי המניות, הקהילה והמדינה) מושפעים מכך, ויש להביא את עניינם במכלול השיקולים כאשר נערך דיון לגבי הפעולות הנדרשות עקב חדלות הפירעון של החברה (לעיל ולהלן: המודל החברתי). בתנועה על ציר חדלות הפירעון, המשמעות של המודל החברתי היא שחובת האמונים והזהירות של בעל התפקיד היא כלפי בעלי העניין, ולא רק עבור קבוצת הנושים.<sup>120</sup> תוכנה של חובה זו תנוע בהתאם לרמת ההתחשבות באינטרסים של יתרת בעלי העניין.

115 האן דיני חדלות פירעון, לעיל ה"ש 57, בעמ' 4-5. המחשה לבעייתיות לגבי היכולת לקבוע חדלות פירעון, וכתוצאה מכך לזהות מיהו הגורם השיורי בחברה, ניתן למצוא בעניין אי.די.בי., לעיל ה"ש 60 ולהחלטת בית המשפט באותו עניין בפרק (מחוזי ת"א) 36681-04-13 אי די בי חברה לפיתוח בע"מ נ' אי די בי חברה לאחזקות בע"מ (פורסם בנבו, 30.4.2013). באותו מקרה הומצאו לבית המשפט כמה הערכות שווי, משלושה גורמים שונים, אשר כל אחת מהן קבעה שווי אחר לחברת אי.די.בי. פיתוח. הערכות השווי שיקפו פער עצום של 4.85 מיליארד ש"ח בין הערכת השווי הגבוהה להערכת השווי הנמוכה והן מדגימות את הקושי בזיהוי הגורם השיורי ובהסתמכות בית המשפט על הערכות שווי לעניין קביעת חדלות פירעון.

116 האן דיני חדלות פירעון, לעיל ה"ש 57, בעמ' 6-12.

117 דוגמה להעדפות שונות בין נושים ראו פרק (מחוזי ת"א) 11478-06-13 אי.די.בי חברה לאחזקות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, 17.12.2013).

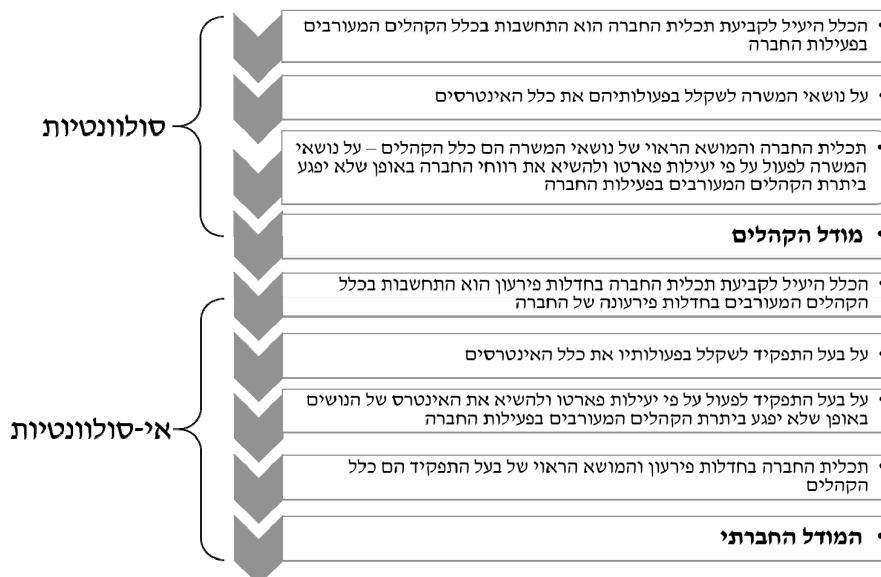
118 האן דיני חדלות פירעון, לעיל ה"ש 57, בעמ' 105-107.

119 Warren, לעיל ה"ש 79, בעמ' 789.

120 חובת האמונים והזהירות לכלל בעלי העניין בתנועה על ציר חדלות הפירעון נגזרת ממודל בעלי העניין כאשר החברה היא סלוונטית. ראו Morey W. McDaniel, *Stockholders and*

ההבחנה, לפיכך, בין מודל הנושים למודל החברתי היא ברורה והיא נובעת מהחובה המוטלת על בעל התפקיד ורף ההתנהגות המיוחס לו. במודל החברתי, כבר במדרגה הראשונה, ישנו איסור על פעולה שתוצאתה היא השאת עניינם של הנושים על חשבון פגיעה באינטרסים של שאר בעלי העניין, וזאת בניגוד למודל הנושים, שבו החובה המוטלת על בעל התפקיד היא להשיא את האינטרס המצרפי של הנושים, ואילו במדרגה השנייה, ישנו איסור על פעולה שתוצאתה אינה מתחלקת בין כלל בעלי העניין. בהמשך לתפיסה המציעה לראות בדיני החברות ודיני חדלות הפירעון כרצף אחד, הרי שניתן לזהות את המקור למודל החברתי במודל בעלי העניין, שכן שני המודלים מביאים לידי ביטוי שיקולים מסדר חברתי כאשר באים לבחון את תכליתה של החברה. איור 2 מתאר את המעבר ממודל בעלי העניין למודל החברתי כפי שתואר לעיל.

איור 2 : המעבר ממודל בעלי העניין למודל החברתי



הביקורת על המודל החברתי נובעת מכך שעל פי מודל זה, בעל התפקיד הוא שלוח של כלל בעלי העניין, ובנפרד. ודוק, אם מודל הנושים, אשר מתחשב רק באינטרסים של הנושים, סובל מחוסר הומוגניות, בין היתר, לאור כך שהנושים אינם בעלי מרקם אחיד ובעלי העדפות מנוגדות, הרי שקל וחומר שהמודל החברתי, המבקש להתייחס לכלל בעלי העניין, אינו יכול להיות ברור והומוגני. הביקורת האמורה מקבלת גם ביטוי בריבוי הנאמנויות אשר מודל זה מציב עבור בעל התפקיד, המונע ממנו, הלכה למעשה, לתפקד באופן יעיל. לכאורה כל מה

Stakeholders, 21 STETSON L. REV. 121, 136–137 (1991); גבע, לעיל ה"ש 2, דן בקשר שבין המצב הכלכלי של החברה לבין חובת הזהירות.

שנדרש הוא שבעל התפקיד יימנע מפגיעה באינטרסים של יתרת בעלי העניין בכואו לבצע פעולה המשיאה את האינטרס המצרפי של הנושים, ולכן זו דרישה בעלת תוכן מדיד וניתנת לפיקוח. ברם, לכל פעולה שבעל התפקיד עושה יש תוצאות לוואי רבות, כאשר חלק ניכר מתוצאות הפעולות כלל אינו ניתן להערכה במועד ביצוען, כך שבמשטר משפטי כזה בעל התפקיד עלול להיות חשוף לתביעות רבות בגין פגיעה באינטרסים של בעל עניין זה או אחר. זאת ועוד, על פי המודל החברתי, פעולת בעל התפקיד אמורה להשיא את עניינם של כלל בעלי העניין, אך יש קושי במציאת מדד ברור ואחיד שעל פיו תיקבע חלוקת העודפים מפעולות אלה. המצפן שהמודל החברתי מציע מתייחס לעיתים להשאת הערך לנושים, אך לעיתים הוא מתעלם מאינטרס זה או משקללו באופן אחר לטובת בעלי המניות, הלקוחות ובעלי עניין אחרים. מכאן, שהמודל החברתי מציג גישה אקראית, בלתי צפויה וללא מדיניות מגובשת. בנוסף, עולה הסוגיה האם ראוי ששיקולים חברתיים ומקרו־כלכליים יבואו לידי ביטוי דווקא בהליך חדלות הפירעון, ולא במוסדות ובדינים חיצוניים,<sup>121</sup> ושהמודל החברתי פוגע בצמיחה הכלכלית הכללית שכן הוא מונע את הוזלת האשראי, כך שבסופו של דבר, מניעת השאת הערך לנושים כאינטרס עליון פוגעת דווקא ביתרת בעלי העניין בחברה.<sup>122</sup>

### 3. הדין הישראלי ביחס למודלים הקיימים

דומה שהדין הישראלי אינו מספק הכרעה חד משמעית איזה מן הגישות והמודלים עדיף. כך, ניתן למצוא באותם מקורות תימוכין לכך שהדין הישראלי מצדד בגישה החברתית ובמודל החברתי ותימוכין לכך שהדין הישראלי נגזר מהגישה הכלכלית ופועל על פי מודל הנושים. באשר לתימוכין אשר לפיהם ניתן ללמוד שהדין הישראלי מבכר את הגישה החברתית, הרי שהמקור הראשון הוא שבפסיקה נקבע באופן עקבי כי יש לתת עדיפות להליך של שיקום חברה על פני פירוקה.<sup>123</sup> קרי, מתן עדיפות לשיקום על פני פירוק מלמד שבשעה שבית המשפט בוחן את מצב הדברים לגבי חברה המצויה בחדלות פירעון, הוא מביא בשיקוליו לא רק את השיקול של השאת החזר החוב לנושים, אלא גם שיקולים נוספים מסדר חברתי. יתרה מזו, ישנם מקרים אשר בהם על אף שברור לבית המשפט שאין תוחלת והצדקה כלכלית להקפאת הליכים, נעתר בית המשפט לבקשת החברה ומאפשר לה להיכנס להליכי הבראה. המדובר במקרים אשר בהם בית המשפט מתרשם שלהצלת החברה ישנן נפקויות רבות ומהותיות החורגות משיקולים כלכליים. לדוגמה, גופים בעלי חשיבות ציבורית, כגון מוסדות להשכלה גבוהה,<sup>124</sup> גופים

Christopher W. Frost, *Bankruptcy Redistributive Policies and the Limits of the Judicial Process*, 74 N.C.L. REV. 75 (1995) 121

האן דיני חדלות פירעון, לעיל ה"ש 57, בעמ' 126. 122

ראו ע"א 673/87 סאלח נ' מפרק פרץ את איסר חברה לבנין והשקעות בע"מ, פ"ד מג(3) 57, 67–68 (1989); רע"א 6418/93 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' כונס נכסים ומנהל של החברות, פ"ד מט(2) 685, 695–696 (1995); ע"א 6010/99 המנהל המיוחד של חברת תבור תעשיות שיש בע"מ (בפירוק) נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד נו(1) 397, 385 (2001); ע"א 10233/04 עיריית יהוד נ' י' ר' א' ב' שירותי נוי 1985 בע"מ, פ"ד ס(4) 254 (2006); ע"א 4409/08 אלישיוב נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, 14.11.2010). 123

רע"א 8128/05 ישיבת בני-עקיבא נחלים, נחל יצחק נ' רשם העמותות (פורסם בנבו, 30.8.2005). 124

המספקים שירות לציבור רחב,<sup>125</sup> או גופים אשר קריסתם עשויה להביא לתגובת שרשרת רחבה של קריסות של גופים סולוונטיים אחרים.<sup>126</sup> תימוכין נוספים להעדפת המודל החברתי ניתן למצוא בחוק חדל"פ ובדברי ההסבר לו. עיון בסעיף 1 לחוק חדל"פ מעלה שהמחוקק קובע שהמטרה הראשונה של הדין היא שיקום וכי המטרה השנייה היא השאת שיעור החוב שייפרע לנושים. שימוש בכלי הפרשני של סדר המילים באותו סעיף חוק יכול ללמד שהמחוקק ביקש לקבוע שהמטרה של שיקום גוברת על המטרה של השאת החזר החוב לנושים.<sup>127</sup> כלומר, בכך שהמחוקק קובע שהמטרה הראשונה של החוק היא שיקום, הוא מביע את דעתו ולפיה מדובר במטרה חשובה יותר מהשאת החזר החוב לנושים. גם אם אין בסדר הופעת המטרות בכדי ללמד על סדר חשיבותן, הרי שישנה קביעה פוזיטיבית בחוק, הנתמכת בדברי ההסבר להצעת החוק,<sup>128</sup> שמטרת החוק היא להביא לשיקומו הכלכלי של החייב, שכן שיקומו הכלכלי של החייב משרת את טובת הנושים, אך הוא נועד גם למימוש תכליות רחבות יותר. קרי, המחוקק קבע קביעה פוזיטיבית העולה עם הגישה החברתית.

החוק אף מעגן את השינוי התפיסתי לפיו אירוע חדלות פירעון אינו עוולה או פגם מוסרי, אלא "רע הכרחי" הנובע מהתפתחותו ושכלולו של שוק האשראי כאשר השימוש באשראי מהווה חלק בלתי נפרד מחיי הכלכלה.<sup>129</sup> לכן, מנקודת המבט של החוק, הליכי חדלות הפירעון המתוארים בו אינם בבחינת כלי עונשי שתכליתו להרתיע או להעניש, אלא הליכים שנועדו להסדיר כשל אשראי הנובע ממהלך העסקים הרגיל. משמע, התפיסה הכללית של החוק היא מוטה שיקום, ובאיוון בין המטרות היא עדיפה. תפיסה זו באה גם לידי ביטוי בכמה הוראות ספציפיות שהתווספו או תוקנו בחוק חדל"פ, ובכלל זה ההוראות אשר מקלות על הפעלת החברה בתקופת ההבראה ועד גיבוש הסדר נושים.<sup>130</sup> הנה כי כן, לכאורה שאלת תכלית דיני חדלות הפירעון במשפט הישראלי הוכרעה לטובת הגישה החברתית.

125 פש"ר (מחוזי ת"א) 1361/02 הנאמן על קבוצת תבל נ' תבל תשדורת בינלאומית לישראל בע"מ (פורסם בנבו, 3.2.2003); פרק (מחוזי י-ם) 14554-02-14 הסתדרות מדיצינית הדסה נ' Hadassah Women's Organization of America Inc (פורסם בנבו, 11.2.2014).

126 פש"ר (מחוזי ת"א) 1700/05 חוק החברות, התשנ"ט-1999 נ' קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ (פורסם בנבו, 13.7.2005); ורדה אלשיך וגדעון אורבך הקפאת הליכים: הלכה למעשה 68 (מהדורה שנייה, טובה אולשטיין עורכת, 2010).

127 ב"ש (מחוזי י-ם) 4301/08 ברקו נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 23.7.2008).

128 דברי הסבר להצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ו-2016, ה"ח הממשלה 1027.

129 תזכיר חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ה-2015, 124 www.justice.gov.il/Units/RasutHataagidim/units/RashamHachvarot/Documents/Tazkir2015.doc.

130 בין היתר, ביטול התנאי לפיו בכפיית הסדר נושים תמכו בהצעה מצביעים המחזיקים במצטבר יותר ממחצית מכוח ההצבעה בכל האספות לפי ס' 87 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי; הגבלות לעניין השעבוד הצף כך שהוא יחול רק על נכסים במועד צו הקפאת הליכים וכך שהוא יפרע עד 75% מהתמורה ממימוש הנכסים לפי ס' 244 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי; ההוראות לעניין ניהול משא ומתן מוגן בס' 337-345 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי והוראת השעה לתשלום גמלת עובדים מהמוסד לביטוח לאומי גם במסגרת הליכי הבראה לפי ס' 377 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי.

