

המטרות של דיני הפירוק והשיקום: שחרור נכסי החברה מהתחייבויות לא יעילות

אירית חביב-סגל*

ההצדקה לקיומם של דיני חדלות-פירעון נשארה עד כה בגדר שאלה פתוחה. הספרות נוטה להדגיש עד היום את הקונפליקט הקיים בין הגישות הנורמטיביות השונות בתחום האינסולוונטיות של החברה. עם זאת, מבט מעמיק יותר בתיאוריות הקיימות בתחום מגלה שכולן נוטות לצאת מנקודת-מוצא משותפת שהיא: האכיפה החוזית של הסדרים לפירוק החברה משיאה את היעילות המצרפית. גם תיאוריות חברתיות הקוראות לרמות גבוהות יותר של חלוקה מחדש של נכסי החברה אינן חולקות על נקודת-מוצא זו בדבר היעילות של אכיפת הסכמים קודמים, אך שמות את הדגש בשיקולים נורמטיביים ובהצדקות של צדק חלוקתי וערכי שיקום.

מאמר זה מציג תיאוריה חדשה לדיני חדלות-פירעון של חברה (פירוק ושיקום) הקוראת תיגר על נקודת-המוצא המשותפת הזאת. כמו התיאוריה הכלכלית, גם הניתוח הנוכחי מתמקד בשיקולי יעילות. התיאוריה החדשה קוראת לניסוח כללים של חדלות-פירעון ששיאו את הערך המצרפי של נכסי החברה החייבת לנושיה ובעלי מניותה. עם זאת אטען שתפקידם של דיני חדלות-פירעון הוא לאפשר את התשתית הפרוצדורלית והמהותית לשחרר את נכסי החברה מהתחייבויות לא-יעילות. הניתוח במאמר יבהיר כיצד תשתית תיאורטית חדשה זו מספקת הסבר לחלקים גדולים מהדין הפוזיטיבי הקיים בתחום של דיני חדלות-פירעון. ראשית, התיאוריה מסבירה מדוע בתי-המשפט מעדיפים הליכי שיקום על הליכי פירוק. שנית, התיאוריה מסבירה מדוע החוק יוצר העדפה ברורה לטובת נושים המעבירים לחברה אשראי חדש לאחר תחילת ההליכים הקולקטיביים. לבסוף, התיאוריה מסבירה את ההסדרים הקיימים ביחס לחוזים מכבידים.

* מרצה בכירה, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל-אביב. תודתי נתונה למשתתפי הכנס המשפטי השנתי הראשון של בית-ספר רדזינר למשפטים: אתגרי רגולציה במשק הישראלי, שנערך במרכז הבינתחומי, על הערותיהם המועילות למאמר. כמו-כן ברצוני להודות לחברי מערכת כתב-העת משפט ועסקים על תרומתם הנכבדה להתפתחות המאמר.

מבוא

- פרק א: הליך חדלות-פירעון של חברה – רקע כללי
1. הגנת הנושים בדיני חדלות-פירעון של חברה
 - (א) העברת השליטה בנכסים
 - (ב) המעבר להליכי גבייה קולקטיביים
 - (ג) הקשר בין העברת השליטה בנכסים לבין המעבר להליכי גבייה קולקטיביים
 - (ד) ההליך המשפטי של הליכי הגבייה הקולקטיביים
 2. חלופת הפירוק מול חלופת השיקום
 - (א) מהי מטרתם של דיני הפירוק והשיקום?
 - (ב) מהו אופי הבחירה בין חלופת הפירוק לבין חלופת השיקום?
 3. התפתחות דיני הפירוק והשיקום בישראל
- פרק ב: היסודות הנורמטיביים של דיני הפירוק והשיקום
1. המטרות של דיני הפירוק והשיקום והשיקולים על-פי הספרות הקיימת
 - (א) מטרות כלכליות לעומת מטרות חברתיות
 - (ב) מטרות פרוצדורליות לעומת מטרות מהותיות
 - (ג) מטרות מיקרו-כלכליות לעומת מטרות מיקרו-כלכליות
 2. תיאוריה חדשה להבנת דיני הפירוק והשיקום
 - (א) כללי
 - (ב) שלושת התנאים המצטברים שבהתקיימם יש הצדקה לשחרור המאגר של נכסי החברה ממערך ההתחייבויות הקיים כנגדו
 - (ג) מדוע קיומם המצטבר של שלושת התנאים מצדיק את קיומם של הליכי הגבייה הקולקטיביים
 - (ד) שמירת תוכנית החלוקה המקורית
 - (ה) מניעת שימוש לרעה בהליך השיקום או בהליך הפירוק
 3. השוואת התיאוריה המוצעת עם תיאוריות קודמות
- פרק ג: בחירת סוג ההליך – שיקום, פירוק או פשרה בין הנושים
1. שיקולים נורמטיביים בבחירה בין שיקום לפירוק
 - (א) שלושת הנימוקים הקיימים להצדקת העדפתה של חלופת הפירוק על חלופת השיקום
 - (ב) הבחנה בין סיבות לכשל פירעון בצד "הנכסים" של המאזן לבין סיבות לכשל בצד "ההתחייבויות" של המאזן
 - (ג) הבחנה בין כשל פירעון מיקרו-כלכלי לבין כשל פירעון מיקרו-כלכלי
 - (ד) סתירת הנימוקים בעד חלופת הפירוק
 2. חלופת השיקום בישראל והסדרי פשרה בין הנושים
- פרק ד: סיכום

מבוא

השאלה בדבר מטרותיהם של דיני הפירוק והשיקום נחשבת לשאלה לא-פתורה. הספרות נוהגת להדגיש את המתח ואי-היכולת ליישב בין התפיסות הנורמטיביות השונות של מערכת הדינים של חדלות-פירעון. בעיקר, הספרות מדגישה את המתח שבין תפיסות כלכליות, הממקדות את דיני הפירוק והשיקום בניסיון להשיא את השווי הנפרע לנושים באירוע של חדלות-פירעון, לבין תפיסות חברתיות, המדגישות את הערך החברתי והשיקומי (rehabilitation) של הדין. באופן טבעי, הדינים הקונקרטיים הנגזרים מכל אחת מן התפיסות שונים לחלוטין, ונראה שהתרכובת שנוצרה במהלך השנים בדין הפוזיטיבי מהווה מעין שעטנז חסר כיוון חד-משמעי של הגישות השונות.

אלא שמחשבה מעמיקה יותר על יסודותיהם הנורמטיביים של דיני הפירוק והשיקום מגלה נקודת-מוצא משותפת המנחה את כל התיאוריות של דיני הפירוק והשיקום: הנחת-המוצא של מכלול התיאוריות היא שהתחייבויות רצוניות הינן יעילות תמיד, כך ששיקולי יעילות מחייבים התערבות מזערית של הדין בתוכניהן. במילים אחרות, הנחתן של התיאוריות הקיימות היא שהחוזים שהתכרה יוצרת עם צדדים שלישיים וכן החוזים שמשקיעי החברה יוצרים בינם לבין עצמם מייצגים התקשרויות יעילות, קרי, התקשרויות המקדמות את סך התועלת של הצדדים.

בהנחה שהדין מבקש לקדם את היעילות הכלכלית, הנחת-מוצא זו מנחה שני עקרונות נורמטיביים: העיקרון הנורמטיבי הראשון הוא שעל הדין להימנע ככל שניתן מהתערבות ביחסים החוזיים. גם במסגרת הפירוק והשיקום, על הדין להימנע ככל שניתן משינוי של הזכויות הקיימות כפי שהצדדים עיצבו אותן. שנית, פתרונות המושגים בהסכמה יעילים יותר מפתרונות שמערכת המשפט מנחה. אשר על-כך, על הדין לכבד את ההסכמה שהושגה בין הצדדים גם ביחס למצב של חדלות-פירעון. כך, למשל, אם הצדדים ערכו ביניהם חוזים היוצרים שעבודים וגילו את רצונם להעניק קדימות לחלק מן הנושים, על הדין לכבד רצון מקורי זה ולאכוף את זכויותיהם העדיפות של הנושים המובטחים.

הנקודה המעניינת היא שהן הדוגלים בתיאוריות כלכליות של דיני הפירוק והשיקום והן הדוגלים בתיאוריות החברתיות נסמכים על נקודת-מוצא שקובעת כי התחייבויות רצוניות יעילות תמיד כנתון הברור מאליו. כאשר התיאוריות החברתיות של דיני הפירוק והשיקום קוראות להתערבות מסיבית יותר של הדין ביחסים החוזיים שבין הצדדים, הן נסמכות על שיקולים אחרים מאשר שיקולי היעילות.

במאמר זה אבקש להתריס כנגד נקודת-מוצא זו ואף לסתור אותה.

ראשית, אבקש להראות שחויבים רצוניים אינם יעילים תמיד. אדרבה, הפירמה עלולה להיגרר לעיתים למצב שבו היא יוצרת חיובים לא-יעילים, המקטינים את סך כל התועלת המצרפית מן הנכסים המושקעים בה. אומנם, בחלק ממצבים אלה יצליחו הצדדים לפתור

את אי-היעילות בכוחות עצמם וליצור הליך מחדש של משא-ומתן ועיצוב מחדש של ההתחייבויות ההדדיות על-מנת להשיב את מערך הנכסים של הפירמה לפעילות יעילה; אלא שבמקרים אחרים, ניגודי אינטרסים ואסטרטגיות שונות של משא-ומתן עלולים לטרפד את הליך העיצוב מחדש של החיובים הקיימים.

שנית, אבקש להראות שחיובים לא-יעילים מהווים מקור מרכזי לתופעה של חדלות-פירעון. כאשר הצדדים כושלים בניהול ההליך לשינוי ולעיצוב מחדש של החיובים ההדדיים, הם עלולים להיקלע לקשיים פיננסיים. הפעילות הלא-יעילה תמנע מן הפירמה את המקורות הפיננסיים הדרושים לה לפרעון התחייבויותה השוטפות ותדרדר אותה בכך למצב של חדלות-פירעון. במצבים של חיובים קודמים מכבידים יימנעו משקיעים חדשים מלהזרים מקורות מימון חדשים לחברה, והיא לא תצליח לגייס את המקורות הנדרשים לפרעון ההתחייבויות השוטפות גם ממקורות חיצוניים.

שלישית, על יסוד הטענות הקודמות, אבקש להראות שדיני הפירוק והשיקום התפתחו על-מנת לספק מענה לבעיות אלה. מכאן שבניגוד לנקודת-המוצא המנחה את כל תיאוריות הפירוק הקיימות, שיקולי יעילות עשויים לתמוך בהתערבות משפטית ביחסים הרצוניים. כפי שיראה הדיון, כאשר מתקיימים שלושה תנאים מצטברים – קרי: חיובים לא-יעילים, כשל בניסיון לעצב אותם חיובים מחדש וקשיים פיננסיים – יש הצדקה נורמטיבית להתערבות משפטית ביחסים החוזיים, וזו מטרתם ומהותם של דיני הפירוק והשיקום. במצבים אלה אין מנוס מהתערבות משפטית על-מנת "לשחרר" את נכסי החברה מן הכפיפות לחיובים המקוריים שנוצרו לגביהם ולאפשר את השבתם לפעילות עסקית יעילה. דיני הפירוק והשיקום נועדו לאפשר תהליך זה. הם כרוכים בהתערבות מסיבית במערך החיובים הקיימים, המכוונת לניתוקם של הנכסים מן ההתחייבויות המקוריות ולהשבתם לפעילות יעילה.

בהצגתה של תזה חדשנית זו אתחיל מסקירה קצרה של תחום חדלות-פירעון והתיאוריות הקיימות של דיני הפירוק והשיקום. סקירה זו חיונית להגדרתן של השאלות העומדות לדיון. לאחר-מכן אפנה להצגת התזה עצמה. אצביע על מהותם ועל מקורם של החיובים הלא-יעילים, ואחר-כך, אדון בתנאים החיוניים הנוספים להצדקתו של הליך הפירוק או השיקום. בסופו של הדיון אבקש לבסס את הטענה שבהתקיים שלושת התנאים המצטברים, יש הצדקה להתערבותו של הדין ביחסים החוזיים.

פרק א: הליך חדלות-פירעון של חברה – רקע כללי

1. הגנת הנושים בדיני חדלות-פירעון של חברה

חששם המרכזי של נושי החברה הוא מפני מצב של חדלות-פירעון, קרי, מצב שבו לא תוכל עוד החברה לפרוע את מלוא חובותיה וחלק מן הנושים ייוותר ללא פירעון. דיני הפירוק והקפאת ההליכים מבקשים להגן על הנושים במצבים אלה, והם מכתיבים שני שינויים מרכזיים בחיי החברה: ראשית, דינים אלה מורים על העברת השליטה בנכסי החברה מנציגיהם של בעלי המניות לנציגיהם של הנושים (להלן: העברת השליטה בנכסים); שנית, דינים אלה מעבירים את הליכי הגבייה נגד החברה מהליכי הגבייה האינדיווידואליים הרגילים להליכי הגבייה הקולקטיביים של הפירוק או השיקום (להלן: המעבר להליכי גבייה קולקטיביים).

(א) העברת השליטה בנכסים

העברת השליטה בנכסים באה לידי ביטוי בזכותם של הנושים להביא לידי מינוי נציג מטעמם (כונס-נכסים, קדם-מפרק, מפרק או נאמן) על-מנת לפעול בשם החברה ולהפעילה. כל עוד החברה חיה ונושמת, בעלי המניות ונציגיהם הם השולטים בנכסיה ובמהלך קבלת ההחלטות בה. זכויות שליטה בנכסים קמות לנושים במהלך חייה של החברה אך ורק במסגרתם של הליכי הוצאה לפועל או במסגרת של מימוש שעבודים שהעניקה להם החברה. דיני הפירוק והשיקום משנים מצב דברים זה. עם תחילתם של הליכי פירוק או הליכי שיקום, השליטה בנכסי החברה עוברת מנציגיהם של בעלי המניות לנציגיהם של הנושים, הנהנים מן הכוח להפעיל את נכסי החברה ולממשם לצורך פרעון התחייבויותיה.¹ בעלי המניות יהיו זכאים להיפרע מנכסי החברה אך ורק לאחר שנפרעו חובותיה במלואם.

(ב) המעבר להליכי גבייה קולקטיביים

המעבר להליכי גבייה קולקטיביים בא לידי ביטוי בעיכוב כל הליכי הגבייה האינדיווידואליים נגד החברה וריכוז מכלול הנושים במסגרתם הקולקטיבית של הליכי הפירוק או השיקום.² כל עוד החברה חיה ונושמת, היא כפופה להליכי גבייה

1 על החשיבות של העברת השליטה מידי נציגיהם של בעלי המניות לידיהם של נציגי הנושים, ראו: Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen "Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundation of Corporate Reorganizations" 87 *Va. L. Rev.* (2001) 921.

2 ראו פש"ר 1361/02 (ת"א) תבל תשדורת בינלאומית לישראל בע"מ נ' Warner Bros. *Distribution International Television*, דינים מחוזי לד' (2) 70 (ניתן על-ידי

אינדיווידואליים: כל נושה זכאי לנהל הליך משפטי נפרד להוכחת חובו בבית-המשפט ולגביית החוב בהליכי הוצאה לפועל, וקיומו של ההליך המשפטי האחד אינו משפיע כמעט על כל הליך אחר נגד החברה. ההנחה הסמויה המסתתרת מאחורי שיטת הגבייה האינדיווידואלית היא שכל עוד שווי נכסי החברה עולה על שווי התחייבויותיה, יוכל כל אחד מן הנושים להיפרע את מלוא חובו במסגרת ההליך האינדיווידואלי של ההוצאה לפועל.³ לעומת זה, עם כניסתה של החברה למצב של חדלות-פירעון, שווי החובות עולה על שווי הנכסים, ואין די עוד בנכסי החברה לפרעון מלוא חובותיה. במקרה זה הליך הגבייה האחד עלול להשפיע על הליך הגבייה האחר, כך שנושה המצליח להקדים את גביית חובו ייהנה מפירעון מלא בעוד שנושים אחרים עלולים להיוותר עם שווי אפס. במילים אחרות, הליכי הגבייה האינדיווידואליים יוצרים משטר שרירותי שבו "כל הקודם זוכה" גם אם אין לכך כל הצדקה נורמטיבית. דיני הפירוק והשיקום מבקשים למנוע את "מירוץ הנושים" על-ידי עיכוב כל הליכי הגבייה האינדיווידואליים והעברת מכלול הנושים למסגרת קולקטיבית של גביית חובות. כל נושה של החברה זכאים ונדרשים להיפרע את חובותיהם במסגרתו של הליך משפטי אחד, והמפרק או הנאמן של החברה מייצג נאמנה את מכלול נושיה. כללי החלוקה הנוהגים בדיני הפירוק והשיקום מסדירים את חלוקת הנכסים בין הנושים.

(ג) הקשר בין העברת השליטה בנכסים לבין המעבר להליכי גבייה קולקטיביים

העברת השליטה לידיהם של נציגי הנושים והמעבר להליכי גבייה קולקטיביים קשורים זה לזה, והם מבטאים את תפיסתה של מערכת המשפט כי מרגע שהחברה כושלת אין עוד מקום לאפשר לה לפעול בצורה חופשית, ועל מערכת המשפט לנקוט התערבות דרסטית בענייניה לטובת הנושים. על כך עמדה לאחרונה השופטת אלשיך בעניין רובננקו שמואל אחזקות בע"מ נ' בונה הבירה בניה והשקעות בע"מ:⁴

השופטת אלשיך ביום 10.2.2003. ראו גם: פש"ר 1802/02, בש"א 16127/02 (ת"א) חיון נ' מכבי הכח רמת-גן, דינים מחוזי לג(6) 159 (ניתן על-ידי השופטת אלשיך ביום 2.12.2002); בש"א 18215/02 (ת"א) משב תעשיות קרור בע"מ נ' רשות לניירות ערך, דינים מחוזי לג(6) 940 (ניתן על-ידי השופטת אלשיך ביום 29.12.2002).

3 כך, למשל, אם החברה חייבת 1,000 ש"ח לכל אחד משני נושים, ושווי נכסיה הוא 1,000,000 ש"ח, עצם קיומו של הליך גבייה אחד המתנהל על-ידי הנושה הראשון אינו מסכן את יכולתו של הנושה השני להיפרע את חובו במסגרת ההוצאה לפועל, מאחר שממילא די בשווי של נכסי החברה לפרעון שני החובות.

4 פש"ר 002118/02, בש"א 8169/03 (ת"א) רו"ח חיים קמיל בתפקידו כנאמן קבוצת ש. רובננקו נ' בונה הבירה בניה והשקעות בע"מ ואח', פ"מ לג(8) 785, פסקה 41 להחלטה (ניתנה על-ידי השופטת אלשיך ביום 23.6.2003) (להלן: עניין רובננקו). ראו גם פש"ר 002043/02 (ת"א), בש"א 5414/02 (ת"א) בן חור ל. סחר ושירותים בע"מ נ' גן אורנים

"תחת עקרונות חופש החוזים והדיספוזיטיביות, באים עקרונות קוגנטיים, אשר תפקידם להקפיד על הגנת ציבור הנושים, ולהאדיר את התמורה אשר יוכלו לקבל בסופו של יום על חשבון חובם. 'דמות המפתח', בעניין זה הינו בעל התפקיד מטעם בית המשפט; בעל התפקיד נכנס לנעליו של בעל השליטה הקודם וזכאי לפעול במקומו בנכסי החברה, בפיקוח הכונס הרשמי ובית המשפט של פירוק... יוצא, כי בעת הקפאת הליכים, אף אם הבעלות התאורטית והנדחית מצויה עדיין בידי בעלי המניות, הרי שמלבד אותו קשר משפטי ערטילאי, הנאמן בא בעליהם לכל דבר ועניין, משל נעשה פיצול בין הבעלות העקרונית-תאורטית לבין הבעלות הפונקציונלית. הוא זה אשר מוקנות לו כל זכויות השליטה והיכולת לפעול בשם החברה ולהחליט האם לעשות פעולה או להמנע ממנה... עצם הגשת בקשת הקפאת הליכים הכוללת מינוי נאמן בעל סמכויות מלאות, אשר נעשית לפי החלטת רוב מוסמך בחברה, משמעה הסכמה ומתן אותו 'יפוי כח' לנאמן. משניתן זה, אין בעלי המניות רשאים עוד, בדרך-כלל, להתערב בדרך ניהולו של הנאמן..." [ההדגשות במקור].

(ד) ההליך המשפטי של הליכי הגבייה הקולקטיביים

העברת השליטה והמעבר להליכי הגבייה הקולקטיביים מכתבים את שלביו של ההליך המשפטי: בשלב הראשון, עם מתן צו הפירוק, הדין מעכב או מקפיא את הליכי הגבייה האינדיווידואליים.⁵ עיכוב ההליכים מחייב את מכלול נושיה של החברה לנסות להיפרע את חובותיהם אך ורק במסגרתו של ההליך הקולקטיבי של הפירוק או השיקום. זהו השלב של עיכוב ההליכים או הקפאת ההליכים (Automatic Stay). כמו-כן, הדין מסדיר את הפרוצדורה למינויו של נציג הנושים לתפקיד "מפרק", או "נאמן". המפרק או הנאמן הוא נציגם של הנושים, והוא מקבל לידי את השליטה בנכסי החברה על-מנת להשיא את השווי שייפרעו הנושים מנכסים אלה. בשלב השני, על המפרק או הנאמן לפעול להגדלת השווי של נכסי החברה. זהו השלב של איסוף הנכסים, ובמסגרתו המפרק או הנאמן נהנה מכוח רב שהדין מקנה לו לפעול בנכסי החברה, לרבות ניהול עסקיה, ניהול תביעות בשמה וכן מכירתם של נכסיה או שיקום הפעילות העסקית שלה והשבתה למסלול עסקי רווחי. בשלב השלישי, לאחר שנאספו נכסי החברה, על המפרק או הנאמן לחלק את שוויים של הנכסים

בע"מ ואח', פ"מ לג(4) 558 (ניתן על-ידי השופטת אלשיך ביום 7.2.2002). לדיון במטרות הפירוק ראו ציפורה כהן פירוק חברות (לשכת עורכי-הדין, תש"ס) 3 ואילך. להצגת המטרות של דיני פשיטת-הרגל ראו שלמה לויין ואשר גרוניס פשיטת רגל (תש"ס) 23 ואילך.

5 סעיף 267 לפקודת החברות [נוסח חדש], התשנ"ג-1983, דיני מדינת ישראל 37, 764 (להלן: פקודת החברות או הפקודה); סעיף 350 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח 189 (להלן: חוק החברות).

לנושי החברה בהתאם לכללי החלוקה הנוהגים על-פי הדין. זה השלב של חלוקת הנכסים. בשלב הרביעי והאחרון, ההליך מסתיים בפירוקה ובמחיקתה של החברה, או ביציאתה של החברה לחיים חדשים לאחר שכל המערך של נכסיה והתחייבויותיה הוסדר מחדש, כך שהיא יכולה לקיים פעילות עסקים רווחית.

2. חלופת הפירוק מול חלופת השיקום

האפשרויות השונות לסיום ההליך מסמנות את ההבדל המרכזי שבין החלופה של פירוק החברה לבין החלופה של שיקומה. בעוד הליכי הפירוק מביאים, בסופו של דבר, לידי סיום חייה של האישיות המשפטית של החברה, הליכי השיקום מניבים תוצאות הדומות לתוצאותיו של ה"הפטר" בהליכי פשיטת-רגל: החברה נהנית מן האפשרות לצאת לחיים חדשים, חופשייה מחובות העבר, כאשר מבנה הונה החדש ומערך התחייבויותיה מאפשרים לה פעילות עסקית רווחית. עיגונן של שתי אפשרויות אלה בדין מעורר שתי שאלות מרכזיות:

(א) מהי מטרתם של דיני הפירוק והשיקום?

השאלה הראשונה מתמקדת במטרותיהם של דיני חדלות-פירעון של חברה, כלומר דיני הפירוק והשיקום. פרק ב של מאמר זה דן במטרותיו של הליך הגבייה הקולקטיבי.

(ב) מהו אופי הבחירה בין חלופת הפירוק לבין חלופת השיקום?

השאלה השנייה נוגעת באופי הבחירה המתבקשת בין חלופת הפירוק לבין חלופת השיקום. אכן, בעבר הסתפק הדין בעיגונה של חלופת הפירוק. אירוע של חדלות-פירעון נתפס כמצדיק את סיום חייה של האישיות המשפטית ואת ביטולו של עקרון אי-הפריקות לטובת ההגנה על נושיה של החברה. לכן הופרדו דיני הפירוק מדיני פשיטת-הרגל. בעוד שהליכי פשיטת-רגל של חייבים טבעיים הסתיימו ב"הפטר" ובמתן הזדמנות לחייב לפתוח בחיים חדשים, נקיים מחובות העבר, הליכי הפירוק הסתיימו בפירוקה של החברה ובמחיקתה של הישות המשפטית.⁶

אלא שעם חלוף העיתים הסתברו תוצאותיו ההרסניות של הליך הפירוק מבחינתם של

6 הפרדת ההסדרים באה לידי ביטוי במקורות החקיקה המסדירים אותם. פקודת פשיטת הרגל [נוסח חדש], התש"ס-1980, דיני מדינת ישראל 34, 637, מסדירה את הליכי הגבייה הקולקטיביים נגד יחידים, בעוד פקודת החברות מסדירה את הליכי הגבייה הקולקטיביים נגד חברות. פער זה אינו מתקיים בארצות-הברית, שבה כל ההליכים של חדלות-פירעון מוסדרים בחוק פשיטת-הרגל הפדרלי. על ההפטר בפשיטת-רגל ראו לוין וגרוניס, לעיל הערה 4, בעמ' 191 ואילך.

חלק מנושי החברה, מבחינת עובדיה ומנהליה, ואף מבחינתו של השוק בכללותו.⁷ בהדרגה עברו דיני הפירוק טרנספורמציה שבמהלכה נפתח פתח הולך ומתרחב לאפשרות שגם חברה שכשלה לא תגיע לפירוק ולמחיקה. חלופת השיקום הפכה, בהדרגה, חלופה שוות כוח וערך לחלופת הפירוק. בארצות-הברית, החקיקה היא שחוללה את עיקר הטרנספורמציה בדיון. חוק פשיטת-הרגל הפדרלי משנת 1939 עיגן את חלופת השיקום כחלופה לפירוק.⁸ תיקונו של החוק משנת 1978, אשר הוסיף בו את פרק 11 המפורסם חיוק מאוד את מעמדה של חלופת השיקום. בישראל, לעומת זה, הטרנספורמציה בדיון מתחוללת בעיקר בחקיקה השיפוטית, תוך הסתכלות ולמידה מן הניסיון האמריקאי. בתי-המשפט המופקדים על הליכי הפירוק פיתחו בהדרגה פתרונות חלופיים לפתרון של פירוק החברה. תיקוני החקיקה הוסיפו אך גיבוי מוערי למגמה שיפוטית זו.⁹ בסביבה החקיקתית החלקית נותר ריק באשר לשיקולים הנורמטיביים הראויים להנחות את בית-המשפט בבחירה בין חלופת השיקום לחלופת הפירוק. פרק ג של המאמר ידון בשאלת הבחירה בין החלופות ובהתפתחותה של חלופת השיקום בדיון הישראלי.

2. התפתחות דיני הפירוק והשיקום בישראל

לפני תחילתו של הדיון ראוי להדגיש את המהפכה ההלכתית העוברת בשנים האחרונות על דיני הפירוק והשיקום בישראל. עד היום, החקיקה בתחום זה דלה מאוד וארכאית. פקודת פשיטת-הרגל האנגלית מסדירה את דיני חדלות-פירעון של יחידים, בעוד פקודת החברות מסדירה את הדיון ביחס לחברות. חוק החברות החדש לא הסדיר את תחום חדלות-הפירעון ולא ביטל חקיקה עתיקה זו.¹⁰ גם פסיקה משמעותית בתחום לא התפתחה עד לשנים האחרונות מאחר שרוב אירועי הפירוק הסתיימו בפשרות ובהחלטות קצרות של שופטים מעטים. דיני הפירוק והשיקום נותרו בבחינת תורה שבעל-פה המוכרת אך למתי-מעט אנשי מקצוע העוסקים בתחום.

מצב דברים זה משתנה במהירות בשנים האחרונות: ראשית, כתוצאה מן המשבר

7 תוצאותיו ההרסניות של הפירוק מתוארות בדברי ההסבר של הקונגרס והסנט לחוק פשיטת-הרגל משנת 1939. ראו: 11 U.S.C. Section 101, ודברי ההסבר המלווים אותו.

8 אם כי גם בארצות-הברית, באה ההתפתחות החקיקתית בעקבות צורך מעשי בהסדר של שיקום: ה־Equity Receiverships של חברות-הרכבת הכושלות בתחילת המאה העשרים. אותם גורמים שעיצבו את ההסכמים במסגרת ה־Equity Receiverships הוזמנו לאחר-מכן לווינינגטון על-מנת לנסח את מסמכי ה־New Deal. ראו: Baird & Rasmussen, *supra*, note 1, at pp. 934-936.

9 על הצורך בחקיקה שתסדיר את סוגיית השיקום בישראל ראו, למשל: רע"א 292/99 שיכון עובדים בע"מ נ' המנהל המיוחד של חברות טש"ת חברה קבלנית בע"מ (בניהול מיוחד), פ"ד (נה) 56(2); ע"א 6010/99 דוד ששון עו"ד נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד נג" 385(1).

10 חוק החברות החדש לא שינה את ההסדרים בנושא הפירוק והשיקום ובנושא השעבודים.

הכלכלי, חברות רבות וגדולות נקלעות למצב שבו אין הן יכולות לעמוד בפרעון חובותיהן במועד. בית-המשפט מוצף באירועים שונים הקשורים לחדלות-פירעון: בתי-המשפט המופקדים על תיקי פירוקים נדרשים להכריע ולנהל את ההליכים ביחס לחברות רבות הנקלעות לחדלות-פירעון. בתי-משפט אחרים, העוסקים בגבייה, בשיקים ללא כיסוי או בדיני עבודה, נדרשים לסוגיות הרבות המתעוררות כאשר חברות אינן מצליחות לעמוד בפרעון התחייבויותיהן. ריבוי המקרים מעודד את פיתוחם של דיני הפירוק והשיקום. ההלכות הרבות המצטברות בבתי-המשפט מחוללות בהדרגה מהפכה משמעותית ביותר בתוכניהם ובעיצובם של ההסדרים השונים. עשרות פסקי-הדין הניתנים מדי שנה מאגדים בהדרגה את שיקולי המדיניות הנורמטיביים לכדי תורת משפט פוזיטיבית, המעצבת מחדש את דיני הפירוק והשיקום בישראל. תרומה חשובה זו תבוא לידי ביטוי בכל אחת מן הסוגיות הנידונות במאמר זה.

פרק ב: היסודות הנורמטיביים של דיני הפירוק והשיקום

כאמור לעיל, השאלה בדבר מטרותיהם של דיני הפירוק והשיקום נחשבת לשאלה לא-פתורה. הספרות נוהגת להדגיש את המתח ואי-היכולת ליישב בין התפיסות הנורמטיביות השונות של מערכת הדינים של חדלות-פירעון. בפרק זה אנסה לענות על השאלה מה הן מטרותיו של הליך הגבייה הקולקטיבי. הפרק יפתח בסקירת המטרות של דיני הפירוק והשיקום כפי שהן מופיעות כיום בספרות תוך הצגת ההצדקות הכלכליות והחברתיות לפתיחת הליכים של פירוק ושיקום. לאחר-מכן, תובא התיאוריה החדשה שתציג שלושה תנאים הכרחיים לפתיחתו של הליך גבייה קולקטיבית. לבסוף אשווה בין התיאוריה המוצעת לתיאוריות הקיימות בספרות.

1. המטרות של דיני הפירוק והשיקום והשיקולים על-פי הספרות הקיימת

(א) מטרות כלכליות לעומת מטרות חברתיות

המתח המרכזי בין התפיסות השונות של דיני הפירוק והשיקום הינו המתח המוכר בין הגישה הכלכלית למשפט לבין הגישות החברתיות. בעוד הגישה הכלכלית מדגישה את מטרות היעילות של הדין (Efficiency), קרי: מטרות הקשורות לניסיון להגדיל את "העוגה הכוללת העומדת לחלוקה", תפיסות חברתיות שמות את הדגש בשיקולי המדיניות הראויים להנחות את הדין בקביעת כללי החלוקה של "העוגה הכוללת" בין הפרטים השונים (Distributive Justice). בהקשר של דיני הפירוק והשיקום, התפיסות הכלכליות

מדגישות את המטרה של הגדלת השווי הכולל של הפירעון שהנושים נפרעים ממאגר הנכסים המוגבל של החברה חדלת-הפירעון, בעוד שהגישות החברתיות מתמקדות בכללי החלוקה הראויים לחול בין הנושים בפירוק ובשיקום.

באשר לגישה הכלכלית, ראוי להבחין בין הגישה הכלכלית המוקדמת של דיני הפירוק לבין הגישה הכלכלית המאוחרת. בשנת 1986 פרסם פרופסור Jackson את ספרו *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, ובו הוא מציג את מטרותיהם ומגבלותיהם של דיני הפירוק והשיקום.¹¹ על-פי התזה המוצגת שם, המקור לדיני פשיטת-הרגל נמצא בבעיית "המאגר המשותף" ודילמת האסיר שהיא מחוללת: במצב של חדלות-פירעון אין די בכספי החברה לפירעון מלוא חובותיה. הדין מזכה אומנם את הנושים בזכות לממש את הנכסים לפירעון החובות, אלא שברור מלכתחילה שאין די במאגר המשותף של נכסי החברה לפירעון מכלול החובות. כתוצאה מכך, דיני הגבייה האינדיווידואליים יוצרים משטר שרירותי שבו "כל הקודם זוכה". הנושים שיגיעו לסיומו של הליך ההוצאה לפועל לפני הנושים האחרים יצליחו להיפרע את מלוא חובותיהם, בעוד שהנושים האחרים יוותרו ללא פירעון. המשטר השרירותי של "כל הקודם זוכה" יוצר מעין "מירוץ" של הנושים לעבר הקופה המשותפת. אלא שמירוץ זה פוגע בשווי הנכסים הכולל ומקטין את שווי סך כל החובות שייפרעו מן המאגר המשותף. במילים אחרות, במצב של חדלות-פירעון, דיני ההוצאה לפועל האינדיווידואליים יוצרים מצב שבו כל אחד מן הנושים פועל בניגוד לאינטרס הקולקטיבי והמשותף לכלל הנושים.¹² דיני הפירוק והשיקום מבקשים לפתור דילמה זו ולתמרץ את הנושים השונים לפעול להשאת שווי הנכסים הכולל לטובת כלל הנושים. בהמשכו של הספר Jackson עובר לדיון מעמיק בתוכניהם של דיני פשיטת-הרגל, תוך ניסיון להראות שמערכת הדינים הקיימת בפועל אכן עולה בקנה אחד עם רעיון "המאגר המשותף". יתר על כן, לטענתו, יש להגביל את מטרותיהם של דיני פשיטת-הרגל לפתרון דילמת האסיר הנוצרת כתוצאה מתופעת המאגר המשותף ואין לאפשר להם לחרוג ממטרה זו, מאחר שאז יניבו תוצאות לא-יעילות.

תורתו זו של פרופסור Jackson השפיעה מאוד על התפתחותה של הספרות המאוחרת יותר. בפרט, מחברים הדוגלים בתובנות חברתיות של דיני הפירוק והשיקום הדגישו את הספקטרום המוגבל שרעיון "המאגר המשותף" מציב לדיני הפירוק והשיקום, תוך שימת דגש בכך שדיני הפירוק והשיקום המתקיימים למעשה מספקים מענה למגוון רחב ועשיר יותר של בעיות.¹³ גם אנשי הניתוח הכלכלי הצטרפו בהדרגה לביקורת על תורתו של

11 ראו: Thomas H. Jackson *The Logic and Limits of Bankruptcy Law* (1986). ראו גם: Douglas G. Baird & Thomas H. Jackson *Cases Problems and Materials on Bankruptcy* (1985) 31

12 ניתן לזהות את הדמיון בין רעיון "המאגר המשותף" של נכסי החברה בפירוק לבין הרעיון הכללי יותר של הטרגדיה של הבעלים במשותף (The Tragedy of the Commons), אשר נידונה בהרחבה בפרק ג של ספרי, אירית חביבי-סגל דיני חברות לאחר חוק החברות החדש (אל-טק, 1999, כרך א).

13 ראו: Elizabeth Warren "Bankruptcy Policy" 54 *U. Chi. L. Rev.* (1987) 775

פרופסור Jackson. מצידם, רעיון "המאגר המשותף" הינו בעייתי מאחר שהוא נדמה כמספק הצדקה להתערבות מסיבית של הדין במערכת היחסים שבין הנושים לבין עצמם ובינם לבין בעלי המניות. הגישה הכלכלית המודרנית גורסת שכאשר מותרים לפרטים מרחב חופשי דיו, חוקה עליהם שיעצבו בעצמם את הפתרונות לחדלות-פירעון אפשרית, בעוד הם מעצבים את החוזה המקורי.¹⁴ כך, למשל, נושים המעוניינים בהבטחת פרעונם באירוע של חדלות-פירעון יקפידו על נטילת שעבוד בנכסי החברה להבטחת החוב. מנגנון השעבוד מהווה מנגנון חוזי ורצוני שהנושים והחברה מביעים בו את העדפתם בדבר הפתרון הרצוי בעיניהם באירוע של חדלות-פירעון. כמו-כן, כאשר הצדדים כושלים בניסיון לעצב מראש את הפתרון למקרים של חדלות-פירעון, חוקה עליהם שיגיעו בדיעבד להסכם ולפשרה גם ללא התערבותו של הדין. כאשר הנושים ניצבים לפני השוקת השבורה של חברה הנתונה בקשיים, ממילא יש להם תמריץ לנסות ולהביא לידי שיקומה, ועדיף נסיון שיקום הנסמך על הסכמת הנושים על נסיון שיקום הנכפה על-ידי מערכת המשפט.

Schwartz מכנה פתרון זה "Contractual Bankruptcy Law".¹⁵ אם תפיסה זו אכן נכונה, כי אז המגמה השלטת בדיני הפירוק והשיקום צריכה להיות הימנעות מהתערבות של הדין בהסכם שנקבע מראש על-ידי הצדדים. על הדין לכבד, במידת האפשר, את החוזהם שקבעו ביניהם הצדדים ביחס לאירוע של חדלות-פירעון. יש לשים לב שעמדה זו אינה מתנגדת במיוחד לחלופת השיקום או לחלופת הפירוק, אלא ליסוד הכפייה הכרוך בכל פתרון משפטי שבית-המשפט כופה על הצדדים. במילים אחרות, חלוקה מחדש של התביעות המושגת בהסכמתם של הנושים עדיפה על חלוקה מחדש שמערכת המשפט כופה. גישה זו זכתה לאחרונה בביטוי קיצוני במאמר המפורסם "The End of Bankruptcy",¹⁶ אשר לפיו, חלפה כמעט מן העולם ההצדקה לכללי משפט מיוחדים בהליכים של חדלות-פירעון. בפרט, המחברים Baird & Rasmussen טוענים שכיום, הליכים אלה אינם משמשים עוד כמעט למטרה המקורית של "החייאת עסקים שכולו", אלא משרתים את האינטרסים של בעלי החברות למכור את עסקיהם בתנאים טובים יותר מאלה שהיו משיגים במכירה בשוק החופשי. לטענתם, רוב החברות המגיעות להליכי שיקום עוברות כיום תהליך של מכירת עסקי החברה כ"עסק חי" לרוכש מרצון. החברות אינן

14 הביטוי הקיצוני ביותר לעמדה זו נמצא אצל: Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, "The End of Bankruptcy" 55 *Stan. L. Rev.* (2002) 751.

15 ראו: Alan Schwartz "A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy" 107 *Yale L. J.* (1998) 1807, 1851: "This Essay's central claim is captured in a variation on a trendy slogan: Privatize bankruptcy"; Alan Schwartz "Bankruptcy Contracting Reviewed" 109 *Yale L. J.* (1999) 343 (hereinafter: Schwartz "Bankruptcy Contracting Reviewed"): "If the rule against contracting for a preferred bankruptcy system were relaxed, parties would write bankruptcy contracts that would induce a borrowing firm to choose the system that would be optimal for it and its creditors were it to become insolvent"

.Baird & Rasmussen, *supra* note 14 16

עוברות עוד את תהליך השיקום הרגיל, שבו העסק החי נותר בבעלותם של הנושים ובעלי המניות המקוריים, אלא הנכסים עוברים לבעלות של צד ג כלשהו, והמשקיעים המקוריים מקבלים תמורה כספית כנגד החוקותיהם בחברה שכשלה. כמו־כן, במקרים רבים, הצדדים מסדירים מראש את חלוקת הסיכונים באירוע של חדלות־פירעון ואז, מערכת המשפט מסתפקת באכיפת ההסכמים שבין הצדדים. גם אם אכיפת ההסכמים נעשית במסגרת הליכי הפירוק או השיקום, הליכים אלה מאבדים את צביונם המקורי, והם נהפכים להליכים מסורתיים של אכיפת חוזים. יסוד הכפייה המאפיין את הליכי הפירוק והשיקום המקוריים נעלם בהדרגה לטובת הליכים שבהם בית־המשפט מיישם את התניות שקבעו הצדדים מראש ביחס לאירוע של חדלות־פירעון.

המחברים מעגנים את ההסבר לתופעה באופיו המשתנה של השוק בתחילת האלף השלישי. בעבר שאבו הליכי השיקום המסורתיים את ערכם מקיומם של מקורות־ערך מיוחדים שנמצאו בבעלותה של החברה חדלת־הפירעון ואשר לא היה אפשר להעבירם לגוף אחר ללא הפסד. (מקורות־ערך אלה מוכרים בכינוי: Firm-Specific Assets).¹⁷ בהתקיים מקורות־ערך המיוחדים לחברה, הפתרון של שיקום החברה עדיף על כל פתרון אחר: בעת הפירוק, תיאלץ החברה לממש את נכסיה, כך שמקורות־הערך המיוחדים לה יאבדו. במכירת נכסי החברה בחלקים לא יהא ניתן לממש את מקורות־הערך המיוחדים, מאחר שאין הם ניתנים להעברה לכל פרט אחר מלבד לחברה המקורית. כך, גם במכירת עסקי החברה כ"עסק חי" תיאלץ החברה להעביר את כל נכסיה לרוכש, אך הוא לא יוכל ליהנות ממקורות־הערך המיוחדים לה. רק עם שיקומה תוכל החברה להמשיך לנצל את מקורות־הערך הטמונים בנכסיה המיוחדים לטובת הנושים ובעלי המניות.¹⁸

הדוגמה המסורתית להצדקת השיקום מכוח קיומם של מקורות־ערך מיוחדים לחברה היא זו של חברות־הרכבת האמריקאיות שקרסו בתחילת המאה הקודמת. אף־על־פי שחברות־הרכבת כשלו בפרעון חובותיהן השוטפים, היו להן נכסים בעלי ערך רב (הקרונות, פסי הברזל וכו'). אילו נאלצו החברות לממש נכסים אלה בכל דרך שהיא, היה הערך שהיו מקבלות כנגדם נמוך במידה משמעותית מערכם במסגרת חברות־הרכבת עצמן. במציאות זו, החלופה של שיקום החברות הייתה הכדאית ביותר לנושים ולבעלי המניות של אותן חברות.

17 על נכסים המיוחדים לחברה כבסיס לאיגודם של הנכסים תחת קורת־הגג של הישות הנפרדת של החברה, ראו: Ronald H. Coase "The Nature of the Firm" *Economica* (1937) 4.

18 על־פי Coase, ההצדקה לקיומה של החברה כגוף "לא־פריק" מתמצה בעלויות העסקה שיהיו כרוכות בהעברתם של הנכסים לגוף אחר או בפירוקם והחזקתם על־ידי מחזיקים שונים. ככל שהשוק יעיל יותר, כן עלויות אלה קטנות, ואין עוד הצדקה לקיומה של חברה מסוימת זו או אחרת. לכן, על־פי המלומדים Baird & Rasmussen, עם התקדמותו של השוק בכללותו לעבר מצב יעיל יותר, שעלויות העסקה נמוכות בו יותר, אין עוד הצדקה כלכלית לשיכום של הנכסים לבעלים מסוימים אלה דווקא ולא אחרים. ראו: Baird & Rasmussen, *supra* note 14.

הטענה המרכזית במאמר היא שמציאות כלכלית זו השתנתה, כך שכיום, רק בחלק קטן ביותר של החברות מתקיימת עוד מציאות כלכלית שהינה אנלוגית לזו של חברות-הרכבת. ברוב המקרים, החברות שכשלו אינן מחזיקות במקורות-ערך מיוחדים כלשהם שאינם ניתנים למימוש במכירה לצד ג. Baird & Rasmussen מוסיפים ומצביעים על שינויים אחדים שעברה הכלכלה בעשרות השנים האחרונות ואשר הובילו לאינם ההדרגתי של "מקורות-הערך המיוחדים" לחברות. בעיקר, לטענתם, השוק מתחלק במציאות הכלכלית הנוכחית ל"שחקנים מנצחים" ול"שחקנים מפסידים", הראשונים מצליחים להשתלט על השוק הרלוונטי כולו, בעוד האחרים נעלמים בהדרגה מן העולם. במציאות שבה "המנצח נוטל את הכל" (The winner takes it all) אין עוד לאותם שחקנים מפסידים מקורות-ערך מיוחדים כלשהם שלא ניתן לממשם במכירת עסקי החברה לשחקנים המנצחים.

לכן, הצורך בקיומם של הליכים שיפוטיים מורכבים, שבהם השופט והנאמן תרים אחרי תוכנית שיקום שתאפשר את המשך קיומה של החברה ואשר תרצה חלק גדול דיו של הנושים, וההצדקה לקיומם של הליכים אלה הולכים ונעלמים בהדרגה. במציאות העכשווית, מערכת המשפט יכולה להסתפק באכיפת החוים שנקבעו בין הצדדים מראש ביחס לאירוע של חדלות-פירעון.

המאמר "The End of Bankruptcy" עורר ביקורות רבות ושונות בקרב אנשי הניתוח הכלכלי של המשפט. בעיקר, המבקרים טוענים כי Baird & Rasmussen מפתחים את ניתוחם התיאורטי על בסיס של תיאור עובדתי שאין לו כל אחיזה במציאות.¹⁹ מחקרים אמפיריים מתחרים מעידים כי ברוב האירועים של חדלות-פירעון מערכת המשפט ממשיכה לאכוף הסדרים התואמים את המודל הקלסי של השיקום, כך שהנושים ובעלי המניות הקיימים הם המקבלים את ההחזקה בחברה לאחר תהליך ההבראה. מכירת עסקים לצד ג במסגרת הפירוק או השיקום נותרת בבחינת "חריג" המתקיים במיעוט של המקרים בלבד. כמו-כן המחקרים האמפיריים מדגישים כי ניתוחם של Baird & Rasmussen מסתמך על ההנחה ש"נכסי החברה" מהווים את ההצדקה המרכזית לקיומה. לכן, מרגע שניתן לממש את הנכסים במכירתם לצד ג ללא הפסד – טוענים Baird & Rasmussen – זו החלופה העדיפה הן מבחינתם של הצדדים והן מבחינתו של בית-המשפט. אלא שבמציאות, "נכסי החברה" אינם מהווים את עיקר משאביה. במציאות המודרנית, "קשרים" (relationships)

19 הביקורת על מאמר רדיקלי זה מתמקדות בסתירת הטענה העובדתית שלפיה אין כיום כל הפסד במימוש נכסי החברה על-ידי מכירתם לצד ג. ראו: Lynn M. LoPucki "The Nature of the Bankrupt Firm: A Response to Baird and Rasmussen's The End of Bankruptcy" 56 *Stan. L. Rev.* (2003) 645. הביקורת מצביעה על העלייה המתמדת במספרם של הליכי פשיטת-רגל ושיקום ומציינת את התאמתם של הליכים משמעותיים רבים להליך המסורתי שניבאה החקיקה של Chapter 11. לבסוף, הביקורת מצביעה על מקורות-הערך המיוחדים לחברות כיום, ובכללם הקשרים המיוחדים שיצרה החברה עם לקוחותיה, ועוד.

בין החברה לבין לקוחותיה, בין החברה לבין ספקיה ובין החברה לבין רכזי כוח-האדם שלה הם מקור-הערך המרכזי המצדיק את קיומה של הישות המשפטית. בכל הליך של מכירת הנכסים לצד ג, בין במכירתם כ"עסק חי" ובין במכירתם בחלקים, מערכות היחסים והקשרים שייצגה הישות המשפטית אובדות, ולכן יש הצדקה להעדפתה של חלופת השיקום על מכירת הנכסים בפירוק. המבקרים מדגישים גם את מספרם הרב של ההליכים שבהם אין בית-המשפט מסתפק באכיפת החוזים שנקבעו מראש בין הצדדים, אלא נאלץ להגיע להסדרים חדשים בין הצדדים על-מנת לאפשר את השבת הנכסים לפעילות רווחית.

עד כאן, התמקדתי בביקורות הנשמעות מפיהם של אנשי הניתוח הכלכלי עצמם, אלא שהגישות החברתיות לדיני הפירוק והשיקום מתריסות כנגד עצם ההתמקדות בפן הכלכלי של ההליכים הקולקטיביים. לעמדתו של Korobkin,²⁰ דיני פשיטת-הרגל מכוונים לספק מענה לכל הפנים של תופעת המצוקה הפיננסית (financial distress), לרבות הפן הרגשי, הפן הפוליטי-החברתי, הפן המוסרי וההיבט הכלכלי של התופעה. חדלות-הפירעון מחדדת את ניגודי האינטרסים שבין הצדדים המעורבים, ולכן הדין מבקש לספק במה לביטוי האינטרסים והערכים השונים מבלי לבחור באף אחד מהם באופן בלעדי.²¹ כפי ש-Warren מדגישה,²² להבדיל מאנשי הגישה הכלכלית, הדוגלים במטרה הבלעדית של השאת השווי הנפרע לנושים באירוע של חדלות-פירעון, אנשי הגישות החברתיות מדגישים את ריבוי

20 ראו: Donald R. Korobkin "Rehabilitating Values - A Jurisprudence of Bankruptcy" 717 *Colum. L. Rev.* (1991) 91. להצגה מאוחרת יותר של עמדה זו בהקשר הרחב יותר של

מקומו של הניתוח התיאורטי בספרות על דיני פשיטת-הרגל, ראו: Donald R. Korobkin "The Role of Normative Theory in Bankruptcy Debates" 82 *Iowa L. Rev.* (1996) 75.

21 לאחרונה הרחיב Korobkin את התפיסה של הליכי פשיטת-הרגל כ"במה" לביטוי ההתנגשות בין בעלי האינטרסים השונים, אשר לנוכח חדלות-הפירעון לא ניתן ליישב ביניהם. בניתוח זה Korobkin משווה בין מערכת המשפט לבין אומנויות הבמה, ומצביע על חשיבותו של ההליך השיפוטי כהליך שניתן בו ביטוי לתובנות-יסוד שונות המעצבות את החברה שאנו חיים בה. בהקשר זה, דיני פשיטת-הרגל מהווים מנגנון חיוני להתמודדות עם אובדן וכישלון. ראו: Donald R. Korobkin "Bankruptcy Law, Ritual, and Performance" 103 *Colum. L. Rev.* (2003) 2124.

22 ראו: Warren, *supra* note 13. לתשובתו של Baird ל-Warren ראו: Douglas G. Baird "Loss Distribution, Forum Shopping and Bankruptcy - A Reply to Warren" 54 *U. Chi. L. Rev.* (1987) 815. בעבודה מאוחרת יותר, Warren מביאה ניתוח אמפירי המציג את מורכבות ההליכים של חדלות-הפירעון ואת אי-היכולת לגזור מסקנה חד-ערכית באשר למטרותיהם, ראו: Elizabeth Warren & Jay Westbrook "Financial Characteristics of Businesses in Bankruptcy" 73 *Am. Bankr. L. J.* (1998) 499. במקום אחר המחברת מתייחסת למשמעות גישתה בהקשר של הרפורמה שנעשתה לאחרונה ב-9 Article של ה-U.C.C., כפי שזו נידונה בפרק הקודם של הספר. ראו: Elizabeth Warren "Making Policy with Imperfect Information - The Article 9 Full Priority Debate" 82 *Cornell L. Rev.* (1997) 1373.

המטרות והערכים העומדים ביסודם של דיני הפירוק והשיקום. בין המטרות האלה, Warren מדגישה את השיקולים הנורמטיביים הבאים:

1. מידת הדמיון בין הנושים - כללי חלוקה הוגנים נוהגים מנהג שוויוני בנושים הדומים זה לזה, במבנה העסקה שיצרו עם החברה, במעמדם החברתי וכולי.
2. הבטחת עדיפותם המוחלטת של הנושים על בעלי המניות - כללי חלוקה הוגנים בפירוק ובשיקום מקפידים על קיום עדיפותם המוחלטת של הנושים על בעלי המניות.
3. יכולת יחסית לשאת בעלויות של כשל פירעון - על הדין להיטיב עם נושים שאין להם יכולת לשאת בעלויות של חדלות-פירעון, ולהיפך.
4. ההשפעה הצפויה של כללי החלוקה בפשיטת-הרגל על העסקות הנעשות מראש, לפני אירוע פשיטת-הרגל - על הדין להתחשב בהשפעה הצפויה של הכללים החלים באירוע של חדלות-פירעון על החוזים שהצדדים מעצבים ביניהם מראש. כך, למשל, מערכת דינים הפוגעת באינטרסים של הנושים המובטחים צפויה להפחית מערכו של השעבוד מראש ולפגוע בשוק האשראי המובטח. פגיעה זו תשתקף בעלויות ריבית גבוהות יותר למכלול החברות.
5. השפעה על "העוגה בכללותה", קרי: שווייה של מצבת הנכסים של החברה (Bankruptcy Estate) - על הדין להימנע מכללי חלוקה הגורמים לירידת שווי הנכסים הכולל של החברה, ולהיפך.
6. "קניית זמן" לעסק בקשיים - שיקול זה תומך בבחינתה של חלופת השיקום כל אימת שחברה מגיעה למצב של חדלות-פירעון. גם אם תגיע החברה בסופו של דבר לפירוק, בירור החלופה של השיקום "קונה זמן" לעסק, ומשך הזמן מאפשר לעובדים ולצרכנים של החברה להתארגן באופן אישי אל מול המציאות החדשה.

מבחינתה של Warren, המטרה המרכזית של דיני הפירוק והשיקום הינה חלוקתית (distributive consideration): ממילא יש לחלק את ההפסדים של העסק שכשל, כך שהשאלה המרכזית העומדת לפני דיני הפירוק והשיקום היא: כיצד לחלק את ההפסדים? לעמדתה, יש סוגים שונים של ערכים הממלאים תפקיד בקביעת הסכמה של החלוקה, ואף אחד מן הערכים אינו גובר על רעהו.

הביקורת על הגישה הכלכלית לדיני הפירוק והשיקום²³ מוסיפה ומדגישה שאין זה נכון לצפות שפתרונות חוזיים ישיגו תוצאות טובות ויעילות יותר מן התוצאות של ההסדרים הנכפים על-ידי הדין. בהקשר זה הספרות שמה את הדגש בשלושה שיקולים מרכזיים:

1. בלבול בין צורה לתוכן - מבחינתם של הצדדים לסכסוך, השאלה המרכזית היא מהו תוכנו של ההסדר החל, ולא מי הגה אותו - חוזה או חוק.
2. השפעה על צדדים שלישיים - במצב של חדלות-פירעון, לכל הסכם בין החייב

23 ראו: Susan Block-Lieb "The Logic and Limits of Contract Bankruptcy" 2001 *U. Ill. L. Rev.* (2001) 503.

לבין אחד מנושיו יש השפעה על הנושים האחרים. הדוגלים בדיני פשיטת-רגל, המסתמכים על פשרה וחוזים, מתעלמים מהשפעתם של חוזים אלה על הנושים האחרים שלא היו צד לאותם חוזים.

3. עלויות ההסכם – ההנחה שיהיה ניתן להגיע לפשרה ולפתרון מוסכם בעלויות נמוכות יותר מעלויותיו של הפתרון המשפטי הינה שגויה, שהרי גם ההסדר החוזי והוצאתו אל הפועל כרוכים בעלויות ניכרות, העולות על עלויות הפעלתו של הדין.

הפסיקה הישראלית נמנעה מלבחור בין המטרות הכלכליות לבין המטרות החברתיות של דיני הפירוק והשיקום. באופן טבעי, חלק ניכר מן הדיון בפסקי-הדין מוקדש למטרותיהם הכלכליות של ההליכים, אלא שגם המטרות החברתיות זוכות בביטוי מפורש בפסיקה. כך, למשל, עמדה השופטת אלשיך על המטרה החברתית של הליך השיקום:²⁴

“...מניעת הגברת האבטלה, הנובעת מפיטורי עובדיהם של גופים שנסגרו. נזקיה של תופעה זו של פיטורי עובדים הינם ארוכי טווח, ועולים בהרבה על הערך המוגבל של תביעות חובם המוגשות בהסדרי נושים או בפירוק. הנזק שבפיטורין, הן לעובד והן לחברה, אינו מפוצה אף אם זוכה הלה לדיבידנד בסך 100% מתביעת חובו, נהפוך הוא.”

(ב) מטרות פרוצדורליות לעומת מטרות מהותיות

מתח נוסף המאפיין את הגישות הנוהגות ביחס למטרות של דיני הפירוק והשיקום נוגע בסוגיית סיווגם של דינים אלה. על-פי התפיסה האחת, דיני הפירוק מספקים, בראש ובראשונה, מנגנון לגביית חובות, ולכן יש לשייכם לתחומי הדין הפרוצדורליים.²⁵ על פי התובנה האחרת, דיני הפירוק והשיקום מבקשים לספק מנגנונים אפקטיביים להשבת המשאבים הכלכליים של החברה לפעילות עסקית רווחית.²⁶ בין השאר, דיני השיקום מבקשים לזמן הזדמנות נוספת לעסק שכשל. על-מנת להשיג מטרות שיקומיות אלה, דיני הפירוק והשיקום נדרשים להסדיר את הארגון מחדש של מכלול ההתחייבויות המשפטיות של החברה. דהיינו, דיני הפירוק והשיקום שייכים לתחומי הדין המהותיים, המגדירים והמעצבים את זכויותיהם המהותיות של הפרטים, ואין הם מסתפקים בעיצוב המנגנון לאכיפתן של זכויות אלה.

24 פש"ר 1048/02 ר"ח שלמה זיו – נאמן לביצוע תכנית ההסדר ואח' נ' מדרשת רופין – מוסד להשכלה גבוהה ואח', דינים מחוזי לג(4) 804, פסקה 16(ב) להחלטה שניתנה על-ידי השופטת אלשיך ביום 17.9.2002 (להלן: עניין רופין).

25 לביטוי קיצוני של גישה זו ראו: Charles W. Mooney *A Normative Theory of Bankruptcy Law: Bankruptcy as (is) Civil Procedure*, 61 Wash & Lee L. Rev. 931 (2004).

26 לביטוי של גישה זו ראו: Korobkin, "The Role of Normative Theory" *supra* note 20.

דילמה זו שבין הסיווג הפרוצדורלי לבין הסיווג המהותי של דיני הפירוק והשיקום משפיעה ישירות על תכניו של הדין: מלומדים הדוגלים בסיווג הפרוצדורלי ידגישו שעל דיני הפירוק להימנע מ"חלוקה מחדש" של מערך הזכויות המהותיות. ככל מנגנון פרוצדורלי, על דיני הפירוק להיוותר נאמנים לזכויות שהיו קיימות לפני האירוע של חדלות-פירעון, ולהסתפק באכיפתן של זכויות קיימות אלה.²⁷ לעומת זה, מלומדים הדוגלים בסיווג המהותי ידגישו את הצורך החיוני בחלוקה מחדש של הזכויות בנכסי החברה על-מנת לאפשר את השגת המטרות המהותיות השונות של ההליך. בעיקר, על-מנת לאפשר את שיקומה של החברה, יש להימנע מאכיפה מיידית של חלק מן הזכויות המקוריות שהיו קיימות לפני האירוע של חדלות-פירעון.²⁸

מעניין שבעבר הייתה דיכוטומיה זו באשר לסיווגם של דיני הפירוק והשיקום כרוכה ישירות במתח שבין הגישה הכלכלית לבין הגישה החברתית לדיני הפירוק. התומכים בגישה הכלכלית הזדהו עם הסיווג הפרוצדורלי של דיני הפירוק והשיקום בעוד שהתומכים בגישה החברתית נטו לעבר הסיווג המהותי של דינים אלה. לכן היו אלה אנשי הניתוח הכלכלי אשר יצאו נחרצות נגד ההסדר של שיקום החברה על-פי Chapter 11 של חוק פשיטת-הרגל הפדרלי, שהרי כל הליך של שיקום חברה כרוך במידה מסוימת של חלוקה מחדש של מערך הזכויות כנגד החברה.²⁹

כך, למשל, חברה מגיעה להליכי פירוק ושיקום לנוכח כשלונה בפרעון התחייבויותיה במועדן. לכן, תנאי הכרחי לכך שהחברה תשוב למסלול פעילות רווחי הוא הקטנת נטל החובות השוטפים של החברה; אלא שהקטנת נטל החובות השוטפים אפשרית רק בעקבות תהליך שבו חלק מן הנושים מוותרים על חלק מחובותיהם כנגד זכויות אחרות בחברה המשוקמת. במילים אחרות, הליך השיקום מחייב ארגון מחדש של הון החברה באופן שיקטין את יחס המינוף שלה. חלק מן הנושים יאלצו להמיר את הלוואותיהם, או את אגרות-החוב שלהם, במניות או באופציות של החברה המשוקמת, ותוך כדי כך ההמרה משנה את מערך הזכויות המהותיות המקוריות שהיו לנושים לפני האירוע של חדלות-הפירעון.³⁰ הליך השיקום משפיע באופן דומה על חלוקת התביעות בין הנושים השונים בחברה ובינם לבין

27 זו עמדתו של Jackson בספרו הנ"ל. ראו: Jackson, *supra* note 11.

28 הביטוי הקיצוני ביותר לעיכוב אכיפת הזכויות המקוריות נמצא בעיכוב זכותם של הנושים המובטחים לאכיפה מיידית של שעבודיהם. לסקירת השיקולים השונים לעניין זה ראו פש"ר 466/93, בש"א 26205/93 גרבש נ' עו"ד י' שלף, נאמן על ענייני פושט הרגל יחיאל גרבש, דינים מחוזי לד(1) 160.

29 ראו: Lucian A. Bebchuk "A New Approach to Corporate Reorganizations" 101 *Harv. L. Rev.* (1988) 775; Lucian A. Bebchuk & Howard F. Chang "Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization" 8 *J. L. Econ. & Org.* (1992) 253.

30 על חובתו של הנאמן לארגן לחברה המשתקמת מבנה הון סביר, המאפשר קיום עסקי רווחי, ראו דרישת ה-*feasibility* ב-11 U.S.C. §1129.

בעלי המניות. אף כאשר הדין מחייב להחיל את סדרי העדיפויות החלים בפירוק גם במסגרתו של השיקום, המציאות מראה שהליך השיקום כרוך במידה מסוימת של כרסום בחובות העדיפים (cramdown) לטובתם של הנושים בדרגות העדיפות הנמוכות יותר ואף לטובתם של בעלי המניות.³¹

אנשי הגישה הכלכלית מתרחקים כיום מן הסיווג הפרוצדורלי של דיני הפירוק והשיקום.³² Baird & Rasmussen מראים במאמר שפורסם לאחרונה בעיקר כיצד כלל העדיפות המוחלטת, השולט בכללי העדיפות החלים בפירוק, והמכבד את מערך הזכויות שהיה קיים לפני תחילתו של הליך הפירוק צפוי להניב תוצאות לא־יעילות במקרה של שיקום החברה.³³

תוך ניתוח היסטורי של הפתרונות שנמצאו לחברות־הרכבת בעקבות פשיטות־הרגל שלהן בסוף המאה התשע־עשרה ובתחילת המאה העשרים, Baird & Rasmussen מראים כי דיני הפירוק והשיקום הינם קריטיים בשני הקשרים מרכזיים: הקשר השליטה בנכסי החברה, והקשר חלוקת התביעות נגד החברה המשוקמת, כאשר שני היבטים אלה כרוכים זה בזה. לעומתם, כאשר החברה נמצאת בקשיים פיננסיים, יש להעביר את השליטה בה מידיהם של בעלי המניות ונציגיהם לידי הנושים. זה האפקט המרכזי והראשון של הכניסה להליכי הפירוק או להליכי השיקום. אלא שעל־מנת לאפשר לחברה למצות את שווייה המלא של נכסיה, יש להימנע מסילוקם של מנהלי החברה הקיימים. אלה מכירים את מבנה החברה ועסקיה, את נכסיה השונים, לרבות נכסיה הנסתרים, והם מקיימים קשרים חיוניים עם עובדיה, ספקיה וצרכניה.

מנגנון השיקום מאפשר לנושי החברה, מחד גיסא, להבטיח את העברת השליטה מידיהם של בעלי המניות לידיהם שלהם; ומאידך גיסא, הוא מאפשר לנושים להשאיר את המנהלים הקיימים בתפקידיהם הנוכחיים בחברה. ההסדר הראוי של השליטה כרוך גם בסדרי העדיפויות שיש להחיל במסגרת השיקום: מאחר שמנהלי החברה לפני הליכי

31 על תופעה זו ראו: Bebbchuk & Chang, *supra* note 29, and the references therein.

32 לעיל הערה 1.

33 מעניין שהתפתחויות אלה משקפות את התפתחותו האינטלקטואלית של פרופסור Baird עצמו. בראשית דרכו, חבר Baird עם Jackson, ופיתח את הטיעון שאין הצדקה כלכלית לשיקום חברות, מאחר שממילא ניתן לממש את שווי העסק החי גם במכירתו לצד ג. כמו־כן, לאור תוצא (אפקט) החלוקה מחדש הכרוך בשיקום, גרס Baird שיש להימנע מהליך זה. ראו: Douglas G. Baird "The Uneasy Case for Corporate Reorganizations" 127 *J. Legal Stud.* (1986) 15; בשלב מאוחר יותר Baird חובר ל־Rasmussen במאמר התומך בשיקום חברות, ואף בסטייה מכלל העדיפות המוחלטת במסגרת הליך זה. לבסוף, השניים יוצאים שוב במאמר הנראה כסותר את קודמו, ולפיו אין עוד הצדקה לדיני פשיטת־הרגל הקיימים. המחברים מדגישים במאמר זה כי דוגמת חברות־הרכבת אינה יכולה עוד לשמש כדוגמה מנחה, מאחר שנסיבותיה היו שונות מהותית מן הנסיבות הסובבות את רוב האירועים של חדלות־הפירעון כיום. ראו: Baird & Rasmussen, *supra* note 14.

השיקום הם נציגיהם של בעלי המניות או בעלי המניות עצמם, יש להבטיח לבעלי המניות נתח כלשהו בחברה המשוקמת. הקצאת נתח בחברה החדשה לבעלי המניות הישנים הינה חיונית על-מנת להבטיח את תמריציהם של אלה לפעול לשיקומה היעיל של החברה. יותר מכך, תנאי הכרחי לשיקום הוא הזרמת אשראי חדש לעסק שכשל. Baird & Rasmussen מראים שבעלי המניות של החברה הם המועמדים הטובים ביותר להשקעה נוספת בעסק שכשל. להבדיל ממשקיעים אחרים, החוששים מעברו הכושל של העסק, בעלי המניות הקיימים ערים לערכה הפוטנציאלי של החברה, ולכן הם יהיו מוכנים להזרים לחברה מקורות פיננסיים החיוניים לשיקום. על-מנת לתמרץ את בעלי המניות להוסיף להשקיע בחברה, יש לשתפם בעליית שווי החברה בעקבות השיקום; כלומר, יש לחרוג מעדיפותם המוחלטת של הנושים על בעלי המניות, ולשתף את בעלי המניות בשווי החברה בשיקום.

(ג) מטרות מיקרו-כלכליות לעומת מטרות מקרו-כלכליות

עד כה הנחנו שאירוע של חדלות-פירעון הוא אירוע נקודתי של החברה הבודדת המשפיע רק על נושיה ועל בעלי מניותיה של אותה חברה. בעבר נתפסו אירועים של חדלות-פירעון כתופעות מיקרו-כלכליות גרידא, ודיני הפירוק והשיקום נחשבו לחלק מן המשפט הפרטי. אלא שלימים טפחה המציאות גם על פניה של הנחה סמויה זו. המשבר הכלכלי של שנות העשרים בארצות-הברית הראה שלעיתים חברה עלולה להגיע לחדלות-פירעון בשל גורמים מקרו-כלכליים המשפיעים על השוק בכללותו, ואשר לחברה הבודדת אין כל שליטה עליהם. שוקי ההון נוטים "לעלות ולרדת ביחד", כך שהתנודות במחירי מניותיה של החברה האחת קשורות בתנודות במחירי מניותיה של החברה האחרת. במצב כולל של משבר וירידת מחירים, חברות רבות צפויות להגיע לכשל פירעון כמעט מבלי שתהיה להן כל שליטה על כך.

אכן, ההסדרים של שיקום חברות באו לעולם מתוך התודעה לפן המקרו-כלכלי של חדלות-הפירעון. כך, למשל, בדברי ההסבר של הקונגרס לחוק פשיטת-הרגל האמריקאי, מטרות פשיטת הרגל מוצגות כדלקמן:³⁴

"...protect the investing public, protect jobs, and help save troubled businesses."

מדברים אלה עולה שמחברי החוק ראו לנגד עיניהם לא רק את האינטרסים של הצדדים המידיים הקשורים לחברה, אלא גם את האינטרסים של הציבור בכללותו, קרי, את ההשפעה הכוללת הצפויה להיות לכוח של נושה זה או אחר לכפות את סגירתו של העסק.

מנקודת-הראות המקרו-כלכלית, יש לנסות לשקם חברות שכשלו. על-פי תפיסות

34 ראו: 124 Congress Rec. 3390 (October 5, 1978).

מקרו-כלכליות מודרניות, לממשלה ולמערכת המשפט יש תפקיד פעיל במיתונם של משברים כלכליים. על הרשויות לנקוט צעדים אשר יביאו, בסופו של דבר, לידי התעוררותה של הכלכלה ופיתוחה של המשבר.³⁵ אחרת, משברים כלכליים נוטים להתנהג כ"כדור שלג", כך שנפילתה של חברה אחת גוררת מפולת של עסקים רבים אחרים, וחוזר חלילה.

השיקום הוא רצוי, משום שהוא תורם למיתונם של המשבר, והפירוק לעומתו אינו רצוי מפני שהוא מעודד את תופעת "כדור השלג" של המשברים הכלכליים. כאשר חברה מתפרקת, נכסיה מוצאים למעין "מכירה פומבית" בשוק ועובדיה נפלטים אל מחוץ למעגל העבודה. כל עוד התופעה של חדלות-הפירעון הינה נקודתית, אין לאירועים אלה כל השפעה מקרו-כלכלית. אלא שבשוק השרוי במשבר חברות רבות מגיעות במקביל לחדלות-פירעון ולפירוק. נכסים רבים מוצאים למכירה ועובדים רבים נפלטים ממעגל העבודה. הליכי הפירוק מעצימים את המשבר הכלכלי: מימוש הנכסים תורם לנפילת מחיריהם של המשאבים הכלכליים, ופליטת העובדים ממעגל העבודה תורמת להקטנה נוספת של הביקוש.

הניסיון לשקם חברות שכשלו, לעומת זה, תורם למיתונם של המשבר הכלכלי. עצם העיכוב במימוש נכסיהן של החברות ובפליטת עובדיהן לשוק מספק מרווח זמן חיוני להיחלצות מן המשבר. כמו־כן, אם ניסיון השיקום מוכתר בהצלחה והחברה שבה לפעילות עסקית רווחית, נמנע בכך מימוש הנכסים של החברות והעובדים נותרים בתוך מעגל העבודה. לבסוף, כאשר מדובר בחברות גדולות יחסית, עם מצבת התחייבויות רחבה יחסית, ההסדרים הנעשים עם הבנקים לדחיית מועדי הפירעון ולשכלול תנאי האשראי הינם הסדרים רבי-צדדים, המונעים את תופעת השרשרת שבה כשל פירעון של חברה אחת גורר חברות רבות אחרות לכשל פירעון, וחוזר חלילה. שיקול זה קיבל לאחורונה ביטוי פסיקתי בהלכה הישראלית מפיה של השופטת אלשיך:³⁶

"מניעת תופעת 'אפקט הדומינו' הנגרמת לא פעם עקב קריסתם של גופים גדולים; עסקינן בתופעה מזיקה ומסוכנת במיוחד, לפיה גופים הקשורים בקשרי עסקים עם הגוף שנפל מתמוטטים בעקבותיו, בין אם כתוצאה ישירה מחדלות פרעונו (כך למשל, בשל שיקים של הגוף שקרס אשר לא כובדו), ובין אם כתוצאה עקיפה מכך, הבאה בעיקר בשל אובדן לקוחות חשובים וירידה בהיקף הפעילות והרווחים עקב כך."

35 Steven A. Ramirez "The Law and Macroeconomics of the New-Deal" 62 *Md. L. Rev.* 35 (2003) 515; Harry N. Scheiber "State Law and 'Industrial Policy' in American Development, 1790-1987" 75 *Calif. L. Rev.* (1987) 415; Philip Harvey "Joblessness and the Law before the New Deal" 6 *Geo. J. Poverty Law & Pol'y* (1999) 1

36 ראו עניין רופין, לעיל הערה 24, בפסקה 16(ג) להחלטה.

2. תיאוריה חדשה להבנת דיני הפירוק והשיקום

(א) כללי

על-פי התיאוריה החדשה, בהתקיים שלושה תנאים מצטברים יש הצדקה לשחרור המאגר של נכסי החברה ממערך ההתחייבויות הקיים כנגדו. מטרתם של הליכי הגבייה הקולקטיביים היא להביא לידי שחרור חיוני זה, בין בדרך של שיקום ובין בדרך של פירוק, על-מנת להשיב את מאגר נכסי החברה לפעילות עסקית רווחית. אז ימשיך להיות קיום משפטי למערך ההתחייבויות הקיים אך ורק בהקשר של מערכת היחסים שבין המשקיעים לבין עצמם. שלושת התנאים המצטברים להצדקת הליך הפירוק או השיקום הם:

1. מערך ההתחייבויות הקיים גורר ניצול לא-יעיל של משאבי החברה.
2. לא ניתן לפתור את חוסר היעילות בהסכמה.
3. מצוקה פיננסית.

בחלק ב של פרק זה אעמוד על מהותו של כל אחד מן התנאים המצטברים. לאחר-מכן, בחלק ג של פרק זה, אבהיר מדוע קיומם המצטבר של שלושת התנאים מצדיק את קיומם של הליכי הגבייה הקולקטיביים. לבסוף אעמוד על מהותם של דיני הפירוק והשיקום על-פי התיאוריה המוצעת. בפרט אראה כיצד דיני הפירוק והשיקום מביאים לידי ניתוק משאבי החברה ממערך ההתחייבויות הקיים על-מנת להשיבם לפעילות עסקית רווחית.

(ב) שלושת התנאים המצטברים שבהתקיימם יש הצדקה לשחרור המאגר של נכסי החברה ממערך ההתחייבויות הקיים כנגדו

(1) *תנאי ראשון – מערך ההתחייבויות הקיים גורר ניצול לא-יעיל של משאבי החברה*
 לנוכח ההפרדה שבין מאגר נכסי החברה לבין "כיס העושר" הפרטיים של משקיעיה, מערך התביעות מייצג גם מערך של תביעות הדדיות בין המשקיעים לבין עצמם. לאור עקרון האחריות המוגבלת, השווי הכולל של התביעות אינו יכול לעלות על שווי נכסי החברה כפי שהוא משתנה מזמן לזמן. כמו-כן, שווי נכסי החברה הינו סופי, כך שהמשקיעים השונים מתחרים על מצבת נכסים מוגבלת. מכאן שמערך התביעות כנגד נכסי החברה יוצר, בעקיפין, תוכנית חלוקה בין המשקיעים לבין עצמם: זכויותיהם של הנושים מקטינות את השווי השיורי שנותר לבעלי המניות; ואם אין די בשווי הנכסים לכיסוי מכלול ההתחייבויות הקבועות, קיום זכותו של הנושה האחד עלול לטרפד את האפשרות של קיום ההתחייבויות הקבועות כלפי יתר הנושים.

ההנחה המנחה את הדין היא שפרטים רציונליים יבנו מערך התחייבויות יעיל, קרי, מערך התחייבויות המאפשר ניצול וניהול יעילים של נכסי החברה. כל עוד החברה חיה ונושמת, אין הדין מתערב כמעט בעיצובו של מערך ההתחייבויות הקיים. הדין מסתפק באכיפת תוכנית החלוקה כפי שנקבעה על-ידי הצדדים. כך, למשל, אין כל רגולציה המחייבת את החברות, באופן כללי, לשמור על יחס מסוים בין שווי החוב של החברה לבין שווי ההון העצמי שלה. באותו אופן אין הדין מתערב כמעט בקביעת מערך השכר של

החברה לעובדיה. לבסוף, כמובן שאין הדין מתערב במדיניות העסקית של החברה, לרבות חויה עם ספקים וצרכנים.

התביעות כנגד נכסי החברה משקפות, בעקיפין, גם תוכנית חלוקה בין בעלי התביעות לבין עצמם. למעשה, ניתן לראות בתביעות אלה תביעות לנתח מסך השווי הכולל של נכסי החברה כפי שהוא משתנה מזמן לזמן. מאחר שסך כל התביעות אינו יכול לעלות על שווי הנכסים, הגדלת חלקו של בעל התביעה האחת באה על-חשבונו של בעל התביעה האחר. זו תוכנית החלוקה של שווי החברה.

אלא שהמציאות מראה כי לאורך זמן, מערך ההתחייבויות הקיים עלול לגרור את החברה לניהול לא-יעיל של הנכסים. אז, מערך ההתחייבויות הקיים גורר קבלת החלטות בחברה הגורמות כיווץ, במקום צמיחה, של הערך הכולל של הנכסים (להלן: מערך התחייבויות לא-יעיל כנגד נכסי החברה). על-מנת לעמוד על אפשרות זו, אתחיל בהצגת דוגמות קלסיות אחדות של התפתחות מערך התחייבויות לא-יעיל. לאחר-מכן אכליל את הדוגמות הקונקרטיות בטענה תיאורטית כללית:

- א. נטל חוב בלתי-סביר: החברה נגררת לעיתים, מרצון או שלא מרצון, למצב שבו נטל חובותיה גבוה ביותר. יחס המינוף הגבוה עלול לגרור צורת פעילות לא-יעילה, מאחר שהחברה פועלת תחת הלחצים המיידיים לפרעון החובות השוטפים.
- ב. שינויים משמעותיים בשערי הריבית: גורם כלל-משקי המשפיע על החברה מבלי שתהיה לקברניטי החברה כל שליטה בו, הוא שער הריבית. השער משתנה מזמן לזמן ומשפיע בכך על כדאיותן של ההלוואות הקיימות של החברה. אם שער הריבית יורד במידה משמעותית אל מתחת לריביות שנקבעו להלוואות החברה, עלות האשראי של החברה נעשית "יקרה מדי", שהרי היא נאלצת לשלם ריביות גבוהות מאלה שניתן להשיג בעסקת אשראי נוכחית. עלויות אשראי גבוהות מייקרות את עלויות החברה, ולכן הן עלולות להקטין את כוחה התחרותי בשוק. החברה תיאלץ למכור את מוצריה במחירים גבוהים משל מתחרים אחרים או להסתפק ברווחים נמוכים יותר. בכל מקרה, הקטנת הרווחיות צפויה להקטין את התמריצים של בעלי המניות להוסיף להשקיע בחברה, וכתוצאה מכך, החברה עלולה להיגרר לניהול לא-יעיל.
- ג. צמיחה בהיקפן של ההתחייבויות לאורך זמן למעלה מן המצופה: למרות נסיונם של קברניטי החברה לצפות ולהעריך מראש את עלויות הפיתוח, הייצור והתפעול של החברה, המציאות עלולה להפתיעם. עלויות אלה מתבררות במקרים רבים כגבוהות הרבה יותר מן העלויות שנצפו מראש. החברה עלולה להיגרר במקרה כזה להרחבה של סך כל ההתחייבויות הקבועות אל מעבר להיקף שנקבע מראש. היקפים גדולים יותר של עלויות עלולים להוליך לשימוש לא-יעיל בנכסי החברה: הנהגת החברה עלולה להיות מוטית על-פי האינטרס לצמצם אותן עלויות גם על-חשבון סטייה מתוכנית ההפעלה המקורית. במקרים אחרים, העלויות המוגברות עלולות להניע את החברה לגייס כספים חדשים בתנאים נוחים פחות מתנאי הגיוס המקורי, ועוד.
- ד. התפתחות מערך שליטה לא-יעיל: מערך השליטה בחברה נקבע על-פי ההתחזקות

בהונה. עקרון-העל מפקיד את השליטה בידיו של בעל מניות המחזיק יותר מ-50% ממניות החברה. עיקרון זה עלול לגרור את החברה במקרים רבים למערך שליטה לא-יעיל. כך, למשל, קבוצת השליטה עשויה להיות מורכבת מכמה בעלי מניות המתקשים להסכים ביניהם על דרך הפעולה הראויה. או למשל, מאבק שליטה בחברות ההזנק (start-up) בין יזמי החברה לבין המשקיעים בה עלול להביא לידי קבלת החלטות לא-יעילה. ככלל, הבעיות האופייניות להחלטות הקבוצתיות (collective action problems) עלולות לטרפד את ניהולם היעיל של הנכסים.

ה. שינויים משמעותיים בהיצע ובביקוש באשר לעובדיו של העסק: גורם נוסף הקשור ליעילות הפעלתה של החברה הוא הסכמי עבודה. החברה מעסיקה עובדים לאורך זמן, ותנאי העסקה של כל אחד מהם נקבעים בהתאם לתנאי שוק העבודה הרלוונטי במועד ההעסקה. כתוצאה מכך, אם מתרחש שינוי משמעותי בשוק העבודה הרלוונטי, הדבר צפוי להשפיע על יעילות פעילותה של החברה. כך, למשל, אם תנאי העסקה הנוהגים בשוק נעשים גרועים יותר לאחר העסקתם של עובדים מסוימים וכאשר החברה כבולה להסכמי השכר המקוריים, היא תימצא במצב שבו עלויות כוח-העבודה שלה גבוהות במידה ניכרת מאותן עלויות בחברות מתחרות. באופן טבעי תבקש החברה להשתחרר מהסכמי העסקה הנוכחיים שלה, אלא שלא תמיד יעלה הדבר בידיה. עובדים חיוניים של החברה ייטו להתעקש על המשך העסקתם בתנאים המקוריים. כמו-כן, אם עובדי החברה מאורגנים, יקשה הדבר על שינוי תנאי העסקה.

ו. סטייה משמעותית כלפי מטה במעבר מצפי ההכנסות של החברה להכנסותיה בפועל: מקור נוסף לאי-יעילות בהפעלת נכסי החברה קשור בביקוש למוצריה. שינויים לאורך זמן עלולים להפחית את הביקוש: טכנולוגיות חדשות מבטלות את הביקוש לטכנולוגיות ישנות. שינויים בצורת הפעילות העסקית מבטלים את הצורך במוצרים ובשירותים מסוימים, ויוצרים ביקוש למוצרים ולשירותים חדשים. תחלופת הדורות ושינויים בהרגלי צריכה מבטלים מוצרים מסוימים ויוצרים ביקוש למוצרים חדשים. במקרים מסוימים תצליח החברה להתאים את אפיקי הייצור שלה למציאות המשתנה ולשמור על פעילות יעילה. במקרים אחרים, לא יעלה הדבר בידיה. במקרה כזה היעילות מחייבת את שחרור הנכסים ממערך ההתחייבויות הקיים, בין במכירת הנכסים בחלקים, כך שכל רוכש יעשה בהם שימוש שונה, ובין במכירת הנכסים כ"עסק חי" לרוכש שיהיה מסוגל לערוך את ההתאמות הנדרשות במוצרי החברה.

ז. ניצול הזכות "להחזרת הסחורה" (right of return) על-ידי לקוחות: שינויים בלתי-צפויים במציאות שהחברה פועלת בה עלולים להתעורר גם כתוצאה מתניות מסוימות בחווי השיווק שלה. כך, למשל, חווי מכר רבים שומרים על זכותו של הרוכש להחזרת הסחורה; זאת במסגרת עסקות שכר-מכר או עסקות קונסיגנציה או במסגרות שונות של מכר על-תנאי. בכל מקרה, החברה עשויה להסתמך על כך שסחורה לא תוחזר, אך בפועל, מסיבות שונות, הרוכשים עלולים לממש את זכותם להחזרת הסחורה. אם יפעילו רוכשים רבים את תניית השבת הסחורה, הדבר עלול

לפגוע ברווחיותה של החברה. פעילות שתוכננה על-סמך המציאות המקורית עלולה להסתבר כבלתי-יעילה עוד, והתאמת הפעילות למציאות החדשה צפויה בדרך-כלל להיות כרוכה בעלויות ובזמן. אם תיכשל החברה בביצוע השינויים המתחייבים מן המציאות החדשה במועד, היא עלולה להיקלע לקשיים פיננסיים.

ת. שינויים מקרו-כלכליים במצב המשק: לבסוף, שינויים מקרו-כלכליים צפויים להשפיע על כדאיותה של הפעילות הקיימת בחברה. הדוגמה הבולטת לכך בשוק הישראלי היא ענף התיירות, שנחבל קשה כתוצאה מפריצת האינתיפדה השנייה ולא הצליח להתאושש מאז. קרוב לוודאי שמשקיעים רבים היו נמנעים מן ההשקעות בענף אילו צפו את השתלשלות הדברים.

ברמת הכללה גבוהה יותר, מקורם של החיובים הלא-יעילים טמון בתלות שבין החיובים שהפירמה יוצרת לאורך זמן: כאשר חברה פועלת, היא יוצרת מגוון של חוזים והתחייבויות על-מנת לקדם את פעילותה העסקית. כל חוזה חדש שהחברה עורכת נסמך על התקשרויותיה הקודמות ומושפע מהן. כתוצאה מכך עלול להיווצר מצב שבו חוזים שערכה החברה בעבר יגררו אותה ליצירת חיובים חדשים לא-יעילים.

מצב זה אפשרי בהתחשב בפער שנוצר לאורך זמן בין ציפיותיה של החברה (expectation function) לבין המציאות הנגלית בפועל. החברה עורכת את רוב חוזהיה בתנאי אי-ודאות. כתוצאה מכך, היא מתכננת את מהלכיה על יסוד חישובי תוחלת. חישובים אלה משקללים את כל אירועי העתיד האפשריים ואת ההסתברות לאירועו של כל מצב. אלא שלאורך מהלך קיומו של החוזה מסתבר כי רק אחד האירועים שנצפו מראש התרחש בפועל. על-כן יהיה כמעט תמיד פער בין ערכי התוחלת שחושבו על בסיס אי-הודאות לבין הערכים הנגלים בפועל. כתוצאה מכך עלול להיווצר מצב שבו חוזים שנראו במועד יצירתם כחוזים נושאי רווחים מתגלים בסופו של דבר כחוזים לא-רווחיים ואף נושאי הפסדים.

אכן, אילו היו חוזים אלה החוזים היחידים שהפירמה יוצרת ואילו לא יצרה הפירמה חוזים חדשים מתוך תלות בחוזים הישנים, כי אז הייתה להפסדים תוצאה חלוקתית (distributive consequence) בלבד, קרי: הפסדיה של הפירמה היו משתקפים ברווחי העודפים של הצד האחר לחוזה, ולא יותר. סך כל התועלת המצרפית של הצדדים היה נותר ללא שינוי. אלא שפירמות נוטות ליצור חוזים וחיובים חדשים תוך התחשבות בחיובים הקודמים ומתוך תלות בהם. כתוצאה מכך, חוזים שהתגלו כחוזים גורמי הפסדים עלולים לגרור את הפירמה ליצירת חוזים חדשים שהיא לא הייתה יוצרת אלמלא החוזים הקודמים ההפסדיים. חוזים חדשים אלה עלולים להיות כרוכים באי-יעילות של ממש.

הדוגמה הפשוטה ביותר לאפשרות זו היא גיוס הון חדש בתנאים של מצוקה פיננסית. המציאות מורה שכאשר פרט או עסק נמצאים בקשיים פיננסיים, הם נוטים לעיתים להיכנס להסכמי הלוואה חדשים עם מלווים חדשים בתנאי ריבית והחזר קשים ביותר מבחינתו של הלווה. אין ספק שאלמלא אותם קשיים פיננסיים לא היה הלווה מסכים לתנאים כאלה, אלא שכאשר מועד פרעון של התחייבויות שוטפות שונות מתקרב, נאלץ הלווה להיכנע

לתכתיביו של המלווה ולקבל על עצמו אותם תנאים מכבידים. במקרה כזה, הנטל הכבד של הריבית וההחזר הכבדים עלול לדרדר את הלווה להתנהגות לא-רציונלית נוספת של נטילת סיכונים בלתי-סבירים, וכל זאת אך ורק מתוך ניסיון נואש להיחלץ מן הקשיים הפיננסיים. בסך-הכל, הן חווי ההלוואה החדשים והן ההתנהגות העסקית הבאה לאחר-מכן עשויים להיות כרוכים באי-יעילות של ממש, וזאת אף-על-פי שהחברה הלווה הינה רציונלית והחובים החדשים הינם רצוניים.

אכן, ניתן לומר שהתחייבויות קבועות מסכנות מטבען את יעילות פעילותה של החברה מאחר שהן מגבילות את יכולתה להתאים את עצמה למציאות העסקית הדינמית. תוכנן של ההתחייבויות הקבועות מעוצב על-סמך המידע שנמצא בידי הצדדים במועד יצירתן; אלא שבמועד ביצועה של ההתחייבויות עשויה להתגלות מציאות שונה מציפיות הצדדים המקוריות. הפער שבין ציפיות הצדדים במועד יצירתן של ההתחייבויות הקבועות לבין המציאות העסקית הנגלית במועד ביצוען, עלול להפוך את מערך ההתחייבויות הקיים למערך לא-יעיל.

מכאן, לכאורה, אילו היה הדבר אפשרי, היו חברות נמנעות לחלוטין מכניסה להתחייבויות קבועות, והן היו מעצבות את כל התקשרויותיהן על בסיס של תשואה משתנה. בפועל, ההימנעות מהתחייבויות קבועות אינה אפשרית, ואכן אין היא בהכרח הבחירה היעילה ביותר לחברה. ראשית, יש משקיעים שלא יסכימו לתשואה משתנה. עם אלה נמנים הבנקים, עובדי החברה,³⁷ ספקיה³⁸ וצרכניה.³⁹ גם אם יהיו משקיעים אלה מוכנים להסכים לתניות המגמישות את התחייבותה של החברה כלפיהם, יוותרו תניות אלה בשוליים ולא ישנו את האופי הכולל של ההתקשרות. החברה תיאלץ להיכנס להתחייבויות קבועות מראש בין אם היא מעוניינת בכך ובין אם לאו. שנית, תביעה שיורית נגד נכסי החברה מתקשרת בדרך-כלל לכוחו של המשקיע להשפיע על מהלך קבלת ההחלטות בחברה. כך, למשל, בעלי המניות המחזיקים בתביעה השיורית נגד החברה הם הממנים את עובדיה ואת מנהליה והם השולטים בקבלת ההחלטות בה. גם משקיעים אחרים ייטו להתנות את גמישות החוזה עימם ביכולת להשפיע על מהלך קבלת ההחלטות בחברה. הרחבת ההיקף של התביעות השיוריות כרוכה בהגדלת מספרם של הפרטים המשתתפים בקבלת ההחלטות בחברה וכן בהרחבת מגוון האינטרסים של קבוצת מקבלי ההחלטות. הרחבה זו עלולה לגרור את החברה לסטגנציה ולא-יכולת לפעול.⁴⁰ במילים אחרות, כל אחת מדרכי ההתקשרות עם החברה עלולה ליצור מערך תביעות

37 רוב העובדים מעוניינים ליהנות ממשכורת סדירה.

38 ביחס לכל אחת מן ההזמנות יבקש הספק ליהנות מתשואה קבועה מראש; שהרי אחרת הוא לא יוכל לסמוך על הכנסות אלה בעסק שלו.

39 למרות השינויים במחירי המוצרים, צרכנים מצפים לקבל מן החברה הצעת מחיר קבועה בכל נקודת-זמן.

40 לדיון באופן שבו מערך התביעות המשתנות יוצר סחטנות מצד המיעוט וניצול כוח בידי הרוב ראו חביב-סגל, לעיל הערה 12, בפרק ד.

שיטרפד את יעילות הפעלתם של נכסי החברה: תביעות קבועות מראש מאיימות בהגבלת גמישותה ויכולתה של החברה להתאים עצמה למציאות עסקית משתנה; תביעות שירותיות, דוגמת המניות, מאיימות ביצירת מערך לא-יעיל של קבלת החלטות בחברה. החברה מבקשת במהלך פעילותה לאזן בין מוקדי אי-היעילות האפשריים ולגוון את סוגי התביעות שהיא יוצרת נגדה. היא מאזנת בין גיוס הון באמצעות הלוואות לבין גיוס הון על-ידי הנפקת מניות; החברה יכולה גם לכלול בחוזה עם בעלי התביעות השונים תניות שיגמישו את התאמת ההתקשרות למציאות המשתנה. אלא שניסיון זה לאזן בין מוקדי אי-היעילות השונים אינו מצליח תמיד להביא לידי ניהול יעיל של נכסי החברה, בין מחוסר בררה בין כתוצאה מטעויות בשיקול-דעת ובין כתוצאה מהתרחשויות משמעותיות לא-צפויות, החברה עלולה להיגרר למצב שבו היא כבולה בהסכמים לא-יעילים. שחרור הנכסים ממערך ההתחייבויות הקיים מעשה במקרה כזה תנאי חיוני להשבת הנכסים לפעילות יעילה.

(2) תנאי שני – לא ניתן לפתור את אי-היעילות בהסכמה

כאשר נוצר מערך התחייבויות לא-יעיל כנגד נכסי החברה, ניתן לפתור את הבעיה על-ידי אחת משתיים: האפשרות האחת היא שהצדדים יגיעו לחוזה חדשים שיבטלו את החוזה המקוריים. אז, בעזרת מידה מסוימת של גמישות מסחרית ("give and take"), יצליחו הצדדים להשיב את הנכסים לפעילות תקינה ללא התערבותו של בית-המשפט. האפשרות השנייה היא ששינוי מערך ההתחייבויות הקיים יושג בעזרת הליך השיקום או הפירוק. אז יאכוף בית-המשפט על הצדדים את השינויים הנדרשים על-מנת להשיב את הנכסים לפעילות תקינה.

הדיון בפסקות הבאות מראה שפתרונות מוסכמים לא-היעילות עדיפים על פתרונות הנכפים על הצדדים על-ידי בית-המשפט. לכן, הדיון יראה כי יש לפנות לחלופה של השיקום או הפירוק רק לאחר שכשלו הצדדים בנסיונם לפתור את אי-היעילות בעצמם על-ידי עיצוב מחדש של החוזה שביניהם.

הסיבות לכך שלא תמיד ניתן להגיע אל הפתרון היעיל בהסכמה רבות ושונות: בחלק מן המקרים מתפתחת בעיית קואורדינציה ושיתוף-פעולה. מכלול בעלי התביעות בחברה צפויים ליהנות משיפור מערך ההתחייבויות הקיים כנגדה; אלא שבאופן טבעי, כל משקיע מעדיף שהמשקיעים האחרים ישאו בתוצאות השינויים הנדרשים. כך, למשל, יעדיף מלווה של החברה להמשיך לקבל את הריבית החוזית על הלוואתו, גם כאשר שווי הריבית החוזית גבוה מריבית השוק, מתוך ציפייה שנושיה האחרים של החברה יסכימו להקטין את תביעותיהם כלפיה. כך, גם כאשר מקורות מימון חדשים נדרשים לחברה, יעדיף כל בעל מניות שבעלי מניותיה האחרים הם שימשיכו להשקיע משאבים נוספים בחברה על-מנת לאפשר לה להמשיך לפעול. לבסוף, אם נדרש שינוי בהסכמי העבודה, יעדיף כל עובד שעובדיה האחרים של החברה הם שישאו בנטל השינוי בתנאי העסקתם, בעוד הוא ממשיך לעבוד בחברה על-פי תנאי ההעסקה המקוריים.

בחלק אחר של המקרים, מערך ההחזקה במניות השליטה בחברה הוא שעלול להביא

לידי ניהול לא-יעיל. לכאורה, ניתן להתגבר על אי-היעילות בהסכמה בין בעלי המניות הקיימים, או על-ידי הצעת רכש שבה ירכוש משתלט עוין את השליטה בחברה. אלא שהתנאים הנדרשים להחלפת השליטה בחברה אינם מתפתחים בכל המקרים, ובעלי השליטה הנוכחיים אינם מגלים תמיד את הנכונות הנדרשת לוותר עליה.

מן הראוי להדגיש שכאשר נכסי החברה נגררים לפעילות לא-יעילה, ניגודי האינטרסים שבין הנושים לבין בעלי המניות מתחדדים. אי-היעילות גורמת הפסדים, ואלה מגולגלים אל בעלי המניות או אל הנושים. הצד המפסיד מאי-היעילות יבקש לשנות את מערך ההתחייבויות הקיים, בעוד שהצד שאינו נפגע מאי-היעילות יבקש להתעקש על שמירת הסטטוס-קוו. אומנם, בדרך-כלל, יהיו אלה בעלי המניות שיבקשו לשנות את מערך ההתחייבויות הקיים על-מנת לעודד את השבת הנכסים לפעילות תקינה. כך, למשל, כאשר אי-היעילות נובעת מתנאי העסקה "טובים מתנאי השוק" לעובדי החברה, יבקשו בעלי השליטה להתמקח מחדש על תנאי ההעסקה, על-מנת להפחית את שווי סך כל ההתחייבויות לעובדים. באופן טבעי ינסו העובדים לדחות את תביעתם של בעלי השליטה, והם יצליחו לעשות זאת בהתאם למידת תלותה של החברה בוהותם של העובדים ובהתאם למידת התארגנותם. כל עוד עובדי החברה מצליחים למנוע שינוי בתנאי ההעסקה, הם עלולים לגרור את נכסי החברה לפעילות לא-יעילה, המוכתבת על-פי אינטרסים של העובדים, ולא על-פי מבחן היעילות המצרפי.

במקרים חריגים יהיו אלה נושי החברה שיבקשו לשנות את מערך ההתחייבויות הקיים, ובעלי המניות הם שיסרבו לשתף פעולה עימם. מצב זה יכול להיווצר כאשר החברה נוטלת מנושה מאוחר הלוואה נוספת המדללת את זכויותיהם של הנושים המוקדמים. כאשר נטל ההלוואות הכולל יוצר סיכונים משמעותיים של חדלות-פירעון, יבקשו הנושים המוקדמים לכוון את פעילות החברה להקטנת נטל האשראי. במקרים אלה בעלי המניות עשויים לסרב לשתף פעולה עם הנושים המוקדמים, מאחר שהם מפקימים תועלת מן האשראי המאוחר למרות אי-יעילותו.⁴¹

(3) תנאי שלישי – מצוקה פיננסית

לבסוף, בהעדר פתרון בהסכמה לבעיה של מערך התחייבויות לא-יעיל כנגד נכסי החברה, צפויה החברה להיגרר למצוקה פיננסית, קרי, למצב שבו אין היא מצליחה לפרוע את התחייבויותיה השוטפות.⁴² גם כאשר השווי של סך כל חובותיה של החברה עולה על השווי של סך כל נכסיה, היא תצליח להימנע מפירוק כל עוד חובותיה השוטפים נפרעים.⁴³

41 על אפשרויות אלה עמדתי בפרקים ג ו-ה של ספרי, אירית חביב-סגל דיני חברות לאחר חוק החברות החדש (אל-טק, 2004, כרך ב).

42 חדלות-פירעון היא עילה לפירוק. ראו סעיף 257(4) לפקודת החברות, לעיל הערה 5.

43 הנושים לא ירצו לפנות לחלופה של הפירוק, שהרי הם צופים שייפרעו בפירוק בשווי נמוך מן השווי המלא של חובותיהם. כמו-כן, גם אם מדובר בנושים מובטחים הקוראים לפירעון מידי של הלוואה, התוצאה לא תשתנה כל עוד נמצא מקור אשראי חדש שיהיה מוכן לממן את פרעון החוב המובטח.

כמו־כן, אם אין די במקורות ההכנסה של החברה לפרעון חובותיה השוטפים, היא תפנה לגיוס מקורות מימון חדשים באמצעות הלוואה או הנפקת מניות או ניירות־ערך אחרים. נסיונות הצלה אלה ייכשלו אם לא יימצא משקיע־בכוח שיהיה מוכן להזרים לחברה את מקורות המימון הנדרשים לפרעון חובותיה השוטפים או למימון פעילותה השוטפת. או תיכשל החברה בפרעון חובותיה השוטפים, וכשל הפירעון יגרור את בקשת הפירוק.⁴⁴

(ג) מדוע קיומם המצטבר של שלושת התנאים מצדיק את קיומם של הליכי הגבייה הקולקטיביים

לאחר שעמדתי על שלושת התנאים לפתיחת הליכי הגבייה הקולקטיביים על־פי התיאוריה החדשה בנושא זה, אנסה כעת להסביר מדוע קיום מצטבר של שלושת התנאים מצדיק את קיומם של הליכי הגבייה הקולקטיביים. בשלב הראשון, כתשתית להצדקה אשר תובא בחלק השני של תת־פרק זה, אציג את מהותם של הליכי הגבייה הקולקטיביים. לאחר דיון זה בשלב השני אבסס את ההצדקה עצמה על־פי התיאוריה החדשה.

(1) מהותם של הליכי הגבייה הקולקטיביים

לפני שנפנה להראות כיצד קיומם של שלושת התנאים המצטברים מצדיק את פתיחת הליכי הגבייה הקולקטיביים, מן הראוי לעמוד על מהותם של הליכים אלה. טענתי היא שהליכי הגבייה הקולקטיביים משחררים את נכסי החברה ממערך ההתחייבויות הקיים על־מנת לאפשר את השבת הנכסים לפעילות עסקית יעילה. הליכי הפירוק או השיקום צפויים לכלול אחת או יותר מן הדרכים הבאות לשינוי מערך הזכויות הקיים.⁴⁵

א. שינוי מבנה ההתחייבויות: האפשרות האחת היא ששינוי הזכויות יתמקד בפעולות בצידו השמאלי של המאזן. עסקיה של החברה ימשיכו לפעול כרגיל, כך שהחברה תמשיך להיות עסק חי, אלא שההליכים הקולקטיביים יביאו לידי ארגון מחדש של

44 זה ההסדר שנקבע בפקודה. ראו סעיף 258 לפקודת החברות, לעיל הערה 5, הקובע שכאשר חברה אינה פורעת חוב, ואפילו חוב זניח, היא נחשבת לחדלת־פירעון.

45 שינויים אלה מתוארים במאמרה של Warren, *supra* note 13. אף־על־פי שהמחברת מציגה את דיני פשיטת־הרגל כהליך פרוצדורלי לגביית חובות, המהווה חלופה להליך הגבייה האינדיווידואלי המדינת, היא מצביעה על כך שדיני פשיטת־הרגל משנים את מערך הזכויות הקיים, שם, בעמ' 785-786. בית־המשפט הדגיש במיוחד את השינוי שמתחולל במערך הזכויות הקיים עם הכניסה להליכי הגבייה הקולקטיביים. ראו: רע"א 2911/95 יוסף אברהם נ' עיריית רמת־גן, פ"ד נג(1) 218; רע"א 6863/00 בנק לאומי לישראל נ' עיריית עכו, דינים עליון ס 898; רע"א 5741/00 מגאסון אלקטרוניקה ובקרה 1978 בע"מ נ' ר.פ. הנדסה וביצוע עבודות חשמל בע"מ, פ"ד נד(4) 332; עניין רובננקו, לעיל הערה 4. השינויים במערך הזכויות הקיים מחייבים את קיומו של ההליך במהירות: פ"ש"ר 1896/02 (ת"א), בש"א 10834/03 אמדר לבניין (אילת) בע"מ (בהקפאת הליכים), דינים מחוזי לד(2) 775 (ניתן על־ידי השופטת אלשיך ביום 3.6.2003).

התביעות נגד החברה ושל ניירות-הערך שלה. כך, למשל, אם הגיעה החברה לחדלות-פירעון בשל נטל חובות ויחס מינוף גבוהים מדי, יש לארגן מחדש את מבנה ההון כך שהוא יסתמך על אחוזים גבוהים יותר של הון עצמי ועל אחוזים נמוכים יותר של חוב. על-מנת להשיג תוצאה זו, יימחקו חלק מן החובות, וחלק מן הנושים יקבלו מניות בכורה או מניות רגילות במקום תביעות החוב המקוריות. ניתן לפצות את הנושים על הסיכון המוגדל הכרוך במניות, לעומת הלוואות, על-ידי מספר מניות שישקף שווי נומינלי כולל גבוה יותר.⁴⁶ שינויים נוספים במבנה ההון עשויים לבוא לידי ביטוי בשינוי תנאי הריבית כך שהנושים הקיימים יסכימו לקבל החזרים נמוכים יותר על השקעותיהם; או בגיוס אשראי חדש במהלך ההליכים הקולקטיביים, כך שהלוואות ישנות ייפרעו ויוחלפו על-ידי הלוואות חדשות. לבסוף, במסגרת הדיון במאמר זה, גם שינויים בחוזי ההעסקה עם עובדי החברה יסווגו כשינויים במבנה ההון, מאחר ששינויים אלה מבטאים את שינוי מערך ההתחייבויות כנגד נכסי החברה מבלי להעביר נכסים אלה לצדדים שלישיים.

ב. שינוי מבנה השליטה: עם כניסתה של החברה להליכי פירוק או שיקום, השליטה בנכסי החברה עוברת מנציגיהם של בעלי המניות לנציגים של הנושים. לאחר תחילת ההליכים הקולקטיביים, לעולם לא ישוב מבנה השליטה בנכסים להיות כפי שהיה במהלך חייה של החברה: אם תגיע החברה לפירוק, יעברו נכסיה ממילא לבעלותם ולשליטתם של עסקים אחרים; ואם תעבור החברה הליכי שיקום, ייוותרו בעלי המניות המקוריים עם שווי נמוך ביותר או עם שווי אפס בחברה המשוקמת, כך שלא יוכלו עוד להפעיל את השליטה המקורית שהייתה להם בנכסי החברה.

ג. מימוש הנכסים: לבסוף, השינויים הקיצוניים ביותר במערך הזכויות הקיים יקרו עם מימוש נכסי החברה ומכירתם לצדדים שלישיים. מכירת הנכסים מחוללת שינוי במערך ההתחייבויות הקיים כנגד אותם נכסים מאחר שהיא מנתקת את הקשר שהיה קיים לפני הפירוק בין הנכסים לבין בעלי המניות והנושים של החברה; במקום קשר מקורי זה יבוא קשר בעלות חדש בין הרוכש לבין נכסי החברה. כאשר נכסי החברה נמכרים כ"עסק חי", כל הנכסים עוברים לבעלותו של רוכש אחד. כאשר המכירה נעשית "בחלקים", כל אחד מנכסי החברה עובר לבעלים אחר. בכל מקרה, קשר הבעלות המקורי מתנתק.

46 מרכיב זה היה חלק מן ההסדר בהחלטה בעניין גילת, ראו פש"ר 1994/02 (ת"א) גילת רשתות לוין בע"מ נ' עו"ד צלרמאיר ועו"ד קלינהנדרלר (הנאמנים) ואח', תקדין מחוזי 3431 (1)2003.

ההליכים הקולקטיביים צפויים לכלול אחת או יותר מן הדרכים המתוארות לשינוי מערך התביעות הקיים: בשיקום, התביעות נגד החברה משתנות, וכן מבנה השליטה בחברה, על-מנת לאפשר את השבת הנכסים לפעילות יעילה. בפירוק, הנכסים עוברים מן החברה אל הרוכש, כך שאין הם עוד בבעלותם של המשקיעים המקוריים בחברה. מובן שכל ניתוק של מערך נכסי החברה ממערך ההתחייבויות המקורי כולל בחובו שינוי של זכויות מהותיות: נושה שיסתפק בהחזר חוב קטן יותר או בנטל ריבית קטן יותר על האשראי שסיפק לחברה יקבל זכות פחותה בערכה משווי זכותו המקורית. בעל מניות שיאבד את השליטה בחברה או יאלץ להתחלק בה עם בעלי השליטה החדשים על-פי תוכנית השיקום יקבל ערך נמוך מן הערך החזוי המקורי של תביעתו נגד החברה, וכדומה.

(2) *ההצדקה לפתיחת הליכי הגבייה הקולקטיביים*

לאחר שעמדתי על שלושת התנאים לפתיחת הליכי הגבייה הקולקטיביים, ולאחר שעמדתי על מהותם של הליכים אלה, מן הראוי לבסס את הטענה ששלושת התנאים שהצגתי לעיל מצדיקים פתיחתם של הליכי הגבייה הקולקטיביים. נחלק את הדיון לשתי סוגיות:

(א) הסוגיה הראשונה היא מידת חיוניותו של ההליך הקולקטיבי בהתקיים שלושת התנאים.

ההבהרה הראשונה הנדרשת בהקשר זה נוגעת בשאלה: מדוע הליך הגבייה הקולקטיבי חיוני לשינוי מערך ההתחייבויות הקיים כאשר הצדדים כושלים בנסיונם להגיע בהסכמה לשינוי הנדרש? במילים אחרות, מדוע לא ניתן לשנות את מערך ההתחייבויות הקיים ללא חוזים חדשים וללא הליכי פירוק או שיקום? התשובה לשאלה זו נמצאת בנטייתו של הדין להקפיד על קיומן של התחייבויות. בהעדר הליכי פירוק או שיקום, אין מערכת המשפט מקילה על שחרור הנכסים מן ההתחייבויות הקיימות. ראשית, המשפט הפרטי אינו מכיר ב"אי-יעילות" כעילה לביטול חוזים או התחייבויות אחרות. "טעות בכדאיות העסקה" אינה יכולה להיחשב לטעות המאפשרת את ביטול החוזים.⁴⁷ שנית, המבנה של קבלת ההחלטות בחברה אינו מקל על שחרור הנכסים מן ההתחייבויות הקיימות. אדרבה, ההנהלה הקיימת, עובדי החברה ואף חלק ניכר מנושיה יעדיפו לשמר את מערך ההתחייבויות הקיים גם כאשר הפעילות העסקית של החברה אינה יעילה עוד. ההנהלה והעובדים ישאפו לשמור על מערך ההתחייבויות הקיים על-מנת לשמר קווי פעילות שמקומות עבודתם והכנסותיהם מובטחים בהם. נושי החברה ישאפו לשמר את מערך

47 ראו, למשל, סעיף 14(ד) לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973, ס"ח 118, שקובע: "טעות", לענין סעיף זה וסעיף 15 - בין בעובדה ובין בחוק, להוציא טעות שאינה אלא בכדאיות העסקה."

ההתחייבויות הקיים במגמה להיפרע את חובותיהם בתנאי הריבית וההחזר שנקבעו בחווי האשראי המקוריים. בעלי המניות ישאפו לשמור על קיומה של החברה, מחשש שהליך הפירוק או השיקום יאיין את שווי החזקותיהם בחברה. אשר לגוף הטענה, די בכך שאחד התנאים לא יתקיים שלא תימצא הצדקה לפתיחתם של הליכי הגבייה הקולקטיביים:⁴⁸ ראשית, כל עוד מערך ההתחייבויות יעיל, אין כל הצדקה לשנותו. הן שיקולי יעילות והן שיקולים של אוטונומיה של הפרטים מצדיקים את המשך קיומו של מערך ההתחייבויות הקיים. שנית, כל עוד יש בכוחם של הצדדים לפתור את אי-היעילות בהסכם, אין מקום לפתיחתו של ההליך הקולקטיבי. הפתרון המוסכם עדיף מפני שהוא צפוי להיות יעיל יותר, והוא גם עולה בקנה אחד עם רצון הצדדים. הפתרון המוסכם יעיל יותר מכיוון שעלויותיו נמוכות יותר מעלויות ההליך הקולקטיבי, וכן, הצדדים יצליחו לעצב נכון יותר את מערך ההתחייבויות החדש מאשר כל גוף חיצוני. הפתרון המוסכם מתיישב עם האוטונומיה של הצדדים, שהרי אין הוא כרוך ביסוד הכפייה המאפיין את ההליך הקולקטיבי. לבסוף, התנאי של מצוקה פיננסית חיוני משום שהוא מתווה בצורה ראויה את משך הזמן המוקצה לקברניטי החברה על-מנת לנסות למצוא בעצמם פתרון לבעיית אי-היעילות. על-פי ההסכמים שנערכו מראש בין הצדדים, השליטה בחברה נתונה בידי בעלי המניות ונציגיהם; בין השאר, גם הסמכות לשנות את מערך ההתחייבויות הקיים, אם שינוי כזה נדרש נתונה בידיהם; ובידיהם נתונה גם הסמכות לנהל משא-ומתן עם כל אחד ממשקיעי החברה על שינוי תנאיהם של החוזים הקיימים. כל עוד החברה מצליחה לעמוד בפרעון חובותיה במועדם, אין מקום להתערבות של בית-המשפט או של אחד הנושים בנסיונות אלה. המצוקה הפיננסית, לעומת זה, מעידה על כשלון נסיונם של קברניטי החברה להגיע לפתרון מוסכם, והיא מהווה גם את הנקודה שממנה ואילך נושי החברה הם הנושאים בעלויותיו של הכישלון להגיע לפתרון מוסכם. לכן היא מהווה את נקודת-הציון הראויה אשר ממנה ואילך עוברת האחריות על שינוי מערך הזכויות הקיים מבעלי השליטה בחברה לבית-המשפט ולנאמן.

(ב) השאלה השנייה אשר עולה היא, האם קיומם של שלושת התנאים הוא מספיק, על מנת להצדיק את פתיחתם של הליכי הגבייה הקולקטיביים? ראשית, השילוב בין אי-היעילות והמצוקה הפיננסית מצדיק את שינוי מערך ההתחייבויות הקיים על-מנת להשיב את הנכסים לפעילות עסקית יעילה. המצוקה הפיננסית גוררת ממילא את החברה למצב שבו אין היא מצליחה עוד לקיים את מערך התחייבויותיה כפי שהוסכם מראש. כל ניסיון להמשיך את פעילות החברה יהיה כרוך בהפרת חלק מן ההתחייבויות המקוריות. מערך ההתחייבויות הקיים

48 במילים אחרות, שלושת התנאים הינם הכרחיים.

ישתנה ממילא, שהרי החברה תפר חלק מהתחייבויותיה. בשלב זה, עיצובו מחדש של מערך ההתחייבויות הקיים על-ידי מערכת קולקטיבית ונורמטיבית עדיף על עיצובו מחדש על-פי השתלשלות עובדתית אקראית שתפתח כתוצאה מנסיונם הנואש של הנושים לגבות את חובותיהם.

שנית, לנוכח כשלון הניסיון להגיע לפתרון מוסכם ללא ההליך הקולקטיבי נעשה יסוד הכפייה (coercion) בלתי-נמנע: אפשרות אחת היא שהנאמן או המפרק יכפו על הצדדים את שחרור הנכסים ממערך ההתחייבויות הקיים; אפשרות אחרת היא שנסיונות ההשתלשלות העובדתית שתפתח יכפו על חלק מן הנושים את שינוי זכויותיהם, שהרי החברה לא תצליח לעמוד בפרעון כל ההתחייבויות במועדן. נקל להניח שהפתרון המוסדר והמונחה על-ידי בית-המשפט כרוך בכפייה ראויה יותר ושרירותית פחות מאשר הכפייה שתפתח בהעדר הליך קולקטיבי.

שלישית, בהעדר מועד קבוע מראש לפתיחתו של ההליך הקולקטיבי, קרי, מועד המצוקה הפיננסית, צפויים קברניטי החברה להיכשל בניסיון להביא לידי עיצוב מחדש של חווי החברה בהסכמה. לצורך הבהרת התופעה, נניח שהחברה הגיעה למצב שבו מערך התחייבויותיה כנגד נכסיה אינו יעיל בשל אחת או יותר מן הסיבות המנויות בפסקה 2(ג)2. לעיל. נניח עוד שקברניטי החברה פונים אל הנושים הרלוונטיים בניסיון להגיע להסכמה על שינוי תנאי ההתקשרות עם החברה. בהעדר איום בפתיחת ההליך הקולקטיבי, צפויים אותם נושים לנהוג כ"סחטנים" ולהגיב בסירוב, שהרי אין הם הצדדים הנושאים בעלויות תוצאותיה של אי-היעילות הנובעת ממערך ההתחייבויות הקיים. כל עוד החברה ממשיכה לפעול, הם יבקשו "לסחוט" את המשך קיומם של תנאי ההתקשרות המקוריים. נטיית הסחטנות מתחזקת כאשר קיימים נושים רבים שקיום ההתחייבויות כלפיהם אינו יעיל עוד. אז יבקש כל נושה "למתוח את המשא-זמתן" עימו בציפייה שנושיה האחרים של החברה יאותו להיענות לפנייה לעיצוב מחדש של ההתחייבויות המקוריות, כך שהחברה תצליח להמשיך לפרוע את ההתחייבויות המקוריות כלפיו. קיומו של מועד קבוע מראש לסיומם של נסיונות ההצלה העצמאיים מעודד את נושי החברה להיענות לניסיון לשפר את יעילותו של מערך ההתחייבויות הקיים: הם יודעים מראש שאם לא יגיעו להסכמה עם החברה עד למועד כניסתה של זו למצוקה פיננסית, הם מסתכנים באפשרות שהחוב כלפיהם לא יפרע כלל. כאשר מדובר במלווים או בספקים הפועלים עם החברה לאורך זמן, "חרב" הפירוק מהווה איום חזק במיוחד, שהרי משמעותו של ההליך היא קטיעת ההכנסות העתידיות שהיו יכולות להתקבל מהחברה אלמלא ההליך הקולקטיבי.

רביעית, מרגע שהחברה מגיעה למצוקה פיננסית, היעילות הכלכלית מחייבת את שלילת שליטתם של בעלי המניות בנכסי החברה. בשלב זה, שווי הבעלות במניות החברה הוא אפס או קרוב לאפס, כך שלבעלי המניות אין עוד תמריץ ראוי ליצור התחייבויות חדשות יעילות. אדרבה, בלחץ המצוקה הפיננסית, הם צפויים ליצור התחייבויות הכרוכות בסיכון גבוה במיוחד, שאין בו כל היגיון כלכלי, בניסיון וולו

גם קלוש) להביא לידי הצלת החברה. כמו־כן, כל עוד החברה נותרת מחוץ להליך הקולקטיבי, קברניטיה נדרשים להוסיף לקיים את העסק הפעיל, תוך שהם יוצרים התחייבויות חדשות במהלך ניהולו. משמעות הדבר היא שאלמלא דיני הפירוק והשיקום, היה הדין מחייב כביכול את קברניטי החברה ליצור התחייבויות חדשות, תוך שהם מודעים לספק המשמעותי בדבר יכולתה המעשית של החברה לעמוד בקיומן. ברור שהתחייבויות כאלה אינן יכולות להיות יעילות או הוגנות, ובסופו של דבר, הן עשויות לגרור עסקים בעלי פוטנציאל להידרדרות הדרגתית, עד שייסגרו תוך פגיעה משמעותית יותר בנושים.

(ד) שמירת תוכנית החלוקה המקורית

עד כה הצבעתי על כך שהליכי הפירוק והשיקום מנתקים את מצבת נכסי החברה ממערך ההתחייבויות הקיים כנגדה. ניתוק זה יכול להיות מלא או חלקי: אם החברה עוברת הליך פירוק בדרך של מכירת נכסים, מתחולל ניתוק מלא בין הנכסים לבין המשקיעים המקוריים של החברה. אם החברה נמכרת כ"עסק חי", הניתוק עשוי להיות מלא או חלקי, בהתאם לזהותם של רוכשי העסק החי.⁴⁹ אם החברה עוברת הליכי שיקום, הניתוק הוא חלקי בלבד, כך שנכסי החברה יישארו בבעלותם המקורית, אלא שתנאי ההשקעה בחברה, הן של הנושים והן של בעלי המניות, יעברו שינויים משמעותיים.

בשלב זה מן הראוי להדגיש שתהליך ניתוק הנכסים ממערך ההתחייבויות הקיים אינו מכריע במערכת היחסים שבין הנושים לבין עצמם ובין בעלי המניות; אדרבה, בהקשר זה, מערכת המשפט נוטה לכבד עד כמה שניתן את מערך ההתחייבויות המקורי. במילים אחרות, בעוד שהליך מנתק את מפת התביעות המקורית כנגד נכסי החברה, אין הוא משנה את תוכנית החלוקה בין המשקיעים לבין עצמם. אומנם, הקשר הישיר לנכסי החברה אינו מתקיים עוד, אך חלקו היחסי של כל אחד מן המשקיעים נשמר גם במסגרת ההליכים הקולקטיביים.

בראש ובראשונה, כל אחד מן הנושים רשאי להביא לפני הנאמן או המפרק את הוכחת חובו בהתאם לתנאי ההתקשרות שלו עם החברה. באופן טבעי, נושה בעל תביעה בהיקף רחב יותר יהיה זכאי לערך גבוה יותר בפירוק מאשר נושה בעל תביעה בהיקף מצומצם יותר. כמו־כן, אם תניות החוזה כוללות הוראות בדבר פיצוי מוסכם או הוראות בדבר

49 כך, למשל, בהחלטה שנידונה פשר 1277/02 (ת"א), בש"א 7457/03 (ת"א) ברשנטיין ישראל נ' Wecco Briot International Ltd., דינים מחוזי לד(1) 927 (ניתן על-ידי השופט אלשיך ביום 8.12.2003) (להלן: עניין ברנשטיין), החזיקו בעלי מניות של החברה הנרכשת (בחדלות-פירעון) ביותר מ־50% ממניותיה של החברה הרוכשת.

הערכת הפיצויים על הפרת חוזה, יוכל הנושה לכלול הנחיות אלה במסגרת תביעת חובו. לבסוף, ייתכן גם שהמפרק יבחר לקיים חלק מן החוזים, ואז הוא יהיה חייב להמשיך לקיים את התחייבויותיה של החברה על-פי החוזה.

במילים אחרות, לאחר בחירת החלופה היעילה ביותר לשימוש בנכסי החברה, על המפרק או הנאמן לפנות לחלוקת השווי שהתקבל, אם בדרך של חלוקת המזומנים כנגד מכירת נכסי החברה ואם בדרך של חלוקת התביעות נגד החברה המשוקמת. בשלב זה, תנאיה של כל אחת מן ההתקשרויות המקוריות נעשים רלוונטיים, והם מנחים את הנאמן בתוכנית החלוקה.

על-מנת לעמוד על ההבחנה שבין תוקפו של מערך התביעות המקורי ביחס לנכסי החברה לבין תוקפו של זה במסגרת ההתדיינות שבין הנושים לבין עצמם, ניתן להתייחס לדוגמה מן הפסיקה העדכנית שבה נדרשה השופטת אלשיך להכריע בשאלת תוקפה של זכות סירוב ראשונה במהלך מכירה של נכסי החברה במסגרת הקפאת הליכים.⁵⁰ בית-המשפט מכיר בזכותו של הנאמן על ההסדר להתעלם מזכות סירוב ראשונה שהתקיימה לטובת אחד הרוכשים-בכוח של השליטה:⁵¹

"אין פירושם של דברים כי הנאמן זוכה ביותר זכויות מאשר אלו של בעל המניות לנעליו נכנס. אם כפופה זכות בעל המניות לזכות צד ג' כלשהו, הרי אף הנאמן עשוי למצוא עצמו כפוף לה, ואין בעצם הקפאת ההליכים כדי לאיין את הזכות דנו... אלא, שלעניין זה ישנו פן נוסף, ממנו בחרה יובלים להתעלם; כשם שהנאמן אינו משתחרר, מעצם מינויו בלבד, מאותן זכויות הכרוכות במניות, הרי כך יכול הוא לטעון את טענותיו כלפיהן, במידה וזכויות אלו עומדות לו לרועץ בדרכו להפעיל את יכולת השליטה שלו בחברה או למוכרה לקונה האופטימלי מבחינת הנושים. זאת, כשם שבעל המניות עצמו יכול היה לעשות כן; דבר זה מתחייב הן מעצם כניסתו של הנאמן בנעלי החברה, והן מהצורך כי ימקסם את ערך החברה בעבור הנושים." [ההדגשה במקור].

בהמשך, השופטת אלשיך מדגישה שזכות הסירוב הראשונה נכנסת לתמונה רק לאחר תהליך ההתמחרות, ולא לפניו. תהליך ההתמחרות חיוני על-מנת להשיא את מחיר העסקה לטובתם של הנושים. רק לאחר שנמצא קונה המוכן לשלם את המחיר הגבוה ביותר, על הנאמן לאפשר לבעלת זכות הסירוב הראשונה לרכוש את נכסי החברה באותו מחיר אופטימלי. במילים אחרות, זכות הסירוב הראשונה אינה משפיעה על מחיר העסקה, אלא מזכה את בעליה בזכות-קדימה לרכוש את הנכסים במחיר האופטימלי. השופטת אלשיך מדגישה שזכות הסירוב הראשונה אינה מבטלת את חובתו של בעליה

50 עניין רובננקו, לעיל הערה 4, פסקות 40-41.

51 שם, פסקה 43.

לעמוד בתנאי-הסף שהציב הנאמן להשתתפות בהתמחרות. כמו-כן אין היא מבטלת את תהליך ההתמחרות עצמו. אילו נמנע הנאמן מתהליך ההתמחרות, והעביר את נכסי החברה לאלתר אל בעלת זכות הסירוב הראשונה, הוא היה פוגע באינטרס של הנושים, שהרי מחיר העסקה היה נמוך מזה המתקבל בעקבות תהליך ההתמחרות.

לבסוף, באותו מקרה, השופטת מגיעה למסקנה כי בעלת הזכות ביקשה לעשות שימוש חסר תום-לב בזכות הסירוב: ראשית, אף-על-פי שהזכות לא הייתה ניתנת להעברה, ביקשה בעלת הזכות להעבירה אל אחת ממשותפות המכרז על-ידי שזו תרכוש מניות של החברה בעלת זכות הסירוב הראשונה. שנית, אותה משותפת פרשה מהמכרז בשלביו האחרונים על-מנת לתפוס את מקומה של בעלת זכות הסירוב. שלישית, התערבותה של בעלת זכות הסירוב בהליך ההתמחרות נועדה להפחית את המחיר שייקבע בסופו של התהליך. על רקע חוסר תום-הלב, השופטת פוטרת את הנאמן מקיומה של זכות הסירוב. למרות כל אלה, השופטת אלשיך מדגישה שעצם קיומם של הליכי ההסדר אינו פוטר את הנאמן מקיומה של זכות הסירוב הראשונה. אדרבה:⁵²

”אלא, שמרגע בו נמצא כי זכות הסירוב נחתמה במהלך עסקים רגיל, לא קמה נגדה עילת ביטול, ובעליה הזרים בתמורתה ערך לחברה, אין הנאמן יכול להשתחרר ממנה או לצמצמה באופן מלאכותי אך ורק משום שקיומה מכביד עליו.” [ההדגשה במקור.]

הנאמן יהיה חייב לקיים את זכות הסירוב, אלא שהוא יהיה זכאי לעשות שימוש בכל טענה שהייתה עומדת לבעלי המניות המקוריים נגד בעליה של זכות הסירוב. בפרט, זכותו לעמוד על קיומה של זכות הסירוב בתום-לב. כמו-כן עליו לקיים את זכות הסירוב מבלי לפגוע בשווי התמורה שתתקבל כנגד נכסי החברה. לכן היה עליו לנהל את תהליך ההתמחרות, ורק בסופו לאפשר לבעלת הזכות לממשה במחיר הגבוה ביותר שהתקבל בתהליך ההתמחרות.

בניתוח פסק-הדין על פי העקרונות לעיל, ניתן לומר שזכות הסירוב אינה מגבילה את הנאמן ככל שהוא פועל להשאת שווי התמורה שתתקבל בעבור נכסי החברה. עליו לקיים את הליך ההתמחרות, וכן לעמוד על כך שגם בעלת זכות הסירוב תעמוד בתנאי-הסף שהציב. לבסוף, אם בעלת זכות הסירוב עושה שימוש בזכותה בצורה המפרה את האינטרסים של מכלול הנושים, ייחשב הדבר להתנהגות שלא בתום-לב, וחוסר תום-הלב יביא לידי ביטול הזכות. לעומת זה, בתחרות שבין הצדדים לבין עצמם (נושי החברה הקיימים ורוכשים-בכוח של נכסי החברה), בית-המשפט מקפיד על קיומה של זכות הסירוב הראשונה ועל שמירת תנאיה כפי שנקבעו בהתקשרות המקורית עם החברה.⁵³

52 שם, פסקה 44.

53 דוגמה נוספת לכפילות שבית-המשפט נוקט בהערכת תוקפה של הזכות בהקפאת הליכים ניתן למצוא בעניין ברנשטיין, לעיל הערה 49. שם נדרש בית-המשפט להכרעה בזכותה של

פסק־הדין מדגיש פן נוסף של דיני הפירוק והשיקום: כוחו של המפרק או הנאמן לשחרר את מצבת הנכסים מן ההתחייבויות שנוצרו לגביהם מוגבל לנכסים "של החברה", קרי, לנכסים שיש לחברה זכות קניין בהם. לכן, הדין מבחין משמעותית בין נושים בעלי זכויות חוזיות כלפי החברה לבין נושים שהספיקו לקבל זכויות קניין של ממש בנכסי החברה. הנאמן או המפרק אינו יכול לבטל זכויות קנייניות של הנושים, מאחר שעל־פי עקרון האישיות המשפטית הנפרדת, "נכסיה של החברה" ונכסים אלה בלבד הם העומדים לפרעון חובותיהם של הנושים. נכסים "שאינם של החברה" אינם יכולים לשמש את הנאמן לפרעון החובות. הנאמן אינו מוסמך לשקול את תוצאתה הכלכלית של מגבלה זו, מאחר שהוא מוסמך לנהל את "נכסיה של החברה" בלבד. במקרה הנידון, זכות הסירוב מתפרשת כזכות קניינית, וסיווגה זה של הזכות מהווה את אחת הסיבות להמשך קיומה של הזכות גם במסגרת הפירוק או השיקום.

(ה) מניעת שימוש לרעה בהליך השיקום או בהליך הפירוק

התיאוריה המוצעת מצביעה על הפתח שדיני הפירוק והשיקום פותחים לשימוש לרעה בהליכים אלה: בעלי מניות עלולים לפנות לבית־המשפט בבקשה להקפאת הליכים על־מנת לאכוף על הנושים שינויים בתנאי החוזים עם החברה על־פי בחירתם. כמו־כן הם עלולים לפנות להליך של הקפאת ההליכים על־מנת למנוע מהנושים את היכולת להיפרע את חובותיהם במסגרת הרגילה של ההוצאה לפועל.⁵⁴ בית־המשפט הכיר בחשש זה בעניין הוטל.קום נ' תבל:⁵⁵

"בעיה מרכזית היא היכולת להשתמש בהקפאת הליכים כ'הליך שמיטת חובות' או 'שיפור עמדות' גרידא, בעיקר אל מול הנושים הבלתי־

המדינה להוסיף לגבות תמלוגים מרוכשת של טכנולוגיה וקניין רוחני במסגרת של הקפאת הליכים. רוכשת נכסי החברה טענה שאין היא חבה בחובות התמלוגים מאחר שהיא רוכשת את הנכסים במסגרתו של הפירוק. המדינה טענה כי יש לה זכות קדימה לקבלת התמלוגים מכל בעלים אפשרי של הטכנולוגיה, ולכן זכותה להיפרע את אותם תמלוגים גם מן החברה שרכשה את הטכנולוגיה. בית־המשפט נעתר לתביעתה של המדינה, אלא שהוא מורה על קיומו של משא־ומתן מחודש לקביעת גובה התמלוגים.

54 ראו: *In re William Hall*, 304 F.3d 743 (2002). באותו מקרה אף לא הייתה מחלוקת שיש לדחות את הבקשה לפתיחת הליכים. הדיון התמקד בסנקציות שיש להטיל על המבקש, לצד דחיית הבקשה. לעניין דרישת תום־הלב ראו גם: *In re John and Liselotte Koelbl*, 751 F.2d 137 (1984).

55 פש"ר 1361/02 (ת"א) הוטל.קום בע"מ ואח' נ' רו"ח צ. יוכמן בתפקידו כנאמן ומנהל מיוחד לחברות תבל תשדורת בינלאומית לישראל בע"מ וגוונים טלוויזיה בכבלים בע"מ ואח', דינים מחוזי לג(7) 289, פסקה 39(א) להחלטה (ניתנה על־ידי השופט אלשיך ביום 29.1.2003).

מובטחים, ... מסיבה זו, אחת הדרישות אשר העלה הדין האמריקאי, וזאת שלא בכדי, היתה חשיפת כל קשר אשר קיים בין המשקיע המציע לרכוש את החברה לבין בעלי העניין הקיימים, וחשיפת כל גמול או רווח אשר מפיקים בעלי השליטה מההסדר.

בעיה נוספת, הקשורה בטבורה לסכנת 'הליך שמיטת החובות', הוא המסר שמעביר הדין לבעלי העניין בחברה; בהעדר פיקוח נאות על הקפאות הליכים, עשויים הללו להשתמש בהקפאת ההליכים ככלי בכדי להימלט מלתת את הדין על מעשים ומחדלים בלתי ראויים אשר גרמו, או למצער תרמו, לקריסת החברה." [ההדגשות במקור].

בעניין אחר בית-המשפט מצביע על החשש שהפטר מחובות העבר, במסגרת הסדר נושים, יקנה יתרון לא-הוגן לחברה על-פני מתחריה:⁵⁶

"יוצא, כי טענה זו הינה טענה כללית היפה לרוב מקרי הקפאת ההליכים... טענה זו של ההתאחדות הינה 'טענת רקע' המלווה את התחום בכללותו, וגורסת כי לא פעם, מבנה הקפאת ההליכים גורם לחוטא לצאת נשכר..."

הפתרון שבית-המשפט מציע לבעיה היא לבחון בכל מקרה אם קיים חשש ממשי של שימוש לרעה בהליכי ההבראה. אם חשש כזה מתקיים, יימנע בית-המשפט מלהיעתר לבקשה להקפאת הליכים.⁵⁷ פתרון נוסף שבית-המשפט מציע הוא הטלת אחריות אישית על בעלי השליטה בחברה בגין החובות הבלתי-נפרעים. בכל מקרה, בית-המשפט מציע שהמחוקק ייתן את דעתו על הסוגיה.

מכאן שלצד התנאים שהוצגו לעיל, פרטים הפונים להליכי השיקום או הפירוק כפופים

56 ראו פש"ר 1802/02 (ת"א) בש"א 004031/03 (ת"א) עו"ד איתן ארז, נאמן זמני נ' חברת בלפור הנדסה ושיקום נזקים בע"מ ואח', דינים מחוזי לג(8) 404, פסקה 37 להחלטה (ניתנה על-ידי השופטת אלשיך ביום 14.5.2003) (להלן: עניין מועדון הכח מכבי רמת-גן).

57 במקרים אחרים, כאשר מסתבר שימוש לרעה בהליך, ייתן בית-המשפט צו להפסקת הקפאת הליכים שכבר החלה. ראו פש"ר 001881/03 (ת"א), פש"ר 001785/03, בש"א 0015508/03 בנק לפיתוח התעשייה בישראל בע"מ נ' ש.ע. ירדני, מוצרי צריכה בע"מ (טרם פורסם, ניתן על-ידי השופטת קובו ביום 17.8.2003). בית-המשפט מסיק שם כי התקיים הגורם של שימוש לרעה לנוכח חוסר שיתוף-הפעולה של בעלי המניות עם הנאמן. בית-המשפט מוסיף ופוסק כי בתנאים מסוימים, בעלי המניות נדרשים לגלות נכונות להשקיע כספים נוספים בחברה, וסירובם לעשות זאת עלול להתפרש כשימוש לרעה בהקפאת ההליכים.

לדרישת תום הלב. בקשה להקפאת הליכים שאינה מונעת על-פי האינטרסים הכלליים של מכלול הנושים, כפי שתואר לעיל, אלא על-פי אינטרס פרטי של בעלי המניות או של נושים מסוימים, לא תתקבל על-ידי בית-המשפט. אחרת היו דיני הפירוק והשיקום פותחים פתח לניצול לרעה של האפשרות לניתוק נכסי החברה ממערך ההתחייבויות הקיים.

3. השוואת התיאוריה המוצעת עם תיאוריות קודמות

לפני שאפנה להמשך הדיון, מן הראוי להדגיש את הפערים שבין התיאוריה המוצעת כאן לבין התיאוריות הקודמות, כפי שהוצגו לעיל:

א. שילוב של שיקולים כלכליים וחברתיים

התזה המוצעת משלבת שיקולים כלכליים ושיקולים חברתיים כאחד בעיצובם של דיני השיקום והפירוק. מחד גיסא, השיקול הכלכלי הוא המכתיב את עצם הפתיחה בהליכי הפירוק או השיקום ואת הבחירה בין שתי החלופות הללו. מטרות יעילות הן המביאות לידי כך שמערכת המשפט מעצבת מחדש את מערך התביעות הקיים כלפי הנכסים. כמו-כן, שיקולים כלכליים הם המנחים את הבחירה בין השיקום לבין הפירוק. מאידך גיסא, התזה הינה חברתית לאור מרחב חופש שהיא מתירה לדין ולבתי-המשפט לקבוע את תוכנית החלוקה בין הנושים. כפי שיתברר להלן, התיאוריה המוצעת מצביעה על כך שניתן לעצב את תוכנית החלוקה בכל דרך שהיא מבלי לפגוע בהשגתן של מטרות היעילות. כל עוד ההליך הקולקטיבי מצליח לנתק את מאגר הנכסים מן ההתחייבויות הבלתי-יעילות, הוא משיג את מטרתו. בהתאם לכך, ניתן לעצב כללי חלוקה רדיקליים, הסוטים מכללי החלוקה הנהוגים והמונחים על-פי שיקולים חברתיים בלבד, מבלי לפגוע ביכולת להשיג את מטרות היעילות של ההליך. פסקה ה' להלן מרחיבה את הדיון בסוגיות אלה.

השיקול המנחה את השילוב בין הניתוח הכלכלי לבין הניתוח החברתי הינו ההכרה במגבלות היכולת של מערכת המשפט: מערכת המשפט אינה יכולה להכתיב או לאכוף את המציאות הכלכלית. כך, למשל, כאשר עסק כושל ומוצרו אינם נדרשים עוד על-ידי הצרכנים, אין מערכת המשפט יכולה לתקן מציאות זו או לשפרה. בנסיבות אלה לא תוכל מערכת המשפט להביא לידי שיקומה של החברה, אלא לכל היותר "לדחות את הקץ" ולעכב בזמן-מה את הפירוק המוחלט. אלא ש"דחיית הקץ" רק תביא עימה נזקים נוספים לנושיה של החברה. "דחיית הקץ" לא תוכל לספק הגנה ממשית לעובדיה של החברה או לספקיה. באותו אופן, גם כאשר מצבת ההתחייבויות שהתפתחה כנגד מאגר נכסיה של החברה מתבררת כלא-יעילה עוד וכגורם המעכב את השבתם של הנכסים לפעילות עסקית רווחית, לא תוכל מערכת המשפט לכפות על הצדדים את המשך קיום ההתחייבויות שנטלו על עצמם מראש כלשונו. בנסיבות אלה אין מנוס מהתחלת הליכי פירוק או שיקום לשחרור הנכסים ממערך ההתחייבויות הקיים. לעומת זה, מרגע שהבטחנו את השגת התוצאה היעילה, קיים לבתי-המשפט מרחב חופש ניכר להגן על קבוצות חלשות במיוחד בהליכי

השיקום או הפירוק על-מנת לנסות להקטין את הנזקים של חדלות-הפירעון המתגלגלים עליהם. בשלב זה, שיקולים חברתיים הם הראויים להנחות את מערכת המשפט.

ב. דחיית התפיסה הפרוצדורלית של דיני הפירוק והשיקום

התזה המוצעת מתנגשת בעיקר עם התפיסה הפרוצדורלית של דיני הפירוק והשיקום. על-פי הטיעון שהוצג כאן, מטרתם של דינים אלה הינה מהותית: מטרתם היא לשנות את מערך הזכויות המהותיות, ולא רק להכתיב את הליך הגבייה שלהן. נראה לי שאין ספק כי התפיסה המהותית של דיני הפירוק והשיקום מיטיבה לתאר את הדין הקיים מאשר התפיסה הפרוצדורלית.

ג. קביעת הליך השיקום כברת-המחדל של הדין

להבדיל מתיאוריות כלכליות קודמות, שהתריסו כנגד ההצדקה להליך השיקום, התיאוריה המוצעת תקבע את הליך השיקום כברת-המחדל של הדין. מרגע שעמדתי על כך כי ההליך הקולקטיבי מנתק את מצבת נכסי החברה ממערך ההתחייבויות הקיים, מתברר שיש לנקוט את הניתוק המזערי הנדרש על-מנת להשיג את המטרה של השבת נכסי החברה לפעילות עסקית יעילה. כפי שיתבהר בחלק הבא של הדיון, השיקום כרוך בנתק קטן יותר של מצבת הנכסים ממערך ההתחייבויות הקיים, מאחר שהוא מותיר את הנכסים בידיהם של המשקיעים הקיימים. לכן, הדיון יראה שהשיקום מהווה את הבחירה הראויה של מערכת המשפט כל עוד די בו להשגת מטרותיה של היעילות.

ד. הצדקת יסוד הכפייה הכרוך בהליך הקולקטיבי

הניתוח המוצע מבהיר מדוע ניתוחם של Baird & Rasmussen, במאמר "The End of Bankruptcy",⁵⁸ אינו יכול לבסס את ביטולם של דיני הפירוק והשיקום. הדיון מצביע על מצבים רבים שבהם לא ניתן להגיע אל הפתרון היעיל בעזרת פתרונות מוסכמים. במצבים אלה, ובמצבים אלה בלבד, התיאוריה מצדיקה את המעבר להליכי הגבייה הקולקטיביים. בניגוד לעמדתם של המחברים, הניתוח לעיל מצביע על כך שכאשר החברה נגזרת למצוקה פיננסית בשל מערך התחייבויות לא-יעיל, יסוד הכפייה הינו בלתי-נמנע: אפשרות אחת היא שהנושים החזקים יותר, או אלה העדיפים על בעלי המניות, יכפו את רצונם על יתר הנושים, כך שהראשונים יפרעו את חובותיהם במלואם, בעוד הנושים האחרים נותרים ללא פירעון כלל; האפשרות האחרת היא שמערכת המשפט תנקוט כפייה במידה כלשהי על-מנת לשחרר את הנכסים מן הניהול הלא-יעיל. לכן אין זה נכון להציג את הליכי פשיטת-הרגל כהליכים הפותחים פתח לכפייה שלא הייתה אפשרית אלמלא כן.

⁵⁸. Baird & Rasmussen, *supra* note 14

ה. הצדקה כלכלית לשינויים רדיקליים יותר מאלה שהוצעו עד כה במערך ההתחייבויות הקיים

כפי שיתברר מן הדיון הפרטני בהמשך, התיאוריה המוצעת פותחת פתח להתערבות רדיקלית יותר של הליכי הפירוק והשיקום במערך ההתחייבויות הקיים מזו הקיימת על-פי הדין הנוהג; וכן מזו הנתמכת על-ידי התיאוריות האחרות.

פרק ג: בחירת סוג ההליך – שיקום, פירוק או פשרה בין הנושים

כפי שראינו, התיאוריה החדשה מבססת את ההצדקה הנורמטיבית לשחרור המצבה של נכסי החברה ממערך ההתחייבויות שנוצר ביחס לאותם נכסים. כעת עומדות לפני בית-המשפט שתי דרכים עיקריות לשחרורה של מצבת הנכסים מן הזכויות הקיימות. הדרך המסורתית, המוצאת את ביטויה גם בחקיקה הישראלית, היא דרך הפירוק. דרך אחרת, שפותחה בעיקר בשנים האחרונות על-ידי הפסיקה בישראל, היא דרך השיקום. כפי שראינו, קיימת בספרות נטייה להעדפת הפירוק על השיקום. פרק זה עוסק בבחירה זו בין חלופת הפירוק לחלופת השיקום. התת-פרק הראשון של פרק זה עוסק בשאלות הנורמטיביות של העדפת החלופה האחת על האחרת. בניגוד לספרות הקיימת, אראה שהתיאוריה החדשה מעדיפה את חלופת השיקום על חלופת הפירוק כבררת-מחדל. בתת-הפרק השני של פרק זה אעבור מן הדיון הנורמטיבי לדיון הפוזיטיבי, ואציג כיצד הבחירה בין החלופות משתקפת הן בחקיקה והן בפסיקה בישראל.

1. שיקולים נורמטיביים בבחירה בין שיקום לפירוק

עד כאן עמדתי על התנאים שקיימת בהם הצדקה נורמטיבית לשחרר את מצבת נכסי החברה ממערך ההתחייבויות שנוצר ביחס לאותם נכסים. השאלה הבאה נוגעת בבחירה הראויה בין הדרכים השונות לשחרור מצבת הנכסים מן הזכויות הקיימות. גם בהקשר זה המאמר הנוכחי מציג תובנה חדשה ושונה מן התובנות הקיימות: ככלל, המציאות מראה כי בעוד בתי-המשפט מעדיפים את חלופת השיקום על חלופת הפירוק, המלומדים הדוגלים בעילות כלכלית קוראים לביטולה המוחלט או לשימוש מופחת בה. ברוב המקרים, יטענו אותם מלומדים, יש להעדיף את הפירוק על השיקום. אלא שעל רקע הניתוח עד כה ניתן לבסס טענה לטובתה של חלופת השיקום גם על יסודם של שיקולי יעילות גרידא.

(א) שלושת הנימוקים הקיימים להצדקת העדפתה של חלופת הפירוק על חלופת השיקום

להבנת הטענה החדשה יש לשוב לבחון את נימוקיהם של המלומדים הכלכליים בעד חלופת הפירוק. שלושה נימוקים מרכזיים הוצגו בהקשר זה:

ראשית, חלופת השיקום כרוכה כמעט תמיד בהקצאה מחדש של הזכויות בסתירה לסדרי הקדימויות הקבועים בפירוק ובניגוד להסכמות המקוריות שבין הצדדים. לכן, חלופת השיקום נחשבת לחלופה הכרוכה בהתערבות משפטית מרחיקת-לכת יותר מחלופת הפירוק. מלומדים הדוגלים בהגנה על החיובים הקיימים יקראו לשימוש מופחת בשיקום.

שנית, תיאורטית, גם כאשר בית-המשפט מבקש לשמר את העסק החי של החברה מאחר שערכו עולה על הערך בפירוק, אין הצדקה של ממש לבחירה בשיקום: אם אומנם שוויו של העסק החי עולה על שוויו של העסק בפירוק, כי אז המפרק יכול למכור את נכסי החברה כעסק חי במקום לפרקו לגורמים. כך יוכל המפרק, במסגרת של פירוק גרידא, להפיק למשקיעיה ונושיה של החברה את ערכו המוסף של העסק החי. חלופת הפירוק במכירת העסק החי לצד ג נחשבת לעדיפה על חלופת השיקום מאחר שזו מושגת מבלי להתמודד עם כל התופעות של חלוקה מחדש הכרוכות בהליך השיקום. מערך הזכויות הקיים יכול להישמר, ועימו גם היעילות הכלכלית. על רקע טיעון זה, טוען Baird,⁵⁹ יש להבין את השיקום כמכירה רעיונית של העסק החי למשקיעיה הקיימים של החברה; על-כן יש לבחור במכירה רעיונית כזו רק כאשר המחיר שהמשקיעים הקיימים מציעים גבוה מן המחיר שיציע קונה מרצון חיצוני. אחרת, יש להעדיף את הפירוק על השיקום.

שלישית, בהתייחסותם האמפירית להליכי פשיטת-רגל קיימים הראו Baird & Rasmussen,⁶⁰ כי הליך השיקום איבד מגונו המקוריים כהליך המאפשר את שיקומן של חברות שכשלו. במציאות המודרנית, מראים מלומדים אלה, השיקום משמש בעיקר על-מנת לאפשר את מכירתו של העסק לצד ג בתנאים עדיפים על התנאים שבהם היה ניתן למכור את העסק אלמלא הליך השיקום. הכוונה היא לכך שהצדדים מנצלים את הליך השיקום על-מנת לשחרר את העסק מחלק ניכר מהתחייבויותיו הקודמות. לאחר שחרור הנכסים מן ההתחייבויות הקיימות, הם יכולים למכור את הנכסים במחירים גבוהים מאלה שיכלו לקבל אלמלא הליך השיקום. על-פי הניתוח במאמר, על הדין למנוע ניצול לרעה זה של הליכי חדלות-הפירעון, ולהורות על הליכי הפירוק. אלא שעל-פי הניתוח לעיל, יש להתאים את ההליך הנבחר למקורם של החיובים הלא-יעילים בפעילותה של החברה לפני היכנסה להליך: האפשרות הראשונה היא שנטל חובותיה הקיים של החברה כבד עד כדי כך שכמעט בכל השתלשלות עובדתית אפשרית לא יהיו לחברה מקורות הכנסה מספיקים על-מנת לפרוע את מלוא הקרן והריבית של החובות הקיימים. במצבים מעין אלה לא ירצו עוד משקיעים נוספים להשקיע בחברה, מאחר שהשקעתם לא תוכל ממילא להניב פרי.

⁵⁹ Baird, *supra* note 33.

⁶⁰ Baird & Rasmussen, *supra* note 14.

האפשרות השנייה היא שבעיות בניהולה של החברה או בשליטה בה מונעות ממנה את הפעילות הרווחית. אז, שוב, לא יהיו משקיעים חדשים מעוניינים בהשקעה בחברה מאחר שהיא לא תוכל להיחשב להשקעה כדאית. האפשרות השלישית היא ששינויי זמנים ומנהגים גרמו לכך שאין עוד ביקוש למוצריה של החברה או שעלויות ייצורם של מוצרים אלה גדלו במידה ניכרת, כך שבכל מקרה לא מתקיים עוד תזרים הכנסות צפוי המצדיק את ההשקעה בחברה בהשוואה להשקעות חלופיות.

(ב) הבחנה בין סיבות לכשל פירעון בצד "הנכסים" של המאזן לבין סיבות לכשל בצד "ההתחייבויות" של המאזן

לאור הדיון לעיל, יש להבחין, בראש ובראשונה, בין סיבות לכשל פירעון הנוצרות בצידו הימני של המאזן, הוא צד ה"נכסים", לבין מקורות של כשל פירעון הנוצרים בצידו השמאלי של המאזן, הוא צד ה"התחייבויות". מקורות של כשל פירעון הנוצרים בצידו השמאלי של המאזן ניתנים לפתרון על-ידי ארגון מחדש של מערך ההתחייבויות של החברה כלפי נושיה ובעלי מניותיה. לאחר שייבנה לחברה מבנה הון סביר (feasible capital structure), היא תוכל לשוב לפעילות עסקית רווחית. לעומת זה, מקורות של כשל פירעון הנוצרים בצידו הימני של המאזן, הוא צד הנכסים, ניתנים לפתרון אך ורק אם הם נובעים מבעיות בשליטה ובניהול של נכסי החברה. אז ניתן לפתור את כשל הפירעון על-ידי ארגון מחדש של מבנה הניהול בחברה. אלא שאם כשל הפירעון נעוץ בגורמים הכרוכים בנכסי החברה עצמם ובירידת הרווחיות של הפעילות הקשורה אליהם, כי אז לא ניתן עוד לפתור את הבעיה, ואין מנוס מפירוקה של החברה. במילים אחרות, בעוד שמקורו של כשל הפירעון השני ניתן לפתרון, מקורו של כשל הפירעון השלישי אינו ניתן לפתרון כלשהו.

(ג) הבחנה בין כשל פירעון מיקרו-כלכלי לבין כשל פירעון מקרו-כלכלי

כמו־כן, מן הראוי לשים לב שבעוד המקור השני לכשל הפירעון הינו מיקרו-כלכלי באופיו ומתמקד במבנה השליטה בחברה הבודדת, המקורות הראשון והשלישי לכשל הפירעון יכולים להיות מיקרו או מקרו-כלכליים. בין אם כך ובין אם כך, המקור הראשון לכשל הפירעון ניתן לפתרון בעוד המקור השלישי לכשל הפירעון אינו מאפשר פתרון כלשהו מלבד מימוש נכסי החברה לטובת פעילות עסקית אחרת מזו שהחברה הכושלת עוסקת בה. הבחנה זו מכתיבה גם את אופי השחרור הנדרש של מאגר הנכסים של החברה מן ההתחייבויות הקיימות. הנחת-המוצא של הדין היא שיש לבחור בחלופה הכרוכה בשינויים הקטנים ביותר במבנה ההתחייבויות הקיים, ובלבד שהיא מצליחה להשיג את מטרות היעילות הנדרשות. כל שינוי במערך ההתחייבויות הקיים גורם פגיעה בציפיותיהם הלגיטימיות של הצדדים שהתקשרו עם החברה. באופן טבעי, נטיית הדין צריכה להיות למזער את הפגיעה בציפיות מעין אלה. הנחת-המוצא השנייה המנחה את הדין היא שכל סוג של הליכים קולקטיביים, בין פירוק ובין שיקום, כרוך בשינויים במבנה

השליטה בחברה. הבחירה המרכזית הנותרת לשיקול-דעתו של בית-המשפט היא זו שבין השיקום לבין הפירוק. נקודת-המוצא שקבענו מכתובה את הבחירה בחלופת השיקום לגבי המקורות הראשון והשני של כשל הפירעון, ובחלופת הפירוק לגבי המקור השלישי של כשל הפירעון. במילים אחרות, כל עוד כשל הפירעון נובע ממבנה ההון של החברה ו/או ממבנה השליטה בה, יש לפנות לשיקום החברה; אך כאשר כשל הפירעון נובע מאי-יכולתם של אפיקי הפעילות בחברה להניב רווחים תחרותיים, יש לפנות לחלופת הפירוק. מימוש נכסי החברה לפירעון החובות כרוך בשינויים הקיצוניים ביותר במערך ההתחייבויות הקיים, ולכן יש לבחור בחלופה זו רק במקרים שבהם אין ברירה אלא לפרק את החברה. בכל מקרה אחר יש להעדיף את חלופת השיקום על חלופת הפירוק.

(ד) סתירת הנימוקים בעד חלופת הפירוק

הניתוח שלעיל סותר את הנימוקים שהושמעו בעבר בעד חלופת הפירוק: ראשית, אין זה נכון שחלופת השיקום כרוכה במידה גדולה יותר של הקצאה מחדש של חיובים קיימים מאשר חלופת הפירוק. לכן אין זה נכון להסיק שמערכת משפט המבקשת לשמר את החיובים הקיימים צריכה להעדיף את הפירוק על השיקום. אומנם, השיקום כרוך בהקצאה מחדש של זכויות, כתוצאה מכך שהחברה עוברת את הליך השיקום בתנאי אי-ודאות באשר לשווייה הצפוי לאחר השיקום. כתוצאה מכך עלול להיווצר מצב שבו נושים בדרגות עדיפות נמוכות יותר ישתתפו בשיקום ויקבלו תביעות נגד החברה החדשה למרות ששווייה של זו אינו מספיק לכיסוי מלוא התביעות העדיפות והמובטחות. אלא שבכך לא מתמצים האפקטים של החלוקה מחדש: טרפודן של הזכויות הקיימות בא לידי ביטוי גם בביטולם של חוזים מכבידים, בפיתורים של עובדי החברה ובניתוקם של הנכסים מבעלי הזכויות הקיימות לטובתו של צד ג הרוכש מרצון את החברה בפירוק. כאשר משקללים גורמים נוספים אלה של הקצאה מחדש מסתבר שאפקט ההקצאה מחדש הכרוך בפירוק חריף מזה הכרוך בשיקום. אשר על-כן יש להתאים את הבחירה בין חלופת הפירוק לבין חלופת השיקום לנסיבות המקרה ולמקורות המיוחדים של חדלות-הפירעון באותו מקרה. שנית, אף שתיאורטית ניתן למכור את העסק החי לצדדים שלישיים, מעשית הליך השיקום חיוני להשאתה של התשואה לנושים. כפי שידוע לכל, מכירה כפויה, שבה המוכר "חייב למכור" את נכסיו, גורמת לירידה דרסטית במחיר הנכסים. מוכר "החייב למכור" יאלץ להסכים למחירים נמוכים יותר מאשר מוכר היכול להמשיך להתזיק בנכסיו. מציאות כלכלית זו משפיעה גם על המפרק, אילו היה המפרק חייב לבחור בחלופת הפירוק, כי אז היה צד ג צפוי לנצל את מעמדו הנחות של המפרק-המוכר, והנכסים היו נמכרים במחיר זול במיוחד. חלופת השיקום חיונית על-מנת לאפשר את המכירה בתנאים אופטימליים לנושים. גם אם יבחר המפרק למכור את החברה, ולא לשקם אותה, תיעשה המכירה תיעשה כפוף לאפשרות החלופית של המשך ההחזקה בחברה על-ידי שיקומה. מחיר העסקה צפוי להיות גבוה יותר.

שלישית, ממצאיהם של Baird & Rasmussen מצביעים על האפשרות של ניצול לרעה

של הליך השיקום לטובת מכירתו של העסק כאשר הוא משוחרר מחובות העבר. אלא שעצם האפשרות לעשות שימוש לרעה בהליך השיקום אינה יכולה לתמוך בביטולה של חלופה זו. אדרבה, לבית-המשפט שיקול-הדעת להבחין בין נסיונות תמימים להציל את החברה הכושלת לבין ניצול לרעה של ההליך. בכל אותם מקרים שאין מתקיים בהם היסוד של ניצול לרעה יהא מקום לשיקומה של החברה.

2. חלופת השיקום בישראל והסדרי פשרה בין הנושים

עד כה התמקד הדיון בפרק זה בפן התיאורטי הנורמטיבי של דיני הפירוק והשיקום. הנחת-המוצא של הדיון הייתה שהן השיקום והן הפירוק מוסדרים בדין החקוק, כך שעל בית-המשפט לבחור בכל אחד מהמקרים את החלופה המתאימה ביותר לנסיבות המקרה. אלא שהמציאות החקיקתית בישראל שונה. עד לפני זמן לא רב עדיין ביטאה החקיקה הישראלית תובנות ישנות, שלפיהן חברה שהגיעה לחדלות-פירעון דינה פירוק וחסול. בתי-המשפט הם שפיתחו, בהדרגה, את האפשרות שחברה שכשלה תעבור הליכי שיקום ותשוב לפעילות עסקית רווחית. ביטוי ליצירה שיפוטית זו ניתן למצוא, למשל, בפסק-הדין שיכון עובדים בע"מ נ' טש"ת חברה קבלנית לבניין, בע"מ:⁶¹

"לסברתי – אין להיחפז. ככל שניתן להציל עסק מהתמוטטות יש לחתור לכך בזהירות ובאחריות אך תוך תעוזה ותושייה. ככל שמתאפשר חיסולו ההכרחי של עסק תוך כדי ניהולו כעסק פעיל חי ותוסס על-ידי המפרק, הנאמן, כונס הנכסים, וזאת בהשגחת בית המשפט ובהדרכתו, כן ייטב לנושים ולמשתתפים בחברה או לפושט הרגל כפרט. בעשייה כזו מממשים את תכלית החוק. בגישה האמורה, ככל שרק תהיה ישימה, בנסיבות המקרה, מקדמים תוצאה צודקת."

כך גם בפסק-הדין MAT Investment Corp. נ' גפני. בית-המשפט מבהיר:⁶²

61 ראו ע"א 3225/99 שיכון עובדים בע"מ נ' טש"ת חברה קבלנית לבניין בע"מ, פ"ד נג(5) 97. ראו גם: ע"א 359/88 סולל בונה בע"מ נ' ד"ר י. נאמן, פ"ד מה(3) 862; בג"ץ 8047/98 עו"ד אליעזר לויט נ' שר העבודה והרווחה, דינים עליון סא 110. פסק-הדין האחרון אֶזכר את ע"א 673/87 סאלח ואח' נ' מפרק פרץ את איסר חברה לבנין והשקעות בע"מ (בפירוק), פ"ד מג(3) 57, 67-68.

62 בר"ע 6418/93 MAT Investment Corp. נ' גפני, פ"ד מט(2) 685. על היגיון זה בהקשר של הסדרים חקלאיים ראו דנ"א 690/94 בנק הפועלים בע"מ נ' שמעון כהן, פ"ד מט(3) 245. גם שם בית-המשפט נוקט פרשנות מרחיבה להוראות החוק על-מנת לקיים את

"ראוי ככל שניתן, לטובת הנושים ולטובת החברה שבמשבר, להקדים ולעשות מאמץ לשקם את החברה ולהבריאה ככל שרק ניתן, ולמצער, לקדם את הליך הפירוק והחיסול שעה שהעסק חי ופעיל."

בהעדר הסדר מפורש של שיקום חברות, תרו בתי-המשפט אחרי עוגן חקיקתי לביצוע השיקום. הפתרון נמצא בסעיף 233 לפקודה (הוא מקורו של סעיף 350 לחוק החברות החדש). סעיף 233 לפקודה הפך במהלך השנים למעין "סעיף-סל", אשר בעזרתו נעשה מגוון רחב של פעולות קרדינליות בחייהן של חברות. ההליך שנקבע בסעיף 233 משמש את בתי-המשפט לעריכת שינויים במבנה ההון של החברה (recapitalization),⁶³ לשיקום של חברות (reorganization),⁶⁴ למיזוג (merger) ולעסקות של רכישת חברות (acquisition).⁶⁵

השימוש בסעיף 233 לפקודה לצורך ביצוע שיקום של חברות זכה אף בגושפנקה חקיקתית, הן בנוסחו של סעיף 233 והן בחקיקתן של תקנות החברות (בקשה לפשרה או להסדר), תשס"ב-2002 (להלן: תקנות החברות), המסדירות את הפרוצדורה של ההליך הקולקטיבי של הקפאת הליכים. נוסח החקיקה מתייחס לאפשרות של שיקום החברה בעזרת הסדר פשרה בין נושיה. סעיף 350 לחוק החברות החדש, אשר החליף את סעיף 233 לפקודה, קובע:

התכלית החקיקתית של העדפת השיקום על הפירוק, ראו גם ע"א 5827/90 נהריה כפר שיתופי להתיישבות חקלאית בע"מ נ' יורש קלופשטופ, פ"ד נ(4) 282.

63 לשימוש בסעיף 233 על-מנת לשנות את מבנה ההון של החברה ראו: ת"ה 9465/91 לאומי פיא נ' כבלי ציון, פ"מ תשנ"ב (1) 485; ע"א 70/92 כלל תעשיות בע"מ נ' לאומי פיא, פ"ד מז(2) 329.

64 על שימוש בסעיף 233 כהסדר של שיקום חברות ראו יחיאל בהט דיני הבראת חברות (בורסי, התשנ"א) 149 והאסמכתות שם.

65 בהקשרים אחרים, של מיזוג ורכישת חברות, זכה לאחרונה השימוש בסעיף 350 לחוק החברות החדש (אשר החליף את סעיף 233 לפקודה), כ"סעיף סל", בגושפנקה שיפוטית. בתי-המשפט הכיר באפשרות לעשות שימוש בסעיף 350 על-מנת לבצע עסקה של החלפת מניות. בעסקה מעין זו, החברה האחת רוכשת את מניותיה של החברה האחרת בתמורה למניות החברה הרוכשת. העסקה של המרת המניות מניבה בעקיפין תוצאות הדומות לתוצאותיה של עסקת מיזוג. על רקע זה התעוררה השאלה: האם ניתן לבצע את העסקה במסגרתו של סעיף 350 לחוק החדש? שאלה זו התחדדה לאור קיומו של הסדר מפורש המסדיר את עסקת המיזוג בחוק החדש. בשני פסקי-דין עוקבים השיב בתי-המשפט המחוזי בתל-אביב על שאלה זו בחיוב. ראו: בש"א 109717/98 (ת"א) ממקו תכנה בע"מ נ' רשם החברות, תק-מח 99 (1), 65535; בש"א 004139/01 (ת"א) קבוצת כרמל השקעות בע"מ נ' הפניקס חברה לביטוח בע"מ, דינים מחוזי לג(1) 772 (ניתן ביום 21.6.2001).

"סמכות לפשרה או הסדר

350. (א) הוצעו פשרה או הסדר בין חברה לבין נושיה או בעלי מניותיה, או בינה לבין סוג פלוני שבהם, רשאי בית המשפט, על פי בקשה של החברה, של נושה או של בעל מניה, או של מפרק אם החברה היא בפירוק, להורות על כינוס אסיפה של אותם נושים או בעלי מניות, לפי הענין, בדרך שירה בית המשפט.

(ב) בית המשפט שהוגשה לו בקשה לפשרה או להסדר כאמור בסעיף קטן (א) (בפרק זה - התכנית), רשאי, אם שוכנע כי יהיה בכך כדי לסייע לגיבושה או לאישורה של תכנית שמטרתה להבריאה את החברה, לתת צו, לפיו, במשך תקופה שלא תעלה על תשעה חודשים, לא ניתן יהיה להמשיך או לפתוח בשום הליך נגד החברה, אלא ברשות בית המשפט ובתנאים שיקבע (בפרק זה - צו הקפאת הליכים).

...

(ו) ניתן צו הקפאת הליכים, יתיר בית המשפט -

(1) לבקשת נושה מובטח - לממש נכס המשועבד לו;

(2) לבקשת נושה שהוא בעל שעבוד צף - לגבשו;

(3) לבקשת נושה שהוא בעל שעבוד צף שגובש - לממש נכס אחד או יותר כאמור;

והכל אם נוכח כי לא הובטחה הגנה הולמת לזכויותיו של הנושה בנכס, או כי אין במימוש השעבוד או בגיבוש השעבוד הצף, כדי לפגוע באפשרות לגבש ולאשר את התכנית.

...

(ט) אם באסיפה כאמור בסעיף קטן (א) הסכימו לפשרה או להסדר רוב מספרם של הנוכחים והמצביעים שבידם יחד שלושה רבעים של הערך המיוצג בהצבעה, ובית המשפט אישר את הפשרה או ההסדר, הרי הם מחייבים את החברה ואת כל הנושים או בעלי המניות או הסוג שבהם, לפי הענין, ואם היא בפירוק - את המפרק וכל משתתף.

...

(יא) לענין סעיף זה -

"חברה" - כל חברה הניתנת לפירוק לפי פקודת החברות;

"הסדר" - לרבות ארגון מחדש של הון המניות בדרך של איחוד מניות מסוגים שונים או בדרך של חלוקת מניות לסוגים שונים, או בשתי הדרכים כאחת... [ההדגשה הוספה].

על-פי הוראת סעיף זה, במסגרתו של הסדר (arrangement) המאושר בדרישות רוב מיוחדות של 75% מן הנושים, המתכנסים באספות שונות בהתאם להנחיות בית-המשפט, ניתן לאשר הסכם פשרה שמהותו תוכנית הבראה של החברה. כמו-כן, לצורך גיבושה של

תוכנית ההבראה, הדין מתיר לעכב את מכלול הליכי הגבייה נגד החברה, לרבות הליכי הגבייה של הנושים המובטחים, ובלבד שניתנה להם הגנה הולמת לשווי בטוחתם.⁶⁶ הסדר זה מקרב את הדין הישראלי אל הדין האמריקאי שבו חלופת השיקום מוסדרת במלואה בדין החקוק.⁶⁷

כמו־כן, ביצירה שיפוטית החיל בית־המשפט את העקרונות החלים בפירוק גם על ההליך של הקפאת הליכים. כך, למשל, נטייתו של בית־המשפט היא להחיל את הדינים המסורתיים המאפשרים למפרק לדרוש את השבתו של נכס המוחזק מכוח עיכבון בידי אחד הנושים;⁶⁸ או להחיל את הדינים המבקשים לבטל "העדפות מרמה"⁶⁹ גם במסגרת של

66 אכן, בדין האמריקאי הוסדרה האפשרות של עיכוב הליכים נגד הנושה המובטח בחוק פשיטת־הרגל הפדרלי, כך שניתן לעכב את ההליכים נגד הנושה המובטח לא רק במסגרתו של שיקום, אלא גם במסגרתו של פירוק. פרשנות זו נובעת מן המבנה של חוק פשיטת־הרגל האמריקאי. סעיפים המסדירים את הפירוק בלבד נמצאים בפרק 7 של החוק, והם נושאים מספרים עולים החל בסעיף 701 לחוק ואילך. סעיפים המסדירים את סוגיית השיקום נמצאים בפרק 11 של החוק, והם עולים בסדר רץ החל בסעיף 1101 ואילך. סעיפים כלליים של דיני פשיטת־הרגל נמצאים בפרקים הראשונים של החוק, אשר אינם מיוחדים לשיקום או לפירוק. בין סעיפים אלה נמצא סעיף 362, המסדיר את עיכוב ההליכים נגד הנושה המובטח בפרק 3 לחוק.

67 גם בארצות־הברית ניכרת הנטייה להעדיף פתרונות מוסכמים על אלה הנכפים על־ידי בתי־המשפט. ראו: Barry E. Adler "Finance's Theoretical Divide and the Proper Role of Insolvency Rules" 67 *S. Cal. L. Rev.* (1994) 1107; Barry E. Adler "Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy" 45 *Stan. L. Rev.* (1993) 311; Barry E. Adler "A Theory of Corporate Insolvency" 72 *N.Y.U. L. Rev.* (1997) 343; Barry E. Adler "A World Without Debt" 72 *Wash. U. L. Q.* (1994) 811; Michael Bradley & Michael Rosenzweig "The Untenable Case for Chapter 11" 101 *Yale L. J.* (1992) 1043; Robert K. Rasmussen "Debtor's Choice - A Menu Approach to Corporate Bankruptcy" 71 *Tex. L. Rev.* (1992) 51; Schwartz "Bankruptcy Contracting Reviewed", *supra* note 15.

68 ראו פש"ר 011448/02 (ת"א) רו"ח נועם אמיר, מנהל מיוחד של חברת רונדופלס בע"מ (בהקפאת הליכים) נ' קרָגו אמרפורד אינטרנשיונל (1980) בע"מ, דינים מחוזי לג(3) 741 (ניתן על־ידי השופט אלשיך ביום 3.7.2002), אם כי באותו מקרה היה בית־המשפט מבטל את העיכבון גם אילולא נמצאה החברה בהקפאת הליכים. כמו־כן, בית־המשפט מוכן להכיר בכך ששיקולים שונים החלים בביטול עיכבון ביחס לחברה בפירוק חלים גם בביטול עיכבון ביחס לחברה בהקפאת הליכים.

69 על תחולת ההסדרים למניעת העדפות מרמה גם ביחס לשלושת החודשים הקודמים להקפאת הליכים (ולא רק בשלושת החודשים הקודמים לפירוק) ראו: ע"א 3911/01 זהר כספי נ' שלמה נס, פ"ד נו(6) 752; פש"ר 001892/00 (ת"א), בש"א 8268/03 רו"ח שמואל רוזנבלום בתפקידו כמפרק חברת ענק ביוגנטיקה בע"מ נ' ישראל הראל, דינים מחוזי לד(1) 58 (ניתן על־ידי השופט אלשיך ביום 9.10.2003).

הקפאת הליכים. בית-המשפט עמד על כך בעניין מועדון הכה מכבי רמת-גן:⁷⁰

"...בכל האמור בעקרון זה, ישנה זהות כמעט מוחלטת בין המצב בו החברה קורסת, ו'נעלמת מן הזירה' לאחר שהיא מחלקת דיבידנד לנושים (מצב של 'פירוק קלאסי'), לבין המצב בו החברה מתאוששת, ו'פותחת דף חדש' לאחר חלוקת הדיבידנד... יוצא, כי הנסיון לאבחן בין הפסקת פעילות לבין מצב בו הפעילות נמשכת, במובן זה כי עקרון השיוויון חל אך ורק במקרה הראשון, הינו נוגד את הדין הכללי."

השוני המרכזי שנותר בין ההסדר הישראלי לבין ההסדר האמריקאי לאחר תיקונו של סעיף 350 לחוק נוגע בדרישות לאישורה של תוכנית השיקום. הדין האמריקאי מתיר לבית-המשפט לאכוף על הנושים את שיקום החברה; בדין הישראלי, לעומת זה, אישורו וביצועו של השיקום נותרים תלויים בהסכמתם של הנושים. לא ניתן לאכוף את הליכי ההבראה של החברה על קבוצת נושים המתנגדת להסדר. המשמעות המעשית של פער זה היא שהבחירה בחלופת השיקום אינה מוכתבת על-ידי מבחן היעילות המתואר לעיל, אלא תלויה ביכולתה של החברה החייבת לשכנע את נושיה שהליך השיקום יניב להם תועלת רבה יותר מן הפירוק.

סעיף 350 לחוק מציב ארבעה תנאים לתחילת הליך של הקפאת הליכים:

1. על-מנת להיכנס למסגרתו של סעיף 350 הפעולה נדרשת להיות "פשרה או הסדר בין חברה לבין נושיה". לעניין זה יש לבחון את המסורת השיפוטית ביחס לפרשנות המונח "הסדר" (arrangement).
2. לאחר-מכן על בית-המשפט להשתכנע ש"יהיה בכך [קרי, בעיכוב מימוש השעבודים - א' ח"ס] כדי לסייע לגיבושה או לאישורה של תכנית שמטרתה להבריא את החברה".
3. תנאי שלישי להקפאת ההליכים נגד הנושה המובטח הוא "הגנה הולמת" (adequate protection).
4. לבסוף ישחרר בית-המשפט את הנכס המשועבד ויאפשר לנושה המובטח לממש את השעבוד כאשר "אין במימוש השעבוד או בגיבוש השעבוד הצף, כדי לפגוע באפשרות לגבש ולאשר את התכנית". זה התנאי של חיוניות הנכס לביצוע תוכנית השיקום.

קיים ספק לעניין זה אם ניתן לפרש את המונח "הבראה" כך שיכלול גם תוכנית המיועדת להביא בסופו של דבר לידי מימושם של נכסי החברה ולהניב תוצאות הדומות

70 עניין מועדון הכה מכבי רמת-גן, לעיל הערה 56.

לתוצאות הפירוק. תשובתו של בית-המשפט האמריקאי הינה חיובית.⁷¹ בישראל, לעומת זה, קיימת אינדיקציה לנטייה של בית-המשפט להגביל את סעיף 350 לתוכניות הבראה ממשיות בלבד.⁷² ההיגיון הכלכלי העומד מאחורי פרשנות רחבה זו של המונח "הבראה" הוא קיומו של ערך מוסף להמשך החזקתם של הנכסים בתוך החברה הקיימת לעומת מכירתם של נכסי החברה לאלתר במסגרתו של הפירוק.⁷³ בהתקיים ערך מוסף כזה, יש להימנע ממימוש מיידי של נכסי החברה.⁷⁴ בתי-המשפט אינם חוששים מתוצאות הפרשנות הרחבה של המונח "הבראה" מאחר שממילא, גם כאשר בית-המשפט בוחר בחלופת השיקום, כישלון בהוצאת התוכנית לפועל לאורך זמן צפוי להוליך למעבר משיקום לפירוק.⁷⁵ בסופו של הדיון מן הראוי להדגיש שיקול נוסף שהחיל בית-המשפט המחוזי בבחירה שבין שיקום החברה לפירוקה: בפירוק, הישות המשפטית מתחסלת ונעלמת מן העולם; בהסדר להבראת החברה, לעומת זה, שבה החברה לפעול, בדומה לפרט טבעי שעבר הליכי פשיטת-רגל וזכה ב"הפטר". מכאן שכאשר בית-המשפט בוחר בהסדר נושים, הוא בוחר להמשיך לקיים את אישיותה המשפטית של החברה. בחירה זו אינה עניין של מה-בכך: להבדיל מן הפרט הטבעי, קיומה של הישות המשפטית אינו מנותק ממערכת המשפט. אדרבה, הישות המשפטית שואבת את קיומה מן ההכרה המשפטית, ולכן מערכת המשפט זכאית להחליט על שלילת קיומה של החברה. כאשר בית-המשפט שוקל את הבקשה

71 ראו: *In re Molly Jane Coleman*, 275 B.R. 763 (2002). אם כי בנסיבות אותו מקרה הפכה ערכאת הערעור את ההחלטה על פיה. ראו: *Coleman v. Cmty. Trust Bank (In re Coleman)*, 285 B.R. 892; *Coleman v. Cmty. Trust Bank, N.A. (In re Coleman)*, 299 B.R. 780.

72 ראו פש"ר 1397/02 (ת"א) בש"א 19407/02 (ת"א), בנק הפועלים ואה' נ' זאבי תקשורת-מימון וניהול בע"מ, דינים מחוזי לג(5) 296 (ניתן על-ידי השופטת אלישיך ביום 12.11.2002). ראו גם ה"פ (י"ם) 2259/03 בן-אבו (חברה לבניין ופיתוח בע"מ) נ' בנק אוצר החייל בע"מ (לא פורסם, ניתן על-ידי השופט דוד חשין ביום 21.12.2003).

73 על מהותו הכלכלית של השיקום ראו: Robert K. Rasmussen & David A. Skeel "The Economic Analysis of Corporate Bankruptcy Law" 3 *Am. Bankr. Inst. L. Rev.* (1995) 85; Jean Braucher "Symposium on Bankruptcy Reform: An Agenda for the Next Century: An Article - Bankruptcy Reorganization and Economic Development" 23 *Cap. U. L. Rev.* (1994) 499.

74 לתחולתו של היגיון דומה גם במסגרת של כינוס נכסים ראו המרצה ה"מ 877/93, ה"מ 30/90 (ב"ש) עוף הנגב נ' עו"ד קירש וחביב, דינים מחוזי א 904 (ניתן על-ידי השופט גרוניס ביום 17.1.1994).

75 *Pioneer Liquidating Corp. v. United States Trustee*, 264 F.3d 803 (2001) לעומת זה, יכולתם של בעלי מניות מיעוט לתקוף תוכנית שיקום שאושרה הינה מוגבלת מרגע שהתוכנית החלה להתבצע, וקשה לבטלה בדיעבד. ראו: *Zenith Electronics Corporation*, 258 F.3d 180 (2001).

לשיקום החברה, עליו לבחון גם את השאלה אם ראוי בנסיבות המקרה שהחברה תחזור לפעול. בלשונו של בית-המשפט:⁷⁶

"מן הראוי לזכור כי, בניגוד לאדם פרטי, הרי החברה איננה אלא אישיות משפטית מלאכותית אשר נועד להשגת תכליות כלכליות, אשר זכות קיומה אינה תמיד בגדר 'נעלה מכל ספק' או 'מובן מאליו'... אי לכך, כאשר בחברה בקשיים עסקינן, אין לשאול אך ורק את השאלה 'האם החברה מסוגלת לחזור ולפעול?', אלא אף את השאלה 'האם, בנסיבות המקרה, ראוי כי החברה תחזור לפעול?'... על בית המשפט להזהר ולבדוק היטב, מי הן הקבוצות המפיקות תועלת משיקום החברה, והאם עולה זו בקנה אחד עם טובת הציבור."

פרק ד: סיכום

במאמר זה ביקשתי לבסס את דיני חדלות-הפירעון ואת ההתערבות המשפטית הכרוכה בהם במערך החיובים הקיים על יסודה של השתלשלות אפשרית הגוררת את העסק למערך חיובים לא-יעיל. כאשר אי-היעילות גוררת את העסק לקשיים פיננסיים, וכאשר הצדדים כושלים בניסיון לעצב מחדש את מערך החיובים הקיים בכוחות עצמם – היעילות מחייבת את התערבותו של הדין. זו מטרתם ומהותם של דיני חדלות-הפירעון. דינים אלה מאפשרים הליך מסודר שבו תיבחן יעילותו של כל אחד מן החיובים הקיימים שנטלה החברה על עצמה, יבוטלו חיובים לא-יעילים, והנכסים ישובו לפעילות עסקית תקינה. עוד ביקשתי להראות כי ניתוח זה מתנגש עם נקודת-המוצא המנחה את הדיון התיאורטי עד כה, שלפיה, חיובים רצוניים הינם יעילים תמיד, ולכן על דיני פשיטת-הרגל להימנע מהתערבות בהם. בחלקו השני של המאמר ביקשתי להראות כי התזה החדשה משפיעה על שיקולי המדיניות.

76 פש"ר 2118/02 (ת"א) נציבות הבית המשותף ברחוב בן צבי 14 פתח תקוה נ' רו"ח חיים קמיל בתפקידו כנאמן (לא פורסם, ניתן על-ידי השופטת אלשיך ביום 10.8.2003).