

## התניה חוזית על דיני חדלות-פירעון: תיאוריה ויישום במשפט הישראלי

אודליה מינס\*

רשימה זו בוחנת שאלה מהותית במשפט המסחרי בכלל ובדיני חדלות-פירעון בפרט, והיא השאלה הנוגעת ביכולת ההתניה החוזית על דיני חדלות-פירעון. לסוגיה זו יש השלכות משמעותיות הן על פעילותה של החברה במצב הרגיל, שבו היא בת-פירעון, והן על פעילותה והמשך תפקודה לאחר שהיא נכנסת למצב של חדלות-פירעון. הדיון ברשימה נחלק לשלושה שלבים עיקריים. השלב הראשון הוא זיהוי סוגי ההתניות העיקריים שיש לבחון במסגרת הדיון ביכולת ההתניה על דיני חדלות-פירעון. השלב השני הוא בחינת ההיבטים השונים של מתן יכולת ההתניה החוזית, תוך בחינת ההשפעות האפשריות הנובעות מהענקתה או משלילתה של יכולת זו. דיון זה נחתם במסקנות נורמטיביות הנובעות מהשיקולים השונים שהובאו קודם. השלב השלישי הוא זיהוי מאפיינים ייחודיים במשפט ובכלכלה הישראלית שיש בהם כדי להשפיע על הניתוח הקודם. מטרת הרשימה היא להצביע על פרמטרים עיקריים שיש להתחשב בהם בעת קביעה של הסדר משפטי ישראלי בנושא זה, ולהציע הסדר משפטי המתחשב בתמונה הכוללת שהוצגה במסגרת הדיון ביחס לכל אחד מסוגי ההתניות שנבחנו.

מבוא

1. כללי
  2. דין כופה מול דין מרשה
  3. הגישה הכלכלית ונקודות המוצא ברשימה זו
- פרק א: סוגי ההתניות העיקריים במסגרת הליכי חדלות-פירעון
1. התניה חוזית על צו עיכוב ההליכים
  2. התניה על המשך קיום החוזה
  3. התניה בדבר הליך חדלות-הפירעון

\* תלמידה לתואר שלישי, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן. אני מודה לד"ר אבי בל, לד"ר דוד האן ולפרופ' אסף חמדני על הערותיהם לרשימה. כמו-כן ברצוני להודות למערכת משפט ועסקים על עבודת עריכה מצוינת.

- פרק ב: ההיבטים השונים בשאלת יכולת ההתניה על דיני חדלות-פירעון
1. הצדקות למתן יכולת התניה על דיני חדלות-פירעון
    - (א) הגשמת תכליותיהם של דיני חדלות-פירעון
    - (ב) מניעת עיוות בהחלטות ההשקעה של החברה
  2. הצדקות לשלילת יכולת התניה על דיני חדלות-פירעון
    - (א) פערי כוחות בין הנושים הרצוניים
    - (ב) נושים לא-רצוניים
    - (ג) נושים שאינם מסתגלים לשינויים
    - (ד) בעיית הנציג הטבועה בפעולותיהם של מנהלי החברה
    - (ה) בעיות מעשיות
  3. סיכום-ביניים – האם יש לאפשר התניה חוזית על דיני חדלות-פירעון?
    - (א) התניה על צו עיכוב הליכים
    - (ב) התניה על המשך קיום החוזה
    - (ג) התניות בדבר הליך חדלות-הפירעון
- פרק ג: המאפיינים הייחודיים בישראל
1. המשפט הישראלי – דיני חדלות-פירעון
    - (א) מינוי בעל-תפקיד
    - (ב) היקף תחולתו של צו עיכוב הליכים
  2. המשק הישראלי
    - (א) מאפייני החברה העסקית בישראל
    - (ב) מאפייני המגזר הבנקאי
- פרק ד: התניה על דיני חדלות-פירעון בהתחשב במאפייני הכלכלה והדין בישראל
1. מאפייני הכלכלה והדין והשפעתם האפשרית על הסוגיה הנדונה
  2. מסקנות אפשריות לגבי סוגי ההתניות השונים
- פרק ה: סיכום