ברם, פרשנות אחרת מלמדת דווקא שהדין הישראלי מצדד בגישה הכלכלית ובכך שהשאת הערך לנושים היא המטרה העליונה של הליכים אלה. כך, בהתייחס לחוק, הרי שיכולה לעלות גם פרשנות הפוכה הנובעת מכך שבעוד המטרה הראשונה של החוק – שיקום החייב – מסויגת בביטוי "ככל האפשר", הרי שהמטרה השנייה של החוק – השאת הערך לנושים – אינה מסויגת כלל. יתרה מזו, הואיל ואת הוראות החוק יש לפרש תחת הנורמה הכללית הקבועה בסעיף 1 לחוק, הרי שנומרה זו תדריך ותכוון אף את עיצובן הפרשני של החובות המוטלות על נושאי משרה בחוק. בהתייחס לכך שהחוק קבע אחריות חדשה בסעיף 288, והיא החובה לצמצם את היקף חדלות הפירעון של החברה, הרי שגם חובה זו אמורה להתפרש בהתאם למצפן המורכב של שיקום החייב ("ככל האפשר") במשולב עם השאת הפירעון לנושים. מקרב תרכובת המטרות האמורה והאיזון שהיא דורשת, מבליט סעיף 288 את מטרת הפירעון לנושים, שכן הנזק לפי סעיף 288 שבגיננו יחובו נושאי המשרה הוא נזק שייגרם לנושים עקב אי-צמצום חדלות הפירעון, ולא הנזק שייגרם לחברה עצמה. לפיכך, דווקא הפרשנות הסבירה של החוק תלמד שהמחוקק ביכר את הגישה הכלכלית, ולפיה תכלית דיני חדלות הפירעון היא השאת הערך לנושים.

כמו כן, גם בחוק עצמו ישנן הוראות העולות בקנה אחד עם פרשנות זו, ובכלל זה תיקון ההגדרה למושג ה"הגנה ההולמת"<sup>131</sup>, שנקבעה בתיקון 19 להגדרה המצמצמת את שיקול דעת בית המשפט והשינוי בסעיף 33 לחוק לעניין זהות בעל התפקיד.<sup>132</sup> שינוי זה מתייחס לכך שהחוק אינו מאפשר, בניגוד למה שנקבע בתיקון 19, את הותרת החברה בלא מינוי בעל תפקיד, ובכך שכאשר ממונה נושא משרה לבעל תפקיד בתאגיד יש צורך במינוי נאמן נוסף, ואין די במפקח. משמעות הדברים היא שהחוק מעניק משקל נוסף לגישה לפיה מינוי נושא משרה כבעל תפקיד עלול לעודד שימוש אופורטוניסטי בהליכי הבראה. גישה זו באה לידי ביטוי בהתנגדות הבנקים להסדר המוצע בעניין זה בתיקון מס' 19, אך נדחתה הואיל והמחוקק ראה בגישה ההופכית כעדיפה לקידום הבראות יעילות.<sup>133</sup> חזרת המחוקק מההסדרים הקודמים שתוארו על ידו כנדרשים לקידום הבראות יכולה גם היא להעיד על העדפת הנושים. מעבר לכך, הרי שגם בית המשפט העליון וגם הערכאות הדיוניות סיפקו אמירות ברורות ונחרצות ולפיהן תכלית דיני חדלות הפירעון היא הגדלת שיעור החוב שייפרע לנושים ושיאינטרס הנושים הוא האינטרס העליון בהליכים אלה, לרבות קביעת הערכאה הדיונית, כלומר שמטרת העל של חוק חדל"פ<sup>134</sup> היא השאת הערך לנושים.<sup>135</sup>

131 ס' 4 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי.

132 חוק החברות (תיקון מס' 19), התשע"ב–2012, ס"ח 2368 (להלן: תיקון 19).

133 עמדת איגוד הבנקים ביחס להצעת חוק החברות (תיקון מס' 17) (הבראת חברות) התשע"א–2011, ה"ח הממשלה 582, הועבר לוועדת חוקה, חוק ומשפט ביום 25.4.2012.

134 רע"א 8417/11 נמי נאמנויות בע"מ נ' כונס נכסים לחברת נ' י' ל' י' גדל"ן בע"מ (בכינוס נכסים), פס' 13 לפסק הדין (פורסם בנבו, 7.5.2013); פרק (מחוזי ת"א) 23117-06-16 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי, פס' 19 לפסק דינו של הנשיא אורנשטיין (פורסם בנבו, 2.9.2018).

135 עניין דורי, לעיל ה"ש 92: "אף על פי כן אני סבורה כי בנסיבותיו המיוחדות של מקרה זה – ולאור מטרת-העל של השאת שיעור שייפרע לנושים (סעיף 1 לחוק)...".

הנה כי כן, בהתייחס לחוק חדל"פ, הרי שגם הפרשנות לפיה ביכר המחוקק את הגישה החברתית וגם הפרשנות שהמחוקק ביכר את הגישה הכלכלית הן פרשנויות סבירות. גם הפסיקה אינה מציגה גישה אחת ועקבית: במקרים רבים היא מבכרת את הגישה הכלכלית ובמקרים רבים אחרים היא מבכרת את הגישה החברתית.<sup>136</sup> מצב זה גורם לאי ודאות ולחוסר יעילות, קל וחומר כאשר דיון מתודולוגי בעניין זה לא נערך על ידי בית המשפט העליון, לא טרם חקיקת חוק חדל"פ ולא לאחריו. חביב-סגל ציינה, כבר בשנת 2005, שהמתח ואי היכולת ליישב בין התפיסות הנורמטיביות השונות של תכלית דיני חדלות הפירעון ייצרה תרכובת בדין הפוזיטיבי המהווה "שעטנז חסר כיוון חד-משמעי של הגישות השונות", ונראה שעל אף התקדמות העיתים, מצב בעייתי זה לא נפתר.<sup>137</sup>

## ד. מודל קיימות החברה

המודלים שמופּו לתיאור תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון חשופים לביקורות מהותיות, כלכליות ונורמטיביות. הדין הישראלי עצמו מתקשה לספק הנחיה ברורה איזה מבין הגישות והמודלים, הגישה הכלכלית ומודל הנושים או הגישה החברתית והמודל החברתי, הוא הראוי לשמש כמצפן לתכלית החברה על ציר חדלות הפירעון, תוך שהוא מייחס לשתי האפשרויות תכלית לגיטימית שוות משקל. יתרה מזו, נראה שגם הפרקטיקה מזהה את הצורך במודל מותאם ועדכני לתיאור תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון.<sup>138</sup> מודל קיימות החברה שיוצע להלן ינסה לספק מענה לסוגיה תוך הצעת נקודת מבט שונה והעלאת שאלות לדיון, אשר יש

136 לפסיקה על פי הגישה החברתית ראו עניין סאלח, לעיל ה"ש 123; עניין בנק לאומי, לעיל ה"ש 123; עניין חברת תבור, לעיל ה"ש 123; עניין עיריית יהוד, לעיל ה"ש 123; עניין אלישיוב, לעיל ה"ש 123. לפסיקה על פי הגישה הכלכלית ראו עניין נמי נאמנויות, לעיל ה"ש 134; עניין אפריקה, לעיל ה"ש 134; עניין דורי, לעיל ה"ש 92.

137 חביב-סגל, לעיל ה"ש 72, בעמ' 251.

138 במסגרת עבודת הדוקטורט של המחבר נעשה שימוש בכלי משדה המחקר האמפירי לזיהוי תפיסת המציאות של השחקנים הפועלים בצלו של המשפט הפורמלי לגבי שאלת תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון, התייחסויותיהם למודלים והאם הסוגיה הנורמטיבית-פוזיטיבית אכן מצויה באי-בהירות ואי-ודאות. הכלי האמפירי שהופעל במסגרת המחקר הוא כלי החופף לשאלון עמדות. השאלון שנערך במסגרת המחקר נבנה בהתאם לכללים המקובלים לגבי בניית שאלון מחקר אקדמי. השאלון הופץ באופן רחב (100 נשאלים מילאו את השאלון) לאוכלוסיית היעד, שהיא שחקנים הפועלים בתחום דיני החברות ודיני חדלות הפירעון – עורכי דין מהמגזר הציבורי, עורכי דין מהמגזר הפרטי (המייצגים בעלי מניות, נושים ועובדים), בעלי תפקיד המתמנים על ידי בתי המשפט בהליכי חדלות פירעון, אנשי אקדמיה ואנשי עסקים. מהממצאים עולה, בין היתר, שרוב הנשאלים סבורים כי המודלים הקיימים בקשר לתכלית החברה אינם מספקים מענה למצבי חדלות פירעון ושהפרקטיקה מזהה את הצורך במודל מותאם ועדכני לתיאור תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון. לממצאים המלאים ראו איל בן זקן תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון (חיבור לשם קבלת התואר "דוקטור לפילוסופיה", אוניברסיטת בר אילן – הפקולטה למשפטים, 2020).

תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון

בהן כדי לעזור חשיבה אחרת ונוספת בקשר לסוגיית תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון, ולמעשה לספק לגורמים הרלוונטיים מודל מתאים לתכלית החברה על ציר חדלות הפירעון.

## 1. הגדרת המודל

מודל קיימות החברה מציע שעל החברה ובעל התפקיד לפעול על ציר חדלות הפירעון כאשר הם אינם מחויבים כלפי שום אינטרס ייחודי הנמצא מחוץ לחברה, וזאת עד הנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון (לעיל ולהלן: מודל קיימות החברה). המשמעות הבסיסית של המודל המוצע היא שהחברה ובעל התפקיד אינם צריכים לתת לאף בעל אינטרס – נושים, בעלי מניות, קהלים או ציבור – מעמד בכורה, וזאת עד הגעת החברה לחדלות הפירעון המוחלטת. מודל זה מסיט את פונקציית המטרה של החברה בחדלות פירעון הפורמלית מהשאת החזר החוב לנושים (מודל הנושים), או מהשאת הערך לכלל בעלי העניין (המודל החברתי), אל החברה עצמה.

קרי, בהיות החברה אישיות משפטית, עצמאית ונפרדת, יש לה אינטרסים משלה והחברה עצמה היא המשקללת את מכלול האינטרסים של הקבוצות המעורבות בפעילותה בצורה הטובה ביותר.<sup>139</sup> עצם כך שהחברה נכנסה לתחום חדלות הפירעון, וכל עוד לא עברה החברה את הנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון, אין לשנות הנחות יסוד אלה. במודל זה, ובכך הבחנתו מן המודלים הקיימים, החברה, גם בהיותה בחדלות פירעון פורמלית ועד להיותה בחדלות פירעון מוחלטת, אינה מחויבת כלפי שום אינטרס ייחודי הנמצא מחוץ לה, ובעל התפקיד אינו שלוח של רווחה פרטית כלשהי (למשל השאת האינטרס המצרפי של הנושים), של רווחה כללית (השאה והגנה על כלל האינטרסים של הקהלים) או של יעדים סוציאליים, אלא של החברה עצמה, וזאת עד הנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון. תכלית החברה בחדלות פירעון, לפיכך, אינה משועבדת באופן מוחלט לרצון הנושים, בעלי המניות, המנהלים וכלל הקהלים והיא אינה מוטה או נותנת עדיפות מוחלטת למי מהם. מכאן שרכושה של החברה, הגם שהיא כאמור בחדלות פירעון, שייך לה במובן הפורמלי וגם במובן הכלכלי, ויחסם של החברה ובעל התפקיד למכלול האינטרסים המעורבים בפעילות החברה הוא עצמאי ואינו זהה לאינטרסים של כל גורם אחר.

לפיכך, המודל מתמודד עם הקשיים העיקריים של מצב חדלות הפירעון – זיהוי בעלי התביעות השיוריות והקושי בקביעה האם החברה חדלת פירעון, ואם כן, האם ניתן לשקמה – ומספק להם מענה טבעי.<sup>140</sup> מודל קיימות החברה אינו נדרש לסוגיות אלה, שכן עד לחדלות הפירעון המוחלטת האינטרס עליו מופקד בעל התפקיד הוא אינטרס החברה, ולא אינטרס הנושים, אינטרס בעלי המניות או שיקולים מסדר חברתי. יתרונותיו של המודל המוצע על פני המודלים הקיימים מתבטא בכך שהוא מפחית את ניגודי העניינים בין הקבוצות השונות ואת ריבוי הנאמנויות של בעל התפקיד, הוא מספק אמת מידה מובחנת וברורה לתפקודו של בעל

139 שטרן תכלית החברה העסקית, לעיל ה"ש 4; גרוס, לעיל ה"ש 38, בעמ' 213–222.  
140 לגבי הקושי בזיהוי בעלי התביעה השיוריות וזיהוי מצב חדלות הפירעון ראו את הביקורת על מודל הנושים בפרק ב.1. לעיל וההפניות האמורות שם.

התפקיד והוא מצמצם את האפשרות לחדלות פירעון חוזרת. בדיון להלן יובהרו מרכיבי המודל ויקבלו תוכן קונקרטי, שיצביע על היתרונות דלעיל.

#### (א) דינמיות המודל

כחלק מהגדרת המודל יובהר שהמודל הוא דינמי. המודל מציע שעל בעל התפקיד לפעול תמיד אך ורק לקידום האינטרס העצמי של החברה, כך כשהחברה סולוונטית וכך כשהחברה עברה לחדלות פירעון פורמלית, ובלבד שטרם הגיעה לחדלות פירעון מוחלטת. היינו, השינוי בתכלית מתרחש רק בנקודת זמן אחת – בהכרזה על "מוחלטות" ובחציית החברה את הנקודה הסינגולרית. ברם, המודל אינו קובע נקודה דיכוטומית אחת למעבר לחדלות פירעון מוחלטת, אלא מתנה זאת בהתקיימות שני פרמטרים, כך שהוא בעל גמישות במועד ההכרזה על "מוחלטות". יישום דינמיות וגמישות אלה בפועל יביא לכך שלאחר נקודת המוצא, ולאורך ציר חדלות הפירעון, על בעל התפקיד ויתר בעלי האינטרסים לבחון את מצב החברה אל מול הפרמטרים המוצעים להכרזה על "מוחלטות", וככל שקיימת ודאות גבוהה כי הם עתידים להתקיים, הם יוכלו לפעול להכרזה על "מוחלטות" ולהעברת החברה למסלול המוביל לפירוק. מכאן שהמודל קובע דרך פעולה אחידה – עד הכרזה על "מוחלטות" על בעל התפקיד להשיא את האינטרס המצרפי של החברה ללא הטיה למי מבעלי העניין. לאחר הכרזה על "מוחלטות" על בעל התפקיד להשיא את האינטרס המצרפי של בעלי התביעות השווריות. לצד זאת, המודל מאפשר דינמיות, המתבטאת בכך שהמועד של ההכרזה על "מוחלטות" הוא תלוי פרמטרים ולפיכך הוא שונה מחברה לחברה. בהיות המודל דינמי הוא מאפשר התאמה למגוון הרחב של סוגי החברות וצמצום אפשרות הפגיעה בנושים כתוצאה מפעולותיו של בעל התפקיד הנגזרות מיישום המודל. כמו כן, דינמיות המודל והעובדה כי הוא קובע הפרדה בין חדלות פירעון פורמלית לחדלות פירעון מוחלטת מאפשרים לו להיות מותאם גם למצבה של החברה ולנסיבותיה הספציפיות, ואין בו פרמטר של כפייה מתמשכת להבראת חברה ללא הצדקה כלכלית לכך.

#### (ב) מהו האינטרס המצרפי של החברה על ציר חדלות הפירעון

כאשר החברה היא סולוונטית, לשאלה מהו האינטרס המצרפי של החברה יכולות להיות כמה תשובות – הגדלת רווחים נוכחיים ולטווח הרחוק, שרידות החברה או הגדלת חלקה של החברה בשוק בו היא פועלת.<sup>141</sup> מאידך, כאשר החברה מצויה בסביבת חדלות פירעון וממילא בחדלות פירעון, האינטרס העליון שלה הוא ברור, פשוט ומתמקד ביעד אחד מוגדר ואובייקטיבי. יעד זה הוא היחלצות מחדלות פירעון. יעד זה הוא היעד העליון, שכן אי-היחלצות החברה מחדלות פירעון משמעותה חיסול החברה וממילא כל אינטרס אחר של החברה. קרי, הסטת פונקציית המטרה מהחזרת החוב לנושים לפי מודל הנושים או מהבראת החברה על פי שיקולים חברתיים כלליים לפי המודל החברתי, לחברה עצמה, משמעותה שעל

141 שטרן תכלית החברה העסקית, לעיל ה"ש 4, בעמ' 244.



תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון

החברה ובעל התפקיד לעשות ככל הניתן לחלץ את החברה מחדלות פירעון מבלי לתת לאף אינטרס אחר מעמד בכורה. על בעל התפקיד לעשות שימוש בסמכויות המוקנות לו על פי הדין, במידע ובמומחיותו על מנת להשיא את אפשרות היחלצות החברה מחדלות הפירעון, מבלי להיות מוטה מראש למי מהצדדים המעורבים. בכל מקרה של ניגוד עניינים בין החברה לבין הנושים, בעלי המניות או הציבור, היחלצות החברה הוא המנחה הבלעדי – בכפוף לאמת המידה שתואר להלן. לעיתים, לשם חילוץ החברה מחדלות פירעון, יש ליטול אשראי חדש או לנקוט יוזמות עסקיות בעלות ערך סיכוי/סיכון שווה, ובכך לפגוע בנושים המובטחים.<sup>142</sup> לעיתים, לשם חילוץ החברה מחדלות פירעון, יש לפגוע באינטרסים של נושים אחרים – למשל העובדים, ולעיתים לא ניתן לחלץ את החברה או שהחילוץ כרוך בפגיעה בבעלי המניות.<sup>143</sup> בכל מקרה, התכלית בהתאם למודל המוצע היא היחלצות מחדלות פירעון מבלי לתת לאף בעל עניין עדיפות מוחלטת, אלא לחברה בלבד.

2. הנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון על פי מודל קיימות החברה ומשמעותה

רכיב עיקרי במודל הוא הנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון.<sup>144</sup> בהיבט של המודל המוצע הרי שהנקודה הסינגולרית היא נקודת האל-חזור של החברה, אשר לאחריה היא נשאבת לאותו "חור שחור", המונע אפשרות של שיקום.

על פי מודל קיימות החברה, תכלית החברה היא היחלצות מחדלות פירעון ומהגעה לנקודה זו, כאשר כל פעולה שהחברה ובעל התפקיד עושים במטרה לכך צריכה להביא בחשבון אך ורק את השפעת הפעולה על החברה – וזאת רק עד לנקודה הסינגולרית. ככל שלמרות פעולות אלה, החברה הגיעה לנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון, הרי שדין החברה הוא פירוק, תכליתתה כאישיות משפטית מתאינת ומטרת פעולותיו של בעל התפקיד אינן עוד השאת האינטרס המצרפי של החברה, אלא השאת האינטרס המצרפי של בעלי התביעות השיוריות. בהקשר זה, הרי שלאור כך שפעולותיו של בעל התפקיד מכוונות כלפי החברה עד אותה נקודה סינגולרית, הרי שהדיון בשאלה מהו האינטרס המצרפי של הקבוצות המעורבות בפעילותה של החברה, או מיהם בעלי התביעות השיוריות לאחר אותה נקודה, הופך לפשוט יותר, שכן חלק מהאינטרסים המנוגדים של אותם בעלי עניין במסגרת המודלים הקיימים מתאיין. למעשה, לאחר הנקודה הסינגולרית אפשר לזהות את בעלי התביעות השיוריות כנושים בלבד, כך שניגוד העניינים בין הנושים לבין בעלי המניות צומצם.

142 ראו, לדוגמה, פרק (מחוזי ת"א) 30790-02-18 הוניגמן ובניו בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, 25.2.2018). באותו מקרה התיר בית המשפט לעשות שימוש במלאי החברה שהיה משועבד לבנקים לצורך הליכי ההבראה ואף לא קיבל את טענתם ל"הגנה הולמת".

143 ראו, לדוגמה, פרק (מחוזי ת"א) 44348-04-16 אורבנקורפ אינק נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, 26.9.2017): "ההלכה הפסוקה מורה שבדיני חדלות פירעון, אינטרס בעלי המניות נדחה לעומת אינטרס הנושים, כך שפעולה שנעשית לטובת הנושים עדיפה גם אם היא עלולה לפגוע בבעלי המניות".

144 לפירוש המושג במשמעותו המקורית ראו לעיל הטקסט ליד ה"ש 1.

גם ניגודי העניינים בין הנושים לבין עצמם מופחתים לאחר שהחברה נכנסה לחדלות פירעון מוחלטת, שכן האפשרויות השונות כיצד להשיא את החזר החוב כלפיהם, קרי האם בדרך של הבראה או פירוק, המבטאות לעיתים העדפות שונות של הנושים, צומצמו לאפשרות אחת – פירוק. לאחר הנקודה הסינגולרית של חדלות פירעון, אין יותר יכולת, טעם ואפשרות לנסות להבריאה את החברה, וכל מה שנותר הוא חיסולה, מכירת נכסיה וחלוקת התמורה על פי סדרי הנשייה. בכל מקרה, פעולות בעל התפקיד, על פי מודל קיימות החברה, שנועדו להשאת האינטרס המצרפי של החברה, הן פעולות המצויות במתחם ברור ומוגדר. מוצע שמיקום הנקודה הסינגולרית ייקבע במקום בו בית המשפט אינו מאשר את התוכנית לשיקום כלכלי של החברה תוך התייחסות לשני פרמטרים קבועים לאי-אישור התוכנית (לעיל ולהלן: תנאי חדלות הפירעון המוחלטת), ולא בנקודה דיכוטומית אחת המזוהה על פי התפיסות הקיימות כיום כנקודה בה החברה נכנסה למצב של חדלות פירעון פורמלית על פי המבחנים הקבועים בדין (המבחן המאזני והמבחן התזרימי).<sup>145</sup>

### 3. תנאי חדלות הפירעון המוחלטת

שני הפרמטרים לקיום תנאי חדלות הפירעון המוחלטת הם: 1. שהתוכנית לשיקום כלכלי של החברה לא אושרה על ידי קבוצות בעלי העניין והיא אינה ניתנת לאכיפה.<sup>146</sup> 2. התוכנית לשיקום כלכלי אינה מחזירה את האיזון במבנה ההון, כך שהסיכוי שהחברה תגיע למצוקה פיננסית חוזרת בעתיד הנראה לעין הוא גבוה (להלן: פרמטר כשרות הפירעון). נדון בפרמטרים האמורים.

#### פרמטר ראשון – התוכנית לשיקום כלכלי לא אושרה והיא לא ניתנת לאכיפה על ידי בית המשפט

פרמטר משפטי המתייחס לכך שאם התוכנית לשיקום כלכלי של החברה אינה מאושרת על ידי אחת מקבוצות בעלי העניין והיא גם אינה ניתנת לאכיפה על ידי בית המשפט, הרי שהפועל היוצא מכך הוא כי החברה מצויה בחדלות פירעון מוחלטת, ולפיכך דינה הוא פירוק וחסול. הדין הישראלי מתייחס לתנאי זה בצורה מפורשת בסעיף 94 לחוק חדל"פ, שם נקבע כי ככל שימצא בית המשפט שאין סיכוי סביר לשיקומה הכלכלי של החברה,<sup>147</sup> יורה בצו על הפסקת פעילות החברה ועל פירוקה. ברור שכאשר בית המשפט אינו מאשר את התוכנית לשיקום

<sup>145</sup> למבחן המאזני ראו לעיל הטקסט ליד ה"ש 56. כן ראו גיא סמולרצ'יק, לעיל ה"ש 56; Stearn, לעיל ה"ש 56. למבחן התזרימי ראו לעיל הטקסט ליד ה"ש 57. כן ראו עניין בן ציון, לעיל ה"ש 57; האן דיני חדלות פירעון, לעיל ה"ש 57.

<sup>146</sup> "תכנית הבראה"/"תכנית לשיקום כלכלי" בס' 4 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי – תוכנית המובאת לאישור משפטי ואשר תחייב את החברה ואת נושיה והיא המטרה הסופית של הליך ההבראה כולו. לפירוט על מהותה של תוכנית הבראה ראו האן דיני חדלות פירעון, לעיל ה"ש 57, בעמ' 161.

<sup>147</sup> ס' 94 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי.

תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון

כלכלי על אף יכולת הכפייה הנתונה בדין,<sup>148</sup> הרי שסיכוייה של החברה להשתקם אפסו, ולפיכך דינה הפסקת פעילות ופירוק. הקביעה שאי-אישור התוכנית על ידי בית המשפט מביא את החברה להליך פירוק וחסול היא גם הפרקטיקה הנוהגת, ובית המשפט מעביר את החברה להליך פירוק כל אימת שהתוכנית לשיקום כלכלי בעניינה אינה מאושרת על ידי.<sup>149</sup> למעלה מכך, הפרקטיקה בישראל היא שבית המשפט יימנע, על פי רוב, מלצוות על פתיחת הליך הבראת חברה אם הנושים המובטחים מתנגדים לו עוד בראשית ההליך, וזאת מן הטעם כי אם ברור לבית המשפט שהנושים המובטחים מתנגדים להליך עוד בראשיתו, הרי שברור שהם לא יסכימו לתוכנית שתוצע בסופו, ולפיכך אין טעם כלל לאפשר הליך הבראה ויש להורות מיידית על מעבר להליכי פירוק.<sup>150</sup> המשמעות היא שאם בית המשפט נמנע, בדרך כלל,<sup>151</sup> מלפתוח הליך הבראה כאשר הנושים המובטחים מתנגדים לו ומעביר את החברה להליך פירוק, הרי שקל וחומר שדינה של החברה פירוק כאשר התוכנית לשיקום כלכלי אכן אינה מאושרת בפועל.

הקביעה בפרמטר האמור שהתוכנית לשיקום כלכלי אינה מאושרת על ידי בית המשפט טומנת בחובה כבר התייחסות לכך שלבית המשפט הסמכות העקרונית לכפות על אחת או יותר מקבוצות העניין את התוכנית, אך הוא אינו עושה כן מטעמים הקבועים בחוק.<sup>152</sup> כלומר, גם אם לאחר הפעלת המנגנונים הקבועים בדין לכפיית תוכנית לשיקום כלכלי לא ניתן לכפות את התוכנית המוצעת לאותה חברה על קבוצות בעלי העניין, הרי שהיא הגיעה לנקודת האל-חזור מבחינתה, היא נכנסה לחדלות פירעון מוחלטת ותכליתה, כאמור על פי מודל קיימות החברה, מתאינת והופכת להיות תכלית אחרת – השאת הערך המצרפי של בעלי התביעות השיוריות.

148 יכולת הכפייה הוסדרה בתיקון 19 לחוק החברות בס' 350 ולאחר מכן בס' 87 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי.

149 פרק (מחוזי ת"א) 17-06-44247 סוהו אילת השקעות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי תל-אביב (פורסם בנבו, 14.10.2018); פרק (מחוזי חי') 18-07-68773 הנאמן בהקפאת הליכים של החברה נ' כונס נכסים רשמי מחוז חיפה והצפון (פורסם בנבו, 6.2.2019); פש"ר (מחוזי ת"א) 1397/02 בנק הפועלים נ' זאבי תקשורת – מימון וניהול בע"מ, פס' 45 לפסק הדין (פורסם בנבו, 12.11.2002).

150 פרק (מחוזי ת"א) 13-01-61559 סמרה השקעות בינלאומיות בע"מ נ' סמרה (פורסם בנבו, 7.2.2013); אלשיך ואורבך, לעיל ה"ש 126, בעמ' 97-100; סקירת הפסיקה אצל האן דיני חדלות פירעון, לעיל ה"ש 57, בעמ' 441; גרוס, לעיל ה"ש 38, בעמ' 124.

151 הפרקטיקה שבית המשפט אינו מאפשר פתיחת הליך הבראה כאשר הנושים המובטחים מתנגדים לכך אינה קבועה בדין והיא אינה פוגעת בשיקול דעתו העצמאי של בית המשפט להורות על פתיחת הליך הבראה גם כאשר הנושים המובטחים מתנגדים לו. בהתאם לכך, במקרים מסוימים בית המשפט הורה על פתיחת הליך הבראה גם כאשר הנושים המובטחים התנגדו לו. ראו פש"ר (מחוזי ת"א) 2548/08 חוק החברות, התשנ"ט-1999 נ' מילומור בע"מ (פורסם בנבו, 6.10.2008).

152 מנגנון הכפייה הוסדר בתיקון 19 בס' 350 והוא מוסדר כיום בס' 87 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי. מנגנון הכפייה שאב את השראתו מהדין האמריקאי. ראו בעניין הדסה, לעיל ה"ש 125. לצורך הדיון הנוכחי אין צורך להרחיב בהוראות המנגנון ובפרשנותו, וניתן להסתפק בתכליתו של המנגנון, הקובע שלבית המשפט בהתקיים תנאים מסוימים (התנאים קבועים בס' 87 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי) סמכות לאשר את התוכנית לשיקום כלכלי המוצעת חרף התנגדות אחת או יותר מקבוצות בעלי העניין.

פרמטר שני – עקרון כשרות הפירעון בתוכנית לשיקום כלכלי

הפרמטר השני הוא תנאי כלכלי המתייחס למבנה ההון של החברה, ולפיו על החברה להציג בתוכנית לשיקום כלכלי איזון במבנה ההון ו"כרית ביטחון" מספקת לנושים. על פניו, נראה כי כל חברה העוברת תוכנית הבראה מסדירה במסגרתה את מבנה ההון, שכן חובות העבר מוסדרים מחדש במסגרת אותו הסדר, ומתקבלים אשראים חדשים לפעילותה. עם זאת, במציאות קיימים הסדרי הבראה של חברות שבהם מבנה ההון של החברה, על אף ההסדר, אינו מאוזן, ושורה של מקרים מראים כי במקרים לא מעטים חברות שעברו הסדר הבראה חוזרות לתדלות פירעון עוד טרם סיום ההסדר, או לאחר שנים ספורות.<sup>153</sup> לפיכך, עמידה על התקיימות הפרמטר הכלכלי תקטין את הסיכוי שחברה שעברה הבראה תגיע למצוקה פיננסית חוזרת בעתיד הנראה לעין.

למעלה מכך, ניתן להניח שכפי שהיחסים הפיננסיים של החברה יכולים להוות מנבאים חשובים של סיכויי השיקום הכלכלי של חברה חדלת פירעון במועד ההחלטה האם לאפשר לה להיכנס להליך שיקום או לאו, הרי שהיחסים הפיננסיים אף יכולים להוות מנבאים חשובים ליכולתה של החברה להימנע מחללות פירעון חוזרת בזמן הסדר הנושים. ההנחה לפיה יחסים פיננסיים הם כלי לניבוי סיכוייה של החברה נתמכת במחקרים אמפיריים שונים, המצביעים על קשר מובהק בין יחס פיננסי כזה או אחר להצלחת החברה להשתקם. כך, למשל, מחקרם של Blazy & Nigam מצביע על כך שבאנגליה הסיכוי לבחירה באפיק של שיקום עולה ככל שקיים חוב מובטח,<sup>154</sup> בעיקר לבנקים.<sup>155</sup> קרי, נמצא שיש קשר מובהק בין מדד פיננסי (שיעור החוב המובטח) לבין יכולת החברה להתניע מהלך של שיקום. כמו כן, נמצא כי שווי מאזן הנכסים של החברה משפיע גם הוא על הסיכוי לשיקום או לפירוק, וככל שיש לחברה נכסים רבים יותר, פוחת הסיכוי לפירוק, וגובר הסיכוי לבחירה בהליך של שיקום כלכלי.<sup>156</sup> כאשר באנגליה הושם דגש על נכסים קבועים כמנבא משמעותי לבחירה בהליך של שיקום.<sup>157</sup> בהיקש ממחקרים אלה,<sup>158</sup> הרי שניתן לשער שלמדדים פיננסיים אחרים יכולה להיות גם השפעה

153 פרק (מחוזי ת"א) 32401-11-18 אטלנטיס פרו בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, 25.06.19); פרק (מחוזי ת"א) 23117-06-16 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, 2.9.2018), פרק (מחוזי נצ') 39024-12-10 בנק דיסקונט לישראל בע"מ נ' התכוף בע"מ (פורסם בנבו, 29.3.2011).

154 Regis Blazy & Nirjhar Nigam, *Corporate Insolvency Procedures in England: The Uneasy Case for Liquidations*, 47 EUR. J. LAW. ECON. 89, 99 (2019).

155 ההסבר שניתן על ידי Blazy & Nigam הוא שהליכי הפירוק באנגליה אינם יעילים ומהירים יותר מהליכי השיקום, ושהבנקים, שהם ברובם הנושים המובטחים, הם בעלי חוב מקצועיים, כך שבראותם שיש אפשרות ממשית לשיקום, ניתן להגיע עמם להסדרים לתמיכת הליך השיקום במשאבים ניהוליים ומימוניים, שיגדילו את סיכוי השיקום. מאידך, הנושים הרגילים אינם בעלי מומחיות לטיפול באשראי בעייתי, והמוטיבציה והיכולת שלהם לתרום להליך השיקום הן מוגבלות ביותר. שם, בעמ' 104.

156 שם, בעמ' 111.

157 שם.

158 נוסף על מחקרם של Blazy & Nigam, עתיד להתפרסם בארץ מחקרם של עידו באום, אהוד גינדס ודלית גפני "שיקום או פירוק? המאפיינים של הליכי חדלות פירעון תאגידיים בישראל" משפטים

תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון

מובהקת על סיכויי החברה להשתקם ולהימנע מחדלות פירעון חוזרת בזמן ההסדר, וכי יחסים הפיננסיים הם נתונים בעלי כוח ניבוי רב מבין שלל הנתונים שמובאים לפני בית המשפט.

4. מהו מבנה ההון המאוזן שעל החברה להציג במסגרת תוכנית ההבראה וכיצד הוא נבחן

פרמטר כשרות הפירעון דורש הבהרה לגבי מהו מבנה הון מאוזן וכיצד הוא ייבחן על ידי בית המשפט, שכן אומנם חוק חדל"פ קובע בסעיף 82(ב) את התוכן של תוכנית ההבראה, אך אין בחוק קביעה מהו מבנה ההון שעל החברה להציג במסגרת תוכנית זו. למעלה מכך, אין בכלל בדין התייחסות, לא ספציפית ולא כללית, לשאלה מהם הערכים הספציפיים לעניין יחס ההון המשקף מבנה הון מאוזן. בחינת הפסיקה הישראלית מלמדת כי גם בית המשפט אינו קובע באופן מפורש מהו מבנה הון מאוזן ומהי "כרית הביטחון" המספקת. מהו אם כן, מבנה ההון המאוזן אליו מכוון המודל, וכיצד על בית המשפט לבחון אותו?

מוצע שמבנה ההון יילמד מכמה מקורות. ראשית, אומנם אין בפסיקה קביעה לגבי הערכים הספציפיים המשקפים מבנה הון מאוזן, אך לצד זאת נקבעו כללים משפטיים מהם יכול בית המשפט לגזור ערכים כלליים. כך, בפסק הדין אפרוחי הצפון קבע בית המשפט שמשמעות "כרית ביטחון" לנושים היא קיום יחס נאות בין נכסי החברה לבין התחייבויותיה,<sup>159</sup> הן בשלב הפתיחה בעסקים והן במהלך פעילותה של החברה, והוא דן בהרחבה בעניין המשמעות המשפטית של "מימון דק" ומבנה ההון של החברה תוך קביעת כללים משפטיים בעניין זה. שנית, לצד הכללים המשפטיים שנקבעו בפסיקה, מוצע שבית המשפט, באמצעות מומחה או בייקטיבי מטעמו, יעשה שימוש במבחן המקובל למדידת יכולת פירעון של חברה – מבחן "העסק החי", שהוא מבחן חשבונאי המניח שהחברה תמשיך להתקיים בעתיד הנראה לעין אם אין מידע משמעותי הסותר הנחה זו,<sup>160</sup> ושיקבע לגביו שבעיקרו הוא בוחן את מצבה הפיננסי של החברה כעסק חי באמצעות בחינת מצבה התזרימי של החברה כתזרים חיובי.<sup>161</sup> כן מוצע שהמומחה יבחן כמה יחסים פיננסיים של החברה המלמדים על יציבותה ואיתנותה

נא (צפוי להתפרסם ב-2021), הממפה מבחינה אמפירית את המאפיינים של הקפאות הליכים שהסתיימו בשיקום של החברה, והמשך פעילותה כעסק פעיל, לעומת הליכי שיקום שהסתיימו בכישלון, קרי בפירוק. תוצאות המחקר הראשוניות הוצגו במסגרת סמינר בבית הספר למשפטים ע"ש חיים שטריקס, המסלול האקדמי, המכללה למינהל ביום 26.11.2019. מהממצאים שהוצגו עולה כי יחסים הפיננסיים הם מנבאים חשובים של סיכויי השיקום הכלכלי של חברה חדלת פירעון, ושכאשר חברה הנקלעת למצב של חדלות פירעון אינה יכולה להציג לבית המשפט נתונים מבוססים על מצבה הפיננסי, סיכויי שיקומה של החברה נמוכים ביותר.

159 ע"א 4263/04 קיבוץ משמר העמק נ' מפרק אפרוחי הצפון בע"מ, פס' 24 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה (פורסם בנבו, 21.1.2009).

160 תקן ביקורת (ישראל) מס' 570 "תקן ביקורת בדבר העסק החי" (2.8.2018) (להלן: תקן 570), <https://bit.ly/31Aezs3>. בתקן 570 מצוין כי לצורך בדיקת מבחן העסק החי, העתיד הנראה לעין הוא 12 חודשים.

161 פרק (מחוזי מ"ר) 12-01-25351 התחנה המרכזית החדשה בתל אביב בע"מ נ' נצבא החזקות 1995 בע"מ (פורסם בנבו, 22.8.2017).

והמאפשרים לעמוד על המגמות העיקריות בפעילותה. בין היתר, המנוף התפעולי, המנוף הפיננסי, היחס של ההון העצמי לסך המאזן, היחס המהיר, היחס השוטף ועוד. באשר לפרק הזמן המוצע לבחינת תנאי כשרות הפירעון, הרי שמוצע שפרק הזמן אליו יתייחסו הבדיקות הפיננסיות יהיה עד לסיום התוכנית לשיקום כלכלי של החברה. אומנם מבחן ה"עסק החי" נבדק ביחס לתקופה של 12 חודשים, וזאת על פי תקן החשבונאות החל (תקן 570),<sup>162</sup> אך אין סיבה להגביל את תקופת המבחן לפרק זמן זה כאשר הסדרים רבים נערכים לתקופה העולה משמעותית על תקופה של 12 חודשים.<sup>163</sup> הגבלה כאמור תעקר מתוכן את מהות התנאי, שכן אם החברה אכן מקיימת את מבחן העסק החי לתקופה של 12 חודשים, אך אינה מקיימת את מבחן העסק החי עד לתום תקופת ההסדר, הרי שככל שאכן תתרחש חדלות פירעון חוזרת, יספגו הנושים, שכבר נפגעו בעבר, פגיעה חוזרת. קרי, התנאי האמור, אשר נועד לצמצם את הפגיעה החוזרת, לא ישיג את מטרתו.

מאידך, בדיקה המתייחסת לפרק זמן העולה על תקופת ההסדר אינה ראויה גם כן, שכן משמעות סיום הסדר ההבראה היא שהנושים קיבלו את מלוא תשלום החוב לו הסכימו במסגרת הסדר הנושים. קרי, ככל שהנושים בחרו להמשיך ולהתקשר עם החברה לאחר סיום הסדר ההבראה, הרי שמדובר בנשייה חדשה שבוצעה במסגרת פעילות עסקית רגילה של חברה סולוונטית, ואין מקום לקשור נשייה זו לנשיית העבר.

## 5. אמת המידה לפעולות בעל התפקיד

יעד העל של בעל התפקיד על פי המודל המוצע הוא לפעול לחילוץ החברה מחדלות פירעון מבלי לתת לאף אינטרס של בעל עניין מעמד בכורה. לשם השגת יעד זה, על בעל התפקיד להביא בחשבון גורמים רבים בעת קבלת החלטות הנוגעות לחברה – נושים, בעלי מניות, עובדים, רשויות המדינה, מימון הפעולות, אופי השירות, הגנה הולמת לביטחונות, התמורות המתקבלות ועוד. המשמעות היא שבעל התפקיד פועל במציאות דינמית, לחוצה ומרובת משתנים, שמתוכה אפשר לגזור דרכי פעולה שונות לקידום היעד של היחלצות החברה מחדלות פירעון. ודוק, הגם שמדובר במציאות מורכבת עם כמה דרכי פעולה אפשריות ומורכבות גם הן, הרי שעל אמת המידה לקבלת ההחלטה להיות מוגדרת וברורה, שכן סטנדרט מרובה משתנים הוא בעייתי ונחשב כלא יעיל. על פי המודל המוצע, אמת המידה צריכה להיות כזו שהפעולה תתחשב בהשפעותיה על החברה, ועל החברה בלבד. דהיינו, בעל התפקיד ובית המשפט צריכים לקבל החלטה המאפשרת צריכת משאבים של החברה לטובת חילוץ אך ורק אם שיקול דעתם מוליך אותם למסקנה שיש סיכוי סביר לא להגיע לנקודה הסינגולרית של חדלות

162 תקן 570, לעיל ה"ש 160.

162 עניין נצבא, לעיל ה"ש 161.

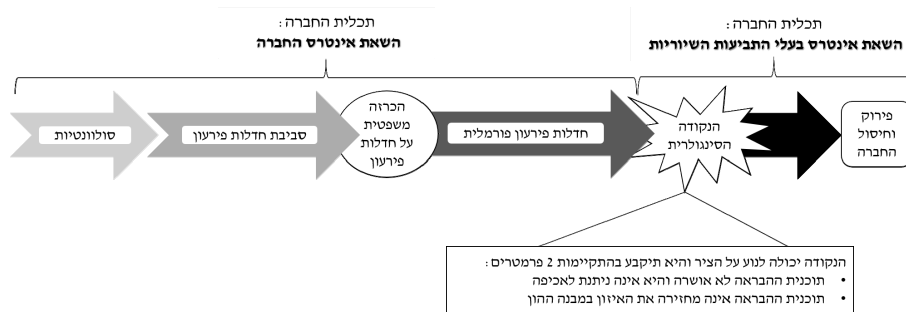
163 פרק (מחוזי מ"ר) 31003-05-16 מגה קמעונאות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, 5.6.2016), שם הסדר הנושים כפי שאושר על ידי בית המשפט הוא הסדר של 5 שנים (הבקשה לאישור הסדר נושים והחלטת בית המשפט מסומנים גם כבקשה 99 בפרק (מחוזי מ"ר) 31163-01-16 מגה קמעונאות בע"מ נ' אלון רבוע כחול ישראל בע"מ (פורסם בנבו, 5.6.2016)) ועניין מילמור, לעיל ה"ש 151, המתייחס להסדר של למעלה מ-10 שנים.

## תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון

הפירעון (ולמעשה בכך תקבל החברה בתמורה משאבים רבים יותר). לפיכך, פעולה של בעל התפקיד לטובת החברה ולטובת חילוץ מחולות פירעון העומדת באמת מידה זו היא לגיטימית כל עוד החברה אינה בחולות פירעון מוחלטת.

איור 3 מתאר את עיקרי מודל קיימות החברה שפורטו במסגרת הפרק הנוכחי ואת הקשר הרציף בין מודל החברה למודל קיימות החברה. באיור ניתן לראות את ההבחנה בין מצבי כושר הפירעון של החברה ואת השפעתם על תכלית החברה: עד לנקודה הסינגולרית, תכלית החברה היא השאת האינטרס המצרפי של החברה, ומהנקודה הסינגולרית, תכלית החברה היא השאת האינטרס המצרפי של בעלי התביעות השוריות.

### איור 3: עיקרי מודל קיימות החברה



## ה. ביקורות על המודל והמענה להן

### 1. הביקורת במישור הקנייני והמענה לה

הביקורת במישור הקנייני מבוססת על כך שמודל קיימות החברה מפקיע את הזכות הקניינית של בעלי החברה ופוגע בה, שכן תכלית החברה אינה משועבדת באופן מוחלט כלפיהם, אלא לטובת החברה.<sup>164</sup> הטיעון הקנייני תקף כלפי כל מי שרואה את עצמו כבעל החברה על פי המודלים הרווחים, משמע, הנושים ו/או בעלי המניות ו/או הציבור.

המענה לביקורת זו הוא שתכלית החברה אינה מונעת משיקולים של הקצאת עושר בין הגורמים המעורבים בפעילותה, אלא תכליתה מופנית כלפי החברה עצמה. קרי, בהיות החברה אישיות משפטית עצמאית וחסרת בעלים, הנחה שרירה וקיימת כל עוד החברה אינה בחולות פירעון מוחלטת, אין לאף גורם רלוונטי "זכות" קניינית בחברה. הנושים, בעלי המניות ויתר הגורמים המעורבים בפעילות החברה אינם יכולים לצפות שהחברה תפעל באופן מוחלט למען האינטרסים של מי מהם, לא כאשר החברה היא סולוונטית ולא כאשר החברה מצויה בחולות

164 לביקורת דומה על מודל החברה ראו שטרן תכלית החברה העסקית, לעיל ה"ש 4, בעמ' 248.

פירעון פורמלית. ככל שמי מהגורמים מבקש שהחברה תפעל למען האינטרסים הפרטיים שלו על חשבון האינטרסים הייחודיים של החברה, עליו לתת תמורה כלכלית בגין כך. מצב חדלות הפירעון הפורמלית אינו משנה הנחות אלה, וככל שבעל המניות, לצורך הדוגמה, מבקש שהחברה תפעל למענו לאחר הכניסה למצב חדלות הפירעון, עליו לתת תמורה לחברה בגין כך.

## 2. הביקורת במישור הכלכלי והמענה לה

הניתוח הכלכלי מצדיק את מודל הנושים לתיאור תכלית החברה באמצעות ההנמקה העיקרית ולפיה הקבוצה בעלת התביעה השיורית כלפי החברה היא זו אשר יעיל להשיא את עניינה, ולפיכך ראוי לתת בידיה את הזכות לקביעת גורלה של החברה. בנסיבות של חדלות פירעון, הנושים הם בעלי זכות התביעה השיורית, ולפיכך ראוי להשיא את האינטרס המצרפי של הנושים. משמע, מודל שאינו משיא את האינטרס המצרפי של הנושים בדמות השאת החזר החוב כלפיהם, אינו יעיל כלכלית, ולפיכך, גם מודל קיימות החברה, המשיא את האינטרס המצרפי של החברה, ולא של הנושים באופן בלעדי, אינו יעיל כלכלית. ויובהר, על פי הטיעון הכלכלי, כאשר הנושים יבואו להתקשר עם החברה, הם ישקלו את העובדה שכאשר החברה נכנסת לחדלות פירעון, הם אינם בעלי העדיפות המוחלטת (עד לנקודה הסינגולרית), שקלול אשר עלול לבוא לידי ביטוי בעליית הריבית על האשראי, שתפגע ברווחה המצרפית הכלכלית, שכן היזמות העסקית בכללותה תיפגע.

המענה לביקורת האמורה הוא שהנחות היסוד במודל הנושים מצויות בספק (וראו הביקורת על מודל הנושים בפרק ב.1. לעיל), כך שהטענה שמודל קיימות החברה אינו יעיל כלכלית מחמת אותן הנחות היא טענה שאינה מבוססת. יתרה מזו, הטענה שניתן לבחון מהי הסיבה הבלעדית לעלות גיוס האשראי, ובנסיבות העניין לקשור זאת למודל קיימות החברה, היא הנחה מוקשית מבסיסה, שכן הנסיבות לעלות גיוס האשראי הן מורכבות, ואינן ניתנות להפשטה חד ממדית. לכך יש להוסיף שגם אם הטענה ששינוי התכלית אכן יכולה לגרום לייקור עלות גיוס האשראי, הרי שטיעון זה בלבד אינו מצדיק קביעה שהשינוי אינו יעיל. כך, יש לשקלל את ההשלכה של שינוי התכלית לא רק על גיוס האשראי מהנושים, אלא גם על יתרת בעלי העניין. ודוק, המודל המוצע מתמקד בחילוץ החברה מחדלות פירעון עד הנקודה הסינגולרית, כאשר בעל התפקיד נדרש לשקלל את עלות גיוס האשראי רק כחלק מכלל השיקולים, ולא כשיקול בלעדי. בנסיבות אלה, מודל קיימות החברה, המציע את השאת האינטרס המצרפי של החברה כאשר היא בחדלות פירעון פורמלית – חילוץ מחדלות פירעון, יכול להוות פתרון כוללני ושלם. בעל התפקיד אינו נדרש להכריע בניגודי העניינים האינהרנטיים בין כל בעלי העניין בהליך, אלא לפעול לחילוץ של החברה ממצבה עד לחדלות פירעונה המוחלט של החברה. מטרתו היחידה של בעל התפקיד היא להבטיח שאינטרס זה ימומש בלי קשר לשאלה מה תהיה ההשפעה על הרווחה הפרטנית של מי מבעלי העניין – הנושים, בעלי המניות, העובדים והציבור. אומנם, ייתכן שדרך פעולה זו תגרום להחצנה שלילית לגבי מי מהמעורבים, אך החצנה זו מוגבלת ומתוחמת בזמן (הנקודה הסינגולרית) ובדינמיות של המודל.



### אין הצדקה להתערבות בשיקול דעתם של בעלי העניין באמצעות פרמטר כשרות הפירעון

מודל קיימות החברה מציע שהמעבר ממצב של חדלות פירעון פורמלית למצב של חדלות פירעון מוחלטת יתקיים בהיעדר אישור של בית המשפט לתוכנית לשיקום כלכלי, כאשר קיימות לכך שתי סיבות אפשריות: 1. אי-אישור ההסדר על ידי בעלי העניין (והוא אינו ניתן לאכיפה על פי הדין). 2. אי-עמידה בתנאים של איזון במבנה ההון בתוכנית לשיקום כלכלי. המשמעות האופרטיבית היא שייתכנו מקרים בהם התוכנית לשיקום כלכלי אושרה על ידי אספות בעלי העניין, אך היא לא אושרה על ידי בית המשפט שכן התוכנית אינה כוללת מבנה הון מאוזן. כלומר, המודל מתערב בשיקול דעתם של בעלי העניין, שחזקה עליהם שהם הביאו בשיקול דעתם את כדאיות ההסדר ואת מאזן הסיכוי והסיכון הטמון בו, ובכל זאת החליטו לאשרו. משמע, ככל שההסדר אושר על ידם, הרי שאין להתערב בשיקול דעתם, וזאת אף אם לדעת בית המשפט טעו הנושים בשיקול דעתם, והוא היה מגיע לתוצאה שונה.<sup>165</sup> הביקורת לפיכך כלפי המודל היא שהוא מתערב בשיקול דעתם של בעלי העניין, התערבות שהיא אינה יעילה כלכלית ונורמטיבית. המענה לביקורת האמורה הוא בכמה מישורים.

ראשית, ההצדקה להתערבות בית המשפט נובעת מהטעם של התוויית מדיניות משפטית ראויה, שהיא חלק מתפקיד בית המשפט.<sup>166</sup> נראה שמדיניות ראויה אינה יכולה לאפשר הסדר שהסיכוי שהוא יתממש בפועל הוא נמוך מלכתחילה, שכן לקריסה חוזרת ישנן השלכות ארוכות טווח הכוללות פגיעה באמון הגורמים הרלוונטיים במוסד שיקום החברות. קרי, ייתכן שקבוצות בעלי העניין בתיק אחד ספציפי מוכנות לקחת את הסיכון/סיכוי ולאשר תוכנית הבראה שמבנה ההון האמור בה אינו מאוזן והסיכוי לחדלות פירעון חוזרת גדול, וזאת מתוך ראייה אינטרסנטית המכוונת לאותו תיק ספציפי בלבד. מאידך, בית המשפט אינו יכול להסתפק בראייה צרה ועליו להביא בחשבון שיקולי מדיניות רחבים. על פי שיקולים רחבי טווח, נראה שאין לאשר תוכנית לשיקום שאינה מציגה מבנה הון מאוזן, הגם שקבוצות בעלי העניין אישרו אותה, שכן ככל שתוכניות אלה יאושרו באופן קבוע, הרי שיש יותר סיכוי שחברות כאלה ייכנסו לחדלות פירעון חוזרת. העלאת אחוזי החברות הנכנסות לחדלות פירעון חוזרת עלולה להביא לכך שבהליכים אחרים קבוצות בעלי העניין יתנגדו מראש להליך הבראה, וזאת מתוך רצון למנוע את אותה חדלות פירעון חוזרת. המשמעות היא, שהליכי הבראה יעילים כלל לא יבוצעו, ומוסד שיקום החברות ייפגע ללא צורך. לפיכך, התוצאה שאותה על בית המשפט למנוע באמצעות הכלל האמור, היא מניעת פגיעה במוסד שיקום החברות וקיום כלל שימנע סיכול הליכי הבראה יעילים.

שנית, מתן האפשרות לבעלי המניות החדשים (או הקודמים שנשארו בחברה לאחר ההסדר) לשקם את החברה, אך עדיין לא להציג מבנה הון מאוזן, יכול לעודד אותם לפעילות עסקית אופורטוניסטית תוך נטילת סיכונים עסקיים בלתי סבירים, העלולים ליפול בסופו של יום על שכמם של הנושים החוזרים. ידיעתם של משקיעים בפוטנציה שהם יכולים לרכוש חברה מבעל

165 רע"א 4077/16 ח' א' א' אקסטרה אחזקות בע"מ נ' נאמנים בהקפאת הליכים של מגה קמעונאות בע"מ, פס' 12 לפסק הדין (פורסם בנבו, 24.5.2016).

166 רע"א 8761/09 סלקום ישראל נ' פתאל, פס' 5 לפסק הדין (פורסם בנבו, 6.5.2010).

תפקיד ללא הצגת מבנה הון מאוזן, עלולה לעודדם למהלכים בלתי אחראיים אשר יסכנו את יציבות החברה המשתקמת ויפגעו פגיעה קשה ביכולתה לפרוע את חובותיה לנושיה. שלישית, התערבות כאמור תמנע מצב של העמקת חדלות פירעון, שכן תוצאה סבירה לחדלות פירעון חוזרת היא העמקת חדלות הפירעון לגבי אותם נושים. כך, לדוגמה, במקרים בהם הקריסה החוזרת, שנובעת ממבנה הון שאינו מאוזן, התרחשה בסמוך להסדר ההבראה הראשון באופן בו התשלומים לנושים על פי אותו הסדר לא שולמו במלואם, הרי שלאותם נושים יכול להיגרם נזק גדול יותר מאשר אילו החברה הייתה מחוסלת במסגרת ההליך הראשון. אומנם, קיים סיכוי/סיכון בכל הסדר הבראה שהוא לא יתממש עד תומו בפועל, אך כאמור ישנן עדויות המלמדות שכאשר תוכנית שיקום אינה מציגה הון שאינו מאוזן, גדלים הסיכויים לחדלות פירעון חוזרת.<sup>167</sup> בהקשר זה, הרי שאחד החידושים המרכזיים בחוק חדל"פ הוא האחריות האישית שהוטלה לצמצום היקף חדלות הפירעון של החברה או העמקתו.<sup>168</sup> כלומר, המחוקק קבע באופן קטגורי שהעמקת חדלות פירעון של חברה היא עילה לחיוב באחריות נושאי משרה לגבי הנזקים שנגרמו עקב כך. בהיקש מקביעה זו, ניתן לומר שחדלות פירעון חוזרת, שנבעה ממבנה הון שאינו מאוזן ביציאה מן ההסדר ושהגדילה את הנזק לנושים, יכולה לחשוף את בעל התפקיד לטענות בדבר אחריותו להעמקת חדלות הפירעון. כמו כן, יש בקביעת המחוקק בכדי ללמד על אומד דעתו, ולפיו העמקת חדלות פירעון היא מצב בלתי רצוי לחלוטין, עד כדי הטלת אחריות אישית. משמע, מניעת מצב של העמקת חדלות הפירעון היא מטרה השווה בערכה, לכל הפחות, למטרה של שיקום חברה. לפיכך, על בית המשפט לעשות ככל הניתן למנוע מצב זה, וכפועל יוצא מכך לא לאשר תוכניות לשיקום כלכלי בהן מבנה ההון של החברה אינו מאוזן.

רביעית, הנחת המוצא ששיקול דעתם של הנושים באישור ההסדר נבע מידיעה מלאה ושמדובר בהסתכנות מדעת, אינה תמיד נכונה. קרי, יש מקום למתן הגנה על נושים בעלי תביעות חוב נמוכות ונושים שאינם משוכללים אשר ישנו ספק לגבי יכולתם המקצועית לזהות שמבנה ההון של החברה אינו מאוזן. כשל זה יכול להתרחש כאשר אותם נושים מצביעים על תוכנית ההבראה ללא ייעוץ משפטי, שכן עלויות הייעוץ הן גבוהות ביחס לחוב כלפיהם, או שאין עומדים לרשותם אמצעי בדיקה של מידת הסיכון הנלווית להסדר ההבראה. לנושים אלה אין הזדמנות הוגנת לעמוד על מצבה של החברה לאשורו בעקבות התוכנית לשיקום, ובהיעדרה של הזדמנות אמיתית מעין זו, אופי הסכמתם להסדר הוא רצוני רק לכאורה, והוא אינו משקף העדפה חופשית ולקיחת סיכון ממשית. ייתכן שגם אם אחד מנושים אלה זיהה בעצמו את העובדה שמבנה ההון אינו מאוזן, הרי שעדיין מבחינת עלות הייצוג המשפטי אין לו תמריץ לנקוט פעולה בהקשר זה. המסקנה המתבקשת מדברים אלה היא כי הנחת קיומו של שיקול דעת מלא והסתכנות מדעת של הנושה כאשר הוא מאשר תוכנית שיקום עם חברה שאינה מסדירה את מבנה ההון שלה, רחוקה מלהיות חד משמעית.

167 עניין אטלנטיס, לעיל ה"ש 153; עניין אפריקה, לעיל ה"ש 153; עניין בנק דיסקונט, לעיל ה"ש 153.

168 ס' 288 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי.

תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון

חמישית, התערבות כאמור תמנע העמסת עלויות על הקופה הציבורית, שכן לקריסה חוזרת עלויות ישירות לקופה הציבורית. בעלויות אלה מצויה עלות ההליך הנוסף, ובכלל זה העלות הנובעת מתשלום גמלת הביטוח הלאומי לעובדים, שכן על פי סעיף 371 לחוק,<sup>169</sup> גם בהליכי הבראה זכאים העובדים לקבלת הגמלה מהביטוח הלאומי. משמע, ייתכן מצב בו חברה עברה הליך שיקום, עובדיה קיבלו את גמלת הביטוח הלאומי המוקנית להם על פי הדין, אך החברה נכנסה לחדלות פירעון חוזרת, ולפיכך עובדיה יקבלו שוב את גמלת הביטוח הלאומי.

**פרמטר כשרות הפירעון אינו ברור, חשוף להטיות ואינו ישים לבדיקה על ידי המשפט**

ביקורת נוספת על המודל יכולה להימתח לגבי ההגדרה של מבנה הון מאוזן, היותו מושג "שסתום", חשיפתו להטיות ולגבי חוסר יכולתו של בית המשפט לבחון את התקיימות הפרמטר.

באשר להגדרה של מבנה הון מאוזן והיותו מושג "שסתום", הרי שלאור כך שאין בחקיקה התייחסות לשאלה מהם הערכים הספציפיים לעניין יחס ההון המשקף מבנה הון מאוזן, הרי שניתן לטעון שהפרמטר כולו אינו ברור, ושקיים קושי ליישמו ולגזור ממנו משמעות אופרטיבית.<sup>170</sup> המענה לביקורת זו הוא שאומנם אין בדין הישראלי התייחסות לערכים הספציפיים המשקפים מבנה הון מאוזן, אך בית המשפט העליון קבע כללים משפטיים הדנים בסוגיה זו,<sup>171</sup> ושעל פיהם ניתן לבחון את סבירות מבנה ההון. כמו כן, וכפי שצוין,<sup>172</sup> מדדים פיננסיים הם המדדים בעלי המשקל הרב ביותר לניבוי מצבה של החברה,<sup>173</sup> כך שהטענה שלא ניתן להתבסס על מדדים פיננסיים היא מוקשה.

טענה נוספת היא שפרמטר זה חשוף להטיות מכיוון שבחינתו תלויה במדדים פיננסיים אשר בין היתר צופים פני עתיד (תזרים מזומנים למשל), כך שכמו כל חוות דעת כלכלית, חוות דעת זו חשופה להטיות.<sup>174</sup> המענה לביקורת זו הוא שבדיקת הפרמטר תיעשה באמצעות מומחה אובייקטיבי מטעם בית המשפט, ובכך תימנע ההטיה לעניין מזמין חוות הדעת. יתר על כן, בדיקת המומחה תיעשה על ידי שימוש במבחן העסק החי, שהוא מבחן מקובל למדידת יכולת הפירעון של החברה ואשר כבר פורש ומולא תוכן על ידי בית המשפט וכללי החשבונאות המקובלים.<sup>175</sup> בנוסף, ועל מנת למזער את ההטיה האפשרית, המומחה או בית המשפט יבדקו בנוסף למבחן העסקי החי כמה יחסים פיננסיים של החברה, המלמדים על יציבותה ואיתנותה והמאפשרים לעמוד על המגמות העיקריות בפעילות החברה.

169 ס' 371 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי.  
170 על חשיבות הצורך בכללים פשוטים וטכניים לצורך ודאות עסקית ומשפטית ראו ע"א 7414/08 תרו תעשיה רוקחית בע"מ נ' Sun Pharmaceutical Industries Ltd, פס" 7-8 לפסק דינה של השופטת נאור (פורסם בנבו, 7.9.2010).  
171 עניין משמר העמק, לעיל ה"ש 159.  
172 Blazy & Nigam, לעיל ה"ש 154.  
173 ראו לעיל הטקסט ליד ה"ש 158.  
174 עניין אי.די.בי., לעיל ה"ש 60.  
175 עניין התחנה המרכזית, לעיל ה"ש 161.

באשר לטענה שבדיקת הפרמטר היא קשה ליישום על ידי בית המשפט, הרי שהטענה שיכולה לעלות היא שלוח הזמנים הצפוף של הליך השיקום לא יאפשר את הבדיקה הנדרשת, ושלבית המשפט אין את המומחיות הנדרשת לבדיקה האמורה. המענה לטענה זו הוא שהעובדה שיש קושי מסוים אינה אמורה להרתיע במישור הרעיוני, כמו גם שהיא אינה אמורה להרתיע את בית המשפט מלנקוט גישה ראויה (ככל שהוא סבור כי זו הגישה הראויה). במישור הספציפי, המענה הוא שאומנם הליך השיקום הוא הליך מאתגר מבחינת סד הזמנים, ברם חוק חדלות פירעון עיגן את האפשרות של בית המשפט להאריך את תקופת הקפאת ההליכים מעבר לתשעה חודשים (הגבלה שהייתה מנויה בסעיף 350 לחוק החברות). משמע, המחוקק סבר שעל מנת לקדם הבראות יעילות, אין להגבילן בזמן, כך שהעברת בדיקת פרמטר מבנה ההון למומחה, ככל שיש בכך צורך, עולה בקנה אחד עם חוק חדל"פ.

בנוסף, דומה כי בחינת מבנה ההון של הסדר ההכרזה אינה נופלת במתחם חוות הדעת הכלכליות הסבוכות דוגמת הערכות שווי (אשר גם לגביהן לא נרתע בית המשפט מלעשות בהן שימוש). בחינת מבנה ההון של החברה, כמוצע במודל, מתמקדת בשאלה אחת ויחידה, ובחינתה תיעשה על ידי מבחן העסק החי וכמה מדדים פיננסיים נוספים. סביר להניח, לפיכך, שהכנת חוות דעת כאמור תיערך תוך זמן קצר, אשר אין למשכו משקל משמעותי לגבי שאלת התמשכות ההליכים. בכל הנוגע לביקורת שלבית המשפט אין את המומחיות הנדרשת לבחינה האמורה, הרי שגם לביקורת זו מענה, שכן כפי שהוצע, בית המשפט יעזור במדדים פיננסיים ברורים ובמומחה אובייקטיבי לבחינת סוגיה ספציפית וממוקדת – מבנה ההון של החברה. יתר על כן, בית המשפט של חדלות פירעון הוא בעל מומחיות כלכלית ייחודית והוא נדרש, לא אחת, לבחון מדדים פיננסיים ולדון בהערכות שווי כלכליות,<sup>176</sup> כך שלטענה שלבית המשפט אין את הידע הדרוש אין אחיזה במציאות.

#### אמת המידה המוצעת במודל יכולה לגרוע מחלופת הפירוק של הנושים

על פי המודל המוצע, אמת המידה צריכה להיות שהפעולה תתחשב בהשפעותיה על החברה, ועל החברה בלבד. דהיינו, החברה ובעל התפקיד צריכים לקבל החלטה המאפשרת צריכת משאבים של החברה לטובת חילוץ אך ורק אם שיקול דעתם מוליך אותם למסקנה שיש סיכוי סביר לא להגיע לנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון (ולמעשה בכך תקבל החברה בתמורה משאבים רבים יותר). לפיכך, פעולה של בעל התפקיד לטובת החברה ולטובת חילוץ מחדלות פירעון העומדת באמת מידה זו היא לגיטימית כל עוד החברה אינה בחדלות פירעון מוחלטת. אמת מידה זו חשובה לביקורת הנובעת מכך שיייתכן שפעולות בעל התפקיד בין נקודת חדלות הפירעון הפורמלית לנקודה הסינגולרית צרכו משאבים של החברה, אך פעולות אלה לא הצליחו לחלץ את החברה מחדלות פירעונה, כאשר לא רק שפעולות אלה כשלו, אלא שהן אף

176 עניין אי.די.בי., לעיל ה"ש 60, פס' 6.7 לפסק הדין: "בצד זה, יש לציין, כי בית המשפט נדרש, לא אחת, במסגרת הליכים שחברה היא צד להם, לבחון את יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה, הן הקיימות והן הצפויות".

תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון

גרעו מחלופת הפירוק שעמדה בפני קבוצות בעלי העניין בתחילת ההליך. התשובה לביקורת זו בנויה מכמה מענים.

ראשית, מדובר במודל דינמי שאינו קובע נקודה דיכוטומית אחת למעבר לחדלות פירעון מוחלטת, אלא מתנה זאת בהתקיימות שני פרמטרים. דינמיות זו מאפשרת גמישות במועד ההכרזה על "מוחלטות" והתאמה לכל מקרה ומקרה. קרי, ייתכן מצב בו מתקיימים שני הפרמטרים, והחברה היא חדלות פירעון מוחלטת, כבר במועד כניסת החברה לחדלות פירעון פורמלית. במצב כזה, בו ישנה ה"האחדה" בין שתי הנקודות כבר בראשית ההליך, הרי שאין במודל קיימות החברה לפגוע בחלופת הפירוק. קרי, נקודת המוצא של המודל היא שעל החברה להמשיך לפעול לקיומה ללא מתן עדיפות לאף אינטרס, אך נקודה זו נקבעת באופן דינמי, והיא אינה נקודת הסיום של המודל. דינמיות זו, לאחר נקודת המוצא, היא מענה לביקורת האמורה. שנית, הביקורת האמורה מבוססת על ההנחה שניתן למדוד את חלופת הפירוק לעומת חלופת ההבראה עם כניסת החברה לחדלות פירעון, ומהתוצאה לגזור את דרך הפעולה הנבחרת. ברם, מדובר בהנחה בעלת ספקות משמעותיים לגבי התקיימותה, כך שההנחה הגלומה בביקורת עצמה היא בספק. ספקות אלה נובעים מכך שישנו קושי מהותי להשוות בין החלופות. ויובהר, ההחלטה האם יש מקום לביצוע הליך הבראה מתבצעת עם כניסת החברה להליך חדלות פירעון פורמלי. במועד זה, בית המשפט צריך לקבל את ההחלטה על בסיס השערתו לגבי האלטרנטיבה שתתקבל מפירוק החברה והנזלת נכסיה, קרי הערך שקבוצות בעלי העניין יקבלו ככל שהחברה תפורק (להלן: חלופת הפירוק) לבין חלופת ההסדר, קרי, הערך שקבוצות בעלי העניין יקבלו בהסדר (להלן: חלופת ההסדר). למעשה מדובר בעיקרון כלכלי אשר נועד להבטיח שהסדר חוב ושיקום חברה יתבצעו רק במקרה שהם מגדילים את סך ערך החברה בהשוואה להליך פירוק (להלן: עקרון הגדלת הערך).<sup>177</sup>

ניסוח התנאי האמור בצורת משוואה הוא כדלקמן:

#### משוואה 1 – עקרון הגדלת הערך

$$V(\text{פירוק}) \geq V(\text{הבראה})$$

כאשר:

– (הבראה)  $V$  מייצג את סך ערך החברה לאחר הסדר חוב

– (פירוק)  $V$  מייצג את סך ערך החברה בפירוק

ההשוואה בין החלופות מקבלת גם התייחסות בפרקטיקה כאשר קבוצות בעלי העניין ובית המשפט בוחרים את החלופות האמורות בכואם להחליט על היתכנות הליך ההבראה והסדר ההבראה.<sup>178</sup> אלא שכאמור, בפועל עיקרון זה אינו יכול להיות מדיד בצורה אובייקטיבית, שכן

<sup>177</sup> "היבטים כלכליים בקביעת מדיניות להסדרי חוב קונצרני בישראל" 24 (טל מופקדי ורועי לשם, 5.2018), [www.idc.ac.il/he/research/aiep/Documents/debt\\_settlement\\_policy.pdf](http://www.idc.ac.il/he/research/aiep/Documents/debt_settlement_policy.pdf).

<sup>178</sup> אלשיך ואורבך, לעיל ה"ש 126, בעמ' 65–66.

ערך חלופת הפירוק וערך חלופת ההבראה אינם ודאיים, אלא מתבססים על הערכות שווי, אשר מטבען אינן מדע מדויק והן חשופות להטיות ולניגודי עניינים.<sup>179</sup> כמו כן, בחלופת ההבראה גלומים ערכים נוספים אשר יש קושי להעריכם ולכמתם מבחינה כלכלית, בוודאי על ידי בית המשפט ובוודאי במועד בו נבחנות החלופות השונות. קרי, כיצד ניתן לגלם ולתת ערך כלכלי נקוב בחלופת ההבראה לשמירת מקום עבודתם של העובדים, לצמצום הנטל על הקופה הלאומית, לדאגה ללקוחות החברה ולחילוץ בעלי מניות בעסקים קטנים ובינוניים. ערכים אלה הם ערכים חברתיים שכרוכים בהם שיקולים מקרו-כלכליים, ולפיכך יש קושי לתת להם ערך כלכלי נקוב בכל תיק ספציפי וממילא ראוי שיבואו בחשבון במסגרת מוסדית אחרת שיודעת ליישם מדיניות עקיבה בהם. קרי, בהנחה שפעולות בעל התפקיד להשאת האינטרס המצרפי של החברה יכולות לגרוע מחלופת הפירוק, הרי שעל פי משוואה 1, אין מקום לפעולות אלה. אלא שכאמור משוואה 1 היא משוואה מורכבת הצריכה לבוא לידי ביטוי באופן הבא:

משוואה 2 – עקרון הגדלת הערך המלא

$$\begin{array}{|l}
 \hline
 \text{חלופת ההבראה של בעלי המניות} \\
 + \\
 \text{חלופת החבראה של הנושים} \\
 + \\
 \text{חלופת החבראה של העובדים} \\
 + \\
 \text{חלופת החבראה של המדינה} \\
 + \\
 \text{האינטראקציה בין החלופות} \\
 \hline
 \end{array}
 =
 \boxed{\text{חלופת התבראה}}
 \geq
 \boxed{\text{חלופת הפירוק}}
 =
 \begin{array}{|l}
 \hline
 \text{חלופת הפירוק של בעלי המניות} \\
 + \\
 \text{חלופת הפירוק של הנושים} \\
 + \\
 \text{חלופת הפירוק של העובדים} \\
 + \\
 \text{חלופת הפירוק של המדינה} \\
 + \\
 \text{האינטראקציה בין החלופות} \\
 \hline
 \end{array}$$

מורכבות המשוואה מגלמת קושי בקביעה מהו ערך חלופת הפירוק, מהו ערך חלופת ההבראה ואת היכולת להשוות ביניהם. מאידך, מודל קיימות החברה מניח שהשוואה בין החלופות אינה ישימה, שכן החלופות הן פונקציות מורכבות הכוללות גורמים שמשקלם נובע משיקולים ערכיים ומקשרים בין אותם גורמים אשר יש קושי למדוד אותם בצורה אובייקטיבית. המודל אינו נותן משקל מוחלט, בנקודת המוצא, להבחנה בין החלופות, וכפועל יוצא מכך הקושי הגלום במשוואה אינו בא לידי ביטוי. משמעות הדברים היא, שהביקורת האפשרית על מודל קיימות החברה לפיה אין הצדקה לפעולות הגורעות משאבים מהחברה, שכן ייתכן שפעולות אלה יגרעו מחלופת הפירוק, מוטלת בספק.

כמו כן, האמירה "מה היה קורה אם...", ובהקשר מודל קיימות החברה "מה היה קורה אם בעל התפקיד היה פועל לפי מודל הנושים או המודל החברתי", היא אמירה היפותטית ונכונה תמיד, ולכן יש קושי "לתקוף" אותה באופן רציונלי. למעשה, ההבחנה בין חלופת הפירוק לחלופת ההבראה היא בעלת מאפיינים של הטיה קוגניטיבית מוכרת – "הטיית החוכמה

179 עניין אי.די.בי., לעיל ה"ש 60.

תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון

בדיעבד" (Hindsight Bias).<sup>180</sup> הכוונה לנטייה המתועדת היטב של הבריות להאמין בכנות מלאה כי הן היו יכולות להימנע מכשל כלשהו בפעולה, לאחר שנמסר להן כי הפעולה נכשלה, אף שלאמיתו של דבר לא היה ביכולתן להימנע מן הכשל בשעת מעשה. כאשר מדובר בביקורת שיפוטית של פעולות, הטיית החוכמה בדיעבד עלולה להגדיל מדי את ההסתברות לקביעת התרשלות.<sup>181</sup> כלומר, ביקורת על מודל קיימות החברה, הנעוצה בהבחנה בין חלופת הפירוק לחלופת ההבראה ו"מה היה קורה אם..." היא בעייתית מטבעה, שכן מדובר ב"חוכמה בדיעבד" החשופה להטיה קוגניטיבית ברורה.

### לנושאי המשרה אין תמריץ להכנסת החברה להליך חדלות פירעון פורמלי

ביקורת נוספת שיכולה לעלות היא שלנושאי המשרה אין תמריץ שיגרום להם להכניס את החברה להליך חדלות פירעון פורמלי במועד האופטימלי.<sup>182</sup> קרי, בהינתן בעיית הנציג בין בעל התפקיד, נושא המשרה והחברה, אין לנושא המשרה תמריץ ממשי להכניס את החברה להליך קולקטיבי, שכן האינטרס האישי שלו אינו מושא על ידי אותו בעל תפקיד. ודוק, התמריץ להכניס את החברה להליך הקיבוצי במועד הנכון מופחת עוד יותר לאור שיטת המשפט הישראלית. על פי שיטה זו, נושאי המשרה, ברובם המוחלט של המקרים, מסיימים את תפקידם בעת פתיחת ההליך ומעבירים את השליטה בחברה לידי בעל תפקיד חיצוני הממונה על ידי בית המשפט והמקבל, בין היתר, את סמכויות נושאי המשרה.<sup>183</sup> מכאן שנושאי המשרה אינם מזדרזים לפנות בבקשה להקפאת הליכים לבית המשפט, שכן עם מתן צו הקפאת ההליכים, הם למעשה יודחו מתפקידיהם. יתרה מזו, עקב מבנה השליטה המקובל בשוק הישראלי, המאופיין, ככלל, בבעלות ריכוזית, קרי בקיומו של בעל שליטה, החשש האמור אינו רק של נושאי המשרה, אלא גם של בעל השליטה (כמו גם שבעל שליטה ממנה את נושאי המשרה, כך שלנושאי המשרה, ככלל, ישנה זהות עם בעל השליטה, ולפיכך סביר להניח כי נושאי המשרה יפעלו לטובת האינטרסים של בעל השליטה).<sup>184</sup> לפיכך, החלפת נושאי המשרה ואיבוד שליטתו של בעל השליטה בחברה כתוצאה מכך מהווים גורם מרכזי לכך שחברות דוחות את מועד הגשת הבקשה להבראה, דבר שמקטין את סיכוייהן להבראה. בנוסף, ובהמשך לתמריץ השלילי, יכולה לעלות טענה שהמודל עלול אף לגרום לנושא המשרה "להמר על חיי החברה" לצורך הימנעות מכניסה להליך קולקטיבי.<sup>185</sup>

- 180 חמי בן נון "הטיות קוגניטיביות והחלטות שיפוטיות – אינטואיציה וחשיבה סדורה במלאכתו של השופט" **שערי משפט** ה' 177 (2010).
- 181 עמיר ליכט "שם הוורוד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושא-משרה" **משפט ועסקים** יט 490, 475 (2016).
- 182 Jaka Cepec & Mitja Kovac, *Carrots and Sticks as Incentive Mechanisms for the Optimal Initiation of Insolvency Proceedings*, 7 DANUBE 79, 82 (2016).
- 183 עניין הדסה, לעיל ה"ש 125.
- 184 דלית זמיר "הצעת חוק הבראת חברות – מערכת איזונים בין אינטרסים מתנגשים" **תאגידים** ח/3 15–10 (2011).
- 185 לאון אנידג'ר "אקטיביזם של בעלי המניות: דיון תיאורטי והשוואתי" **מחקרי משפט** ל' 191, 239–244 (2015).

המענה לביקורת האמורה הוא שדווקא מודל קיימות החברה מפחית את ניגודי העניינים של נושאי המשרה ואת בעיית הנציג באופן שיגרום להם להכניס את החברה להליך הקיבוצי במועד היעיל והאופטימלי. ויובהר, המועד לפניית החברה להליך חדלות פירעון פורמלי, לגבי כל המודלים, הוא דומה והוא צריך להיות בסמוך ככל הניתן להתהוות קשייה הכספיים של החברה. פניית החברה בסמוך למועד האמור תגדיל את יעילותו של ההליך המשפטי שיגיב על הבעיה הקיבוצית של החברה בלא שיהוי, ובכך יחסוך מכל המעורבים בפעילות החברה בזבוז משאבים מיותר.<sup>186</sup> ברם, הן מודל הנושים והן המודל החברתי מספקים תמריצים שליליים להכנסת החברה להליך קיבוצי במועד האופטימלי.

כך, להנהלת חברה הפועלת מתוך הנחה שתכלית החברה בחדלות פירעון תהיה על פי מודל הנושים, המעניק עדיפות מוחלטת להשאת הערך לנושים, אין תמריץ להקדים את כניסת החברה להליך הקיבוצי, שכן המודל אינו פועל למען האינטרס המצרפי של החברה – עליו הם אמונים – אלא למען השאת הערך לנושים. כך גם לגבי המודל החברתי: להנהלת חברה המעריכה שתכלית החברה בהליך הקיבוצי תהיה בהתאם למודל החברתי, משמע הליך המכניס לתוכו שיקולים חברתיים בלתי מוגדרים, אין תמריץ להקדים את הכניסה להליך הקיבוצי למועד הסמוך להתהוות הקשיים הכספיים. משמע, לחברה כאישיות משפטית נפרדת ועצמאית, ולנושאי המשרה האמונים על אותה חברה, אין תמריץ לפעול לקידום הליך הבראה שאינו משיא את האינטרסים של החברה, אלא מוטה נושים או קהלים. מודל קיימות החברה מציע פתרון לבעיית הנציג האמורה שכן התכלית, על פי המודל המוצע, היא השאת האינטרס המצרפי של החברה מבלי מתן עדיפות למי מהגורמים המעורבים בפעילותה.

המודל המוצע משפר את המצב הבעייתי האמור, שכן כאשר הנהלת החברה תצטרך להחליט על מועד הכניסה להליך הקיבוצי, היא תשקלל את תכלית החברה וההליך על פי מודל קיימות החברה. כלומר, מודל לפיו התכלית היא השאת האינטרס המצרפי של החברה, כך שהחשש שההליך יהיה מוטה נושים או בעל יעדים חברתיים בלתי מדידים, מופחת. קרי, דווקא מודל קיימות החברה, שמעניק עדיפות לאינטרס החברה המובחן, קרי לאינטרס עליו אמונים נושאי המשרה, מביא לזהות אינטרסים ולפעולה יעילה.

גם מינוי בעל תפקיד חיצוני לחברה אשר יחליף את נושאי המשרה ואשר עלול היה לגרום לנושאי המשרה לעכב את מועד פתיחת ההליכים מחשש שיוחלפו, אמור לבוא לידי ביטוי בצורה פחותה יותר במערך השיקולים של הנהלת החברה. אומנם, ייתכן שנושאי המשרה יסיימו את תפקידם, אך אמת המידה על פיה פועל אותו בעל תפקיד היא אמת מידה מוכוונת החברה, ולא מוטה נושים או קהלים, כך שהסיכוי שנושאי המשרה יחזרו להיות בקשר עם החברה, ובעל השליטה יישאר חלק מהחברה, עולה, ובהתאם עולה התמריץ להכנסת החברה להליך הקולקטיבי במועד הקרוב להתהוות הקשיים.

186 האן דיני חדלות פירעון, לעיל ה"ש 57, בעמ' 305.



### בעל התפקיד יפעל מתוך הטיה טבעית להימנע מסיכון

טענה נוספת שיכולה להיות מופנית כלפי המודל המוצע היא שגם אם החברה פנתה בזמן להליך הבראה וניתן להצילה בעזרת מודל קיימות החברה, ישנו חשש שבעל התפקיד, מתוקף תפקידו, יפעל מתוך הטיה טבעית להימנע מסיכונים.

התשובה לעניין זה היא שדווקא מודל קיימות החברה גוזר לבעל התפקיד יחס אופטימלי לסיכון. ויובהר, על פי מודל הנושים, יחסו של בעל התפקיד לסיכון מכתוב לחברה פונקציית מטרה המבכרת את היחס של הנושים לסיכון. יחסם של הנושים לסיכון הוא יחס של שונאי סיכון, משמע יחסו של בעל התפקיד לסיכון הינו של שונא סיכון. הנושים, שהאינטרס המצרפי שלהם הוא השאת החזר החוב, יעדיפו שהחברה בחדלות פירעון לא תיקח סיכונים, שכן בהינתן שהדין קובע שחובות שנוצרו לאחר צו חדלות הפירעון הם קודמים לחובות העבר, האינטרס שלהם יהיה למזער סיכונים, שכן הסיכון שהפעולה תיכשל ייפול על שכמם.<sup>187</sup> אומנם לעיתים יש דמיון רב בין האינטרס של החברה חדלת הפירעון לבין האינטרס של הנושים, זאת כאשר הנושים, הנתפסים בידי עצמם כבעלי התביעות השוריות כלפי החברה, מעוניינים שהחברה תבחר בדרך הפעולה שהערך הנוכחי שלה הוא הגבוה ביותר עבור החברה. כלומר, במקרה בו הנושים סבורים כי השאת החזר החוב כלפיהם תהיה באמצעות השאת האינטרס המצרפי של החברה בחדלות פירעון, הרי שיש התלכדות לגבי הסיכון שעל בעל התפקיד לקחת.

ברם, במקרים שבהם הנושים סבורים כי השאת הערך עבורם אינה זהה להשאת האינטרס המצרפי של החברה, הרי שישנה היפרדות לגבי הסיכון שעל בעל התפקיד לקחת. במקרים בהם ישנה היפרדות, הנושים יעדיפו, כאמור, לצמצם סיכון, שכן הם נוטלים את הסיכון על שכמם. ודוק, וכפי שהובהר במסגרת פרק ב.1., הנושים אינם בעלי מרקם אחיד ויש להם העדפות מנוגדות באופן היוצר ניגודי עניינים בינם לבין עצמם ובינם לבין החברה. מודל קיימות החברה מכיר בעובדת קיומם של ניגודי העניינים בין היחס לסיכון של הנושים, בינם לבין עצמם ובינם לבין החברה. המודל המוצע מטיל חובה נורמטיבית על בעל התפקיד ליטול סיכון באופן שיהלום את העדפת הסיכון/סיכוי של החברה אף כשהללו אינן חופפות את העדפות הסיכוי והסיכון של הנושים. מכאן שעל בעל התפקיד לבצע כל פעולה שתשיא את האינטרס המצרפי של החברה, בכפוף לכלל כי פעולה היא לגיטימית כל עוד יש צפי שהחברה תקבל יותר משאבים בתמורה. על בעל התפקיד להעסיק את נכסי החברה באופן שמגדיל את ערכם המצרפי גם לנושים וגם לבעלי המניות. זאת להבדיל, כאמור, מיחסו של בעל התפקיד לסיכון על פי המודלים האחרים.

ניתן להדגים את האמור באמצעות היחס של בעלי התפקיד לגבי הפרויקטים של החברה. ככלל, פרויקטים מפסידים יכולים להוות סיבה מרכזית להתדרדרות פיננסית של חברה. פרויקט מפסיד מצריך מהחברה עלויות תפעול שעולות על הרווחים, הוא יוצר קושי תזרימי ומאיץ את כניסת החברה לאזור חדלות הפירעון.<sup>188</sup> הפרויקטים שהחברה התקשרה בהם יכולים להימצא

<sup>187</sup> Vincent S.J. Buccola, *Beyond Insolvency*, 62 U. KAN. L. REV. 1, 15–16, 39–40 (2013)

<sup>188</sup> אלשיך ואורבך, לעיל ה"ש 126, בעמ' 143.

במגוון רחב של מצבים, החל ממצב תקין לכאורה, שבו העבודה מתקיימת כסדרה, דרך פרויקטים שבהם העבודה אינה סדירה ויש חשש לנקיטת סעדים זמניים ועד פרויקטים בהם העבודה הופסקה לחלוטין, ונותרו מהם רק סכסוכים משפטיים.<sup>189</sup> לפיכך, כאשר בעל התפקיד מתמנה לחברה, אחת ממשימותיו הראשונות היא מיון הפרויקטים שהחברה התקשרה בהם, שכן אין טעם שבעל התפקיד יפעיל פרויקטים הפסדיים ו/או פרויקטים שמצבם אינו מצדיק המשך הפעלה.<sup>190</sup>

מיון זה מתבצע על פי יחסו לסיכון של בעל התפקיד. משמע, יישום מודל הנושים יביא את בעל התפקיד לקיים פרויקטים רק אם הסיכוי לרווח עולה על הסיכון ולוותר על פרויקטים רווחיים בהם הסיכוי והסיכון שווים. מאידך, יישום המודל החברתי יביא את בעל התפקיד לדרך פעולה שאינה ברורה ואינה יעילה, שכן לעיתים הוא ימשיך בפרויקט שהסיכוי לרווח בו קטן מהסיכוי, וזאת בשם יעד חברתי חיצוני לחברה המצדיק המשך הפעלת פרויקט הפסדי, וזאת גם על חשבון פרויקט רווחי או שהסיכוי/ סיכון בו שווים (כאשר ברור שחברה בהליך חדלות פירעון מוגבלת במקורות המימון שלה וביכולת להשיגם). בניגוד למודלים האחרים, הרי שיישום המודל המוצע יביא לכך שבעל התפקיד ימשיך בפרויקטים אשר לגביהם הוא סבור כי הם ישיאו את הערך המצרפי של החברה ובהם הסיכוי והסיכון שווים. ודוק, יישום המודל המוצע מלמד כי לעיתים בעל התפקיד ימשיך להפעיל פרויקט הפסדי המעסיק את עיקר ההון האנושי של החברה, וזאת מתוך הנחה כי בכך יושא ערך החברה בכללותו, ולא מתוך שיקול חברתי חיצוני לחברה הנובע מהמודל החברתי. מכאן שאם יפעל בעל התפקיד על פי אמת המידה המוצעת, הרי שהוא לא יימנע מסיכון שראוי לקחת אותו, אלא דווקא ההפך מכך.

## ו. מודל קיימות החברה וחוק חדלות פירעון

חוק חדל"פ שנכנס לתוקף ביום 15.9.2019 מהווה רפורמה מקיפה בתחום חדלות הפירעון והוא מסדיר באופן מקיף ושלם את כלל דיני חדלות הפירעון של יחידים ושל תאגידים.<sup>191</sup> השינוי שמתווה החוק נוגע להסדרת הדין המהותי ולשינוי מבני ברשויות האמונות על יישום הדין והוא מבוצע באמצעות ביטול והתאמה של ההסדרים הקיימים. העובדה שהמחוקק הישראלי ערך רפורמה משמעותית, שלוותה בדיונים בוועדת החוקה ובדברי הסבר מפורטים, מאפשרת לקיים דיון מעמיק בקשר בין מודל קיימות החברה לבין מטרת החוק והוראותיו, ודיון זה ייערך להלן.

189 חדל"ת (מחוזית ת"א) 8847-12-19 אורתם סהר תשתיות ובניה בע"מ נ' הממונה על הליכי חדלות פירעון ושיקום כלכלי (פורסם בנבו, 22.12.2019).

190 אלשיך ואורבך, לעיל ה"ש 126, בעמ' 144.

191 דברי הסבר להצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, בעמ' 593.

## 1. מודל קיימות החברה ותכלית חוק חדל"פ

סעיף 1 לחוק חדל"פ קובע את מטרת החוק ותפקידו, בדומה לסעיף התכלית הקבוע בחוק החברות, לספק את הנורמה הכללית ואת המצפן לפירוש כל יתרת ההוראות בחוק ולהכווין את פעולותיהם של הפועלים על פי החוק. בדומה לסעיף התכלית בחוק החברות, מוקם סעיף התכלית בחוק חדל"פ בחלק הכללי של החוק, והוא מוקם בסעיף הראשון לחוק ב"חלק א': עקרונות ופרשנות", "פרק א: עקרונות יסוד". כאמור, מיקומו כסעיף הראשון בחוק נעשה מתוך מטרה מוצהרת שמיקומו יאיר על המשך החוק, ושעל פי הנורמה המשפטית הקבועה בו יפורשו יתרת הוראותיו.<sup>192</sup> באשר לחברות עסקיות החוק קובע שתי מטרות.<sup>193</sup> המטרה הראשונה הקבועה בסעיף 1(א) היא להביא ככל האפשר לשיקומה הכלכלי של החברה, והמטרה השנייה הקבועה בסעיף 1(ב) היא להשיא את שיעור החוב שייפרע לנושים. מדובר במטרות אשר קיים ביניהן מתח מובנה ולמעשה הן מביאות לידי ביטוי את המתח בין הגישה הכלכלית לגישה החברתית לתיאור תכלית דיני חדלות הפירעון ואת ה"שעטנו" הנורמטיבי אליו התייחסה חביב סגל עוד בשנת 2005.<sup>194</sup> המשמעות היא שהחוק והפועלים במסגרתו אמורים לפעול תחת נורמה מורכבת של "שיקום החייב (ככל האפשר)" במשולב עם "השאת הפירעון לנושים". נורמה מורכבת זו זקוקה כאמור לאיזון בין רכיביה לפרשנות. ברם, יכולות לעלות פרשנויות מנוגדות בקשר לאיזון בין הרכיבים, באופן שישפיע על כלל הנורמה לפיה יפורש החוק. הפרשנויות המנוגדות פורטו במסגרת פרק ג' וניתן לתמצתן בכך שהמצפן המורכב שקבע המחוקק בחוק נתון לפרשנויות סותרות, וכי בעוד המחוקק ביקש להקנות בעזרת הקודיפיקציה החדשה ודאות ויציבות לדין,<sup>195</sup> בפועל מטרה זו לא הסתייעה.

אולם, דומה שהמודל המוצע מצליח לעלות בקנה אחד עם המצפן המורכב שנקבע בחוק וכי יישומו עולה בקנה אחד עם המטרות המתנגשות הקבועות בו. כך, על פי המודל המוצע, הרי שעל בעל התפקיד לפעול על ציר חדלות הפירעון כאשר הוא אינו מחויב כלפי שום אינטרס ייחודי הנמצא מחוץ לחברה, וזאת עד הנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון. במשמעותו הבסיסית, הרי שהמודל מסיט את פונקציית המטרה של החברה בחדלות פירעון הפורמלית מהשאת החזר החוב לנושים או מהשאת הערך לכלל הקהלים, אל החברה עצמה. החברה, גם בהיותה בחדלות פירעון פורמלית ועד להיותה בחדלות פירעון מוחלטת, אינה מחויבת כלפי שום אינטרס ייחודי הנמצא מחוץ לה.

למשמעותו הבסיסית של המודל המוצע מצטרף דבר היותו דינמי, כלומר שלאחר נקודת המוצא ולאורך ציר חדלות הפירעון על בעל התפקיד ויתר בעלי העניין לבחון את מצב החברה אל מול תנאי חדלות הפירעון המוחלטת הקבוע במודל, וככל שקיימת ודאות גבוהה שהוא עתיד להתקיים, הם יוכלו לפעול להעברת החברה למסלול המוביל לפירוק ולקדם, בהתאם

192 דברי הסבר להצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, בעמ' 604.

193 לגבי יחידים, החוק קובע גם מטרה נוספת, שם: "לקדם את שילובו מחדש של חייב שהוא יחיד במרקם החיים הכלכליים".

194 חביביסגל, לעיל ה"ש 72, בעמ' 251.

195 דברי הסבר להצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, בעמ' 594.

לצורך, את האינטרס המצרפי השיורי באותו מועד. פועל יוצא של האמור לעיל הוא שמודל קיימות החברה מצליח לעלות בקנה אחד עם המצפן המורכב שנקבע בחוק חדל"פ. מצד אחד, המודל קובע שתכלית החברה אותה יש להשיא היא חילוזה מחדלות פירעון, משמע שיקומה, ובכך הוא מתאים למטרה הראשונה שנקבעה בחוק חדל"פ. מצד אחר, המודל הוא דינמי, כך שלאחר חציית הנקודה הסינגולרית, תכלית החברה היא השאת הערך לבעלי התביעות השיוריות, משמע לנושים, ובכך המודל תואם את המטרה השנייה הקבועה בחוק. למעלה מכך, המודל המוצע מאפשר גם איחוד של המטרות, קרי, שיקום והשאה גם יחד, שכן השאת הערך לנושים היא גם חלק מהאינטרס המובחן של החברה עצמה, וזאת מכיוון שהמודל עצמו קובע שהסכמת הנושים לשיקום ולהסדר היא חיונית (בכפוף לאפשרות של כפיית הסדר). משמע, במכלול שיקולי בעל התפקיד במסגרת המודל המוצע, עליו להביא גם את אינטרס השאת הערך לנושים, שכן התעלמות מאינטרס זה תדרדר את החברה לנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון. דומה כי שתי המטרות שנקבעו בחוק ואשר יישומן ביחד כחלק ממודל הנושים או מהמודל החברתי נתקל בקשיים, מתאפשר בצורה קוהרנטית יותר עם מודל קיימות החברה.

## 2. מודל קיימות החברה ביחס להוראות החוק

בסעיף 1 לחוק נקבעה הנורמה המשפטית אשר לאורה צריך לפרש את יתרת הוראות החוק. הנורמה המשפטית האמורה עולה בקנה אחד עם מודל קיימות החברה, ולפיכך ניתן היה להניח שגם יתרת הוראות החוק יעלו בקנה אחד עם המודל המוצע. ברם, עיון מעמיק בהוראות החוק מלמד שלצד הוראות שאכן נראה שהן תואמות את המודל המוצע, ישנן הוראות שדומה שאינן עולות בקנה אחד עימו. בשלב זה היה ראוי, לפיכך, לתאר את ההוראות בחוק תוך ההבחנה האמורה ולספק המלצות האם וכיצד יש להתאים את החוק למודל. מפאת קוצר היריעה, התיאור להלן רק ידגים את האמור.

באשר להוראות שעולות בקנה אחד עם המודל, הרי שהקביעה החדשה בחוק, לפיה הליכי חדלות הפירעון יחלו בהליך מאוחד שבו תיקבע דרך הטיפול המשפטית בחברה,<sup>196</sup> היא דוגמה להוראה בעלת תאימות גבוהה למודל המוצע ושלמעשה משקפת את מודל קיימות החברה, בנקודת פתיחת ההליכים, בצורה ברורה. ההסדרים הקודמים קבעו שהליכי פירוק והליכי הבראה ייפתחו בשני מסלולים נפרדים שהוסדרו בדברי החקיקה השונים.<sup>197</sup> מכיוון שלבחירה בפתיחה בהליך הבראה או בהליך פירוק יכולה להיות השפעה רבה על אופן הטיפול בחברה, נוצר מצב שדרך הטיפול המשפטית בפועל לא תמיד תאמה את המצב הכלכלי-עובדתי-משפטי של החברה. קרי, במקרים מסוימים הוגשה בקשה להקפאת הליכים על אף שהיה ברור שמצבה הכולל של החברה אינו מתאים לכך, ובמקרים אחרים הוגשה בקשת פירוק על אף שהיה ברור כי דווקא יש לפעול בדרך של הקפאת הליכים.<sup>198</sup> ההפרדה האמורה יצרה

196 ס' 7-8 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי.

197 בקשה לפירוק חברה הוסדרה בס' 257 לפקודת החברות. בקשה להקפאת הליכים הוסדרה בס' 350 לחוק החברות.

198 פרק (מחוזי ת"א) 40721-09-12 מעריב – הוצאת מודיעין בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ (פורסם בנבו, 23.9.2012).

מצב שאינו יעיל ואינו רצוי, בו ההליך שנבחר אינו נגזר מפרמטרים כלכליים, אלא דווקא מההליך הפרוצדורלי אותו נקט מגיש הבקשה.<sup>199</sup> חוק חדל"פ שינה כאמור מצב זה והוא קובע שהליכי חדלות פירעון יחלו בהליך מאוחד שבו ייקבע אם החברה חדלת פירעון. רק לאחר הכרעה זו יחליט בית המשפט על הדרך שבה נכון לטפל בחדלות פירעונה של החברה – הליכי שיקום או הליכי פירוק. במקרה שבו קיים חוסר בהירות בשלב הראשון לגבי ההליך המתאים, רשאי בית המשפט לאשר המשך הפעלת החברה עד להגשת דו"ח ראשוני מצד בעל התפקיד לגבי מצבה הכלכלי של החברה. בהתאם לממצאי הדו"ח יקבע בית המשפט אם להורות לבעל התפקיד לפעול לשיקום החברה או לפירוקה.<sup>200</sup>

התאימות, לפיכך, בין המודל המוצע לחוק בסוגיה זו היא גבוהה. המודל המוצע מכוון לכך שבנקודת הפתיחה של ההליך הפורמלי, על בעל התפקיד להשיא את אינטרס החברה – חילוזה מחדלות פירעון, וזאת ללא הטיה מראש לגבי אילו מקבוצות העניין. גם החוק מכוון לכך שבנקודת הפתיחה של ההליך הפורמלי תינתן עדיפות להליך שיקום החברה והפעלתה. המודל המוצע הוא דינמי בהיבטי הבחינה של תנאי חדלות הפירעון המוחלטת. גם החוק מכוון לדינמיות כאשר הוא מורה לבעל התפקיד לבחון את מצבה הכלכלי של החברה – תנאי חדלות הפירעון – ובהתאם להם לגבש את עמדתו לגבי חלופות ההבראה או הפירוק. משמעות הדברים, שאחד מעיקרי המודל המוצע – היחס לנקודת הפתיחה של ההליכים הפורמליים – הוא קוהרנטי וחופף לשינוי שערך החוק. לצד סעיפים אלה קיימים סעיפים נוספים העולים בקנה אחד עם מודל קיימות החברה, ובכלל זה ההוראות בחוק המאפשרות גמישות בהפעלת החברה בתקופת ההבראה והמגדילות את הסיכוי לגבש הסדר נושים.<sup>201</sup>

לצד ההוראות שתוארו לעיל והעולות בקנה אחד עם מודל קיימות החברה, הרי שעיון בחוק מעלה שישנן הוראות שאינן תואמות את המודל המוצע, שכן הן מביאות לידי ביטוי את העדפת אינטרס הנושים על פני אינטרס החברה. קיום הוראות בחוק בעלות תכלית מנוגדת, שיקום החברה אל מול השאת הערך לנושים, נובע מהמצפן המורכב שקבע החוק בסעיף מטרתו ושנדרן לעיל. הגם שיישום המודל המוצע מפחית את המתח המובנה בין המטרות האמורות, הרי שישנן כאמור הוראות בחוק שאינן קוהרנטיות למודל קיימות החברה. בכלל זה ניתן להדגים את אי-התאימות באמצעות סעיף 288 לחוק חדל"פ.

סעיף זה קובע בסיס אחריות חדש לאחריות אישית של נושאי המשרה והוא חובתם של הדירקטורים והמנכ"ל לצמצם את היקף חדלות הפירעון של החברה. האן סבור שאין המדובר בקונקרטיזציה של חובת הזהירות האמורה בחוק החברות, אלא באחריות חדשה, שכן הסעיף קובע שהאחריות היא כלפי החברה בגין הנזקים שנגרמו לנושי החברה.<sup>202</sup> כלומר, על נושאי המשרה להשיא את עניינם של הנושים, גם אם אין זו בהכרח טובתה הכוללת של החברה. משמעות הדברים היא, שסעיף 288 יוצר הטיה לטובת הנושים, שכן הוא מייחד זכויות לנושים תוך התמקדות ישירה בהם, ולא בטובת החברה אשר אמורה לשקלל גם את עניינם של הנושים,

199 דברי הסבר להצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, בעמ' 614.

200 ס' 24 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי.

201 חלק מהוראות אלה פורטו לעיל בטקסט ליד ה"ש 130.

202 האן "אחריות נושאי משרה", לעיל ה"ש 94, בעמ' 15.

וזאת אף טרם כניסת החברה להליך חדלות פירעון פורמלי. האחריות החדשה שהוטלה על נושאי המשרה האמורים שהיא למעשה העמדת הנושים במרכז עניינם של נושאי המשרה עוד טרם כניסת החברה לחדלות פירעון פורמלית, היא ייחודית לדין הישראלי והיא גורמת לכמה קשיים.<sup>203</sup>

מבחינה נורמטיבית, האחריות החדשה גורמת לכפל אמות מידה שכן החובה לצמצום חדלות הפירעון אינה קונקרטיזציה של חובת הזהירות, אלא חובה הנושאת תוכן עצמאי.<sup>204</sup> כפל זה מקשה על נושאי המשרה לקבל החלטה יעילה כאשר הם נדרשים לכך, והלכה למעשה, יגרום לנושאי המשרה לקבל החלטה מתגוננת ושאיינה יעילה כלכלית. מבחינה מעשית, האחריות החדשה מציפה גם היא קושי הנובע מחוסר היכולת לזהות בזמן אמת את חדלות הפירעון של החברה ולהגיב אליה באופן מיידי, כמו גם שכלל אין זה ברור שהאמצעים שקבע המחוקק, המהווים חזקה מפני אחריות אישית (הסתייעות במומחה להבראת חברות או פתיחה במשא ומתן עם נושים), הם ברורים, והם בוודאי טעונים פרשנות משפטית.<sup>205</sup> משמע, סעיף 288 על הקשיים האמורים בו והעדפת הנושים אותה הוא נוקט, אינו תואם את מודל קיימות החברה, המבכר את העדפת האינטרס המובחן של החברה, ולא של מי מקבוצות העניין, לרבות לא של קבוצת הנושים.

## ז. סיכום

מאמר זה בחן את שאלת תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון. מדובר בשאלה מורכבת ורב ממדית שהתשובה לה אינה קבועה ומוחלטת, אלא כפופה לתפיסות נורמטיביות שונות ולשינויים חברתיים. המאמר מנסה להתמודד עם המורכבות האמורה באמצעות הצגת מודל חדש ממנו נגזרת תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון – "מודל קיימות החברה". המודל מציע, לראשונה, לראות את אינטרס החברה כאינטרס הבלעדי על ציר חדלות הפירעון, ללא מתן עדיפות לאינטרס של בעל עניין זה או אחר. במסגרת זו, המודל מציע להבחין בין חדלות פירעון פורמלית לחדלות פירעון מוחלטת, כאשר על בסיס ההבחנה בין המצבים מוצע שהחברה ובעל התפקיד יפעלו על ציר חדלות הפירעון כאשר הם מחויבים רק להיטיב עם החברה, וזאת עד הנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון. קרי, בהיות החברה

203 כך, הדין במדינת דלאוור, ארצות הברית, קובע שאין מקום להטיל חובות חדשות על נושאי המשרה, וכי חובות הזהירות והאמונים החלות על נושאי המשרה מספקות גם כאשר החברה נעה על ציר חדלות הפירעון. ראו *Trenwick America Litig. Trust v. Ernst & Young*, 906 A.2d 168 (Del. Ch. 2006); *Quadrant Structured Prods. Co. v. Vertin*, 115 A.3d 535 (Del. Ch. 2015). בפסק דין זה נקבע כי כלל שיקול הדעת העסקי מגן על דירקטורים בקבלת החלטות עבור חברה חדלת פירעון, כאשר החלטות אלה עשויות לכלול ניסיון להציל את חיייה של החברה. דיני החברות בדלאוור שומרים, לפיכך, על הקו העקבי של החלת חובת הזהירות וחובת האמונים הקלסיות על נושאי המשרה, גם לעת חדלות פירעונה של החברה.

204 האן "אחריות נושאי משרה", לעיל ה"ש 94, בעמ' 7.

205 שם, בעמ' 42.

תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון

אישיות משפטית, עצמאית ונפרדת, יש לה אינטרסים משלה והחברה עצמה היא המשקללת את מכלול האינטרסים של הקבוצות המעורבות בפעילותה בצורה הטובה ביותר. כניסת החברה לתחום חדלות הפירעון, וכל עוד לא עברה החברה את הנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון, אין בה כדי לשנות הנחות יסוד אלה.

השאלה, לפיכך, האם תכלית החברה, היא תוכנה אשר יהא, ממשיכה לשמש כמצפן של החברה גם במקרה שבו החברה נעה על הציר מכשרות לחדלות פירעון, היא שאלה המגלמת כבר בתוכה נקודת מבט נוספת ואחרת על הדיון והרואה בציר חייה של החברה ובדינים המסדירים אותו כציר אחד ארוך, המתחיל עם ייסודה של החברה והמסתיים עם חדלות פירעונה המוחלט של החברה, ולא כשני מצבי עולם נפרדים, אשר אין בהם כל קשר והיזון חוזר.

באשר לשאלה עצמה, ומבחינה מהותית, הרי שהמודל החדש גוזר תשובה אחרת לשאלת הבסיס האמורה. עד חדלות הפירעון המוחלטת, תכלית החברה אינה משתנה. תכלית החברה, כל עוד החברה לא חצתה את הנקודה הסינגולרית של חדלות פירעון, היא קבועה והיא באה לידי ביטוי בהשאת רווחי החברה והימנעות מחדלות פירעון. המודל המוצע מניח שכל עוד החברה לא חצתה את סף חדלות הפירעון המוחלטת, הנחות היסוד הגלומות במודל החברה הן שרירות וקיימות ואין לאיינן רק מחמת מצב כלכלי שאינו ודאי. ברם, לאחר חצייתה של החברה את הנקודה הסינגולרית של חדלות הפירעון ובהיותה בחדלות פירעון מוחלטת, תכליתה של החברה משתנה לתכלית של השאת עניינם של בעלי התביעות השיוריות. המצפן הנורמטיבי של החברה, לפיכך, כל עוד החברה אינה בחדלות פירעון מוחלטת, הוא מצפן קבוע ויציב, שמחוגו מכוון כלפי החברה עצמה.

באשר לשאלה האם מצפן נורמטיבי זה עולה בקנה אחד עם הקביעה הערכית לגבי תכלית החברה הקבועה בסעיף 11 לחוק החברות ועם הקביעה הערכית לגבי דיני חדלות הפירעון הקבועה בסעיף 1 לחוק חדל"פ, הרי שהנורמות שנקבעו על ידי המחוקק הישראלי הן נורמות מתקדמות וייחודיות. סעיפים אלה חוקקו לאחר דיונים ממושכים בנושאי הליבה והם מכריזים, ללא היסוס וללא הרכנת ראש, מהי תכלית החברה העסקית ומהי מטרתם של דיני חדלות הפירעון. ברם, הנורמות שנקבעו הן נורמות מורכבות הזקוקות לאיזון בין רכיביהן, שכן יכולות לעלות פרשנויות מנוגדות בקשר לאיזון בין הרכיבים באופן שישפיע על כלל הנורמה לפיה יפורש החוק. אולם, דומה שמודל קיימות החברה מצליח לעלות בקנה אחד עם המצפן המורכב שנקבע בחוק והוא מספק איזון לפרשנויות המנוגדות.

מצד אחד, המודל קובע שתכלית החברה אותה יש להשיא היא חילוץ מחדלות פירעון, משמע שיקומה, ובכך הוא מתאים למטרה הראשונה שנקבעה בחוק. מצד שני, המודל הוא דינמי, כך שלאחר חציית הנקודה הסינגולרית, תכלית החברה היא השאת הערך לבעלי התביעות השיוריות, משמע לנושים, ובכך הוא תואם את המטרה השנייה הקבועה בחוק. המודל המוצע מאפשר גם איחוד של המטרות, קרי, שיקום והשאה לנושים, שכן השאת הערך לנושים היא גם חלק מהאינטרס המובחן של החברה עצמה, וזאת מכיוון שהמודל עצמו קובע שהסכמת הנושים לשיקום ולהסדר היא חיונית (בכפוף לאפשרות של כפיית הסדר). משמע, במכלול שיקולי בעל התפקיד במסגרת המודל המוצע, עליו להביא גם את אינטרס השאת הערך לנושים, שכן התעלמות מאינטרס זה תדרדר את החברה לנקודה הסינגולרית של חדלות

הפירעון. דומה כי שתי המטרות שנקבעו בחוק, ואשר יישומן כחלק ממודל הנושים או מהמודל החברתי נתקל בקשיים, מתאפשרות בצורה קוהרנטית יותר עם מודל קיימות החברה. מטבע הדברים, מודל קיימות החברה הוא בעל נקודות תורפה וחשוף לביקורות. ברם, יש לקבל בברכה ביקורות אלה, שכן מתוכן יצמח ויחודד המודל. כמו כן, יש מקום להצגת התוצאות האפשריות של המודל באמצעות דילמות משפטיות ועסקיות כלליות וספציפיות המתקיימות על ציר חדלות הפירעון, בחינת המודל בראי תאוריות צדק, בדין המשווה ובאמצעות חקר מקרה. הנה כי כן, במובנים רבים הדיון במאמר זה לגבי תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון תם ולא נשלם.