## מבוא

### 1. כללי

שלושה הליכי חדלות-פירעון קיימים במשפט הישראלי: פשיטת-רגל, פירוק והקפאת הליכים. הראשון עוסק בחדלות-פירעון של בשר-ודם, ואילו האחרונים מתייחסים לחדלות-פירעון של אישיות משפטית מלאכותית, קרי, חברה. הסדרים חקיקתיים נפרדים עוסקים בכל אחד מהליכים אלה. הליך פשיטת-רגל מוסדר בפקודת פשיטת הרגל [נוסח

חדש], התש"ם-1980;<sup>1</sup> הליך פירוק מוסדר בפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983;<sup>2</sup> ואילו הקפאת הליכים מוסדרת בסעיף 350 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.<sup>3</sup> סעיף זה, אשר כותרתו היא "סמכות לפשרה או להסדר", מקנה ומכיל בתוכו למעשה את האפשרות לנקוט הליך של הבראת חברה.

מטרתם של הליכי חדלות-פירעון היא להסדיר מבחינה משפטית את מעמדם של אדם או תאגיד אשר נקלעו למצב שבו הם אינם מסוגלים עוד לפרוע את חובותיהם כלפי הגורמים השונים שהם חבים להם.<sup>4</sup> הליכי חדלות-פירעון רוויים מטבעם ניגודי אינטרסים ומתחים בין הקבוצות השונות המתחרות על העוגה המצומצמת של חדל-הפירעון. מטרת הדין היא לפיכך להסדיר את היחסים בין הצדדים השונים המעורבים בהליך, תוך בחירת נקודת איוון מיטבית בין אינטרסים אלה.

אופיים זה של ההליכים הוביל בעבר לתפיסה רווחת בספרות המשפטית שלפיה ראוי כי דיני חדלות-פירעון יהיו דינים קוגנטיים, אשר אינם ניתנים להתניה. תפיסה זו תאמה את המצב המשפטי בפועל בדין,<sup>5</sup> ונתמכה הן על-ידי המצדדים בגישה החלוקתית לדיני חדלות-פירעון והן על-ידי המצדדים בגישה הכלכלית לדינים אלה.<sup>7</sup> מצדדי הגישה החלוקתית טענו

- 1 פקודת פשיטת הרגל [נוסח חדש], התש"ם-1980, נ"ח 639 (להלן: פקודת פשיטת-הרגל).
- 2 פקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983, נ"ח 761 (להלן: פקודת החברות).
- 3 חוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח 189 (להלן: חוק החברות). כמו-כן קיימות תקנות אשר מסדירות בעיקר פרטים טכניים. ראו תקנות החברות (בקשה לפשרה או להסדר), התשס"ב-2002, ק"ת 868 (להלן: תקנות החברות).
- 4 ראו ס' 258(3) לפקודת החברות, המגדיר חדלות-פירעון של חברה כמצב שבו אין לחברה יכולת לעמוד בחביותיה, ובכלל זה לשלם את חובותיה העתידיים והמותנים. לפרשנות סעיף זה ראו ע"פ 174/75 מדינת ישראל נ' בן ציון, פ"ד (1) 119, 130 (1975).
- 5 ראו, למשל, פש"ר (ת"א) 2234/04, בש"א 3285/05 קומודיו בע"מ נ' ג'ניסיס סיסטרס האוס בע"מ, פס' 1 ו-5 (לא פורסם, 8.12.2005); פש"ר (ת"א) 1336/05, בש"א 3375/07 מפרק חברת פנטין גרופ בע"מ נ' ריטליקס בע"מ (לא פורסם, 4.4.2007).
- 6 הגישה החלוקתית גורסת כי על דיני חדלות-פירעון להגשים שיקולי מדיניות שונים מבחינת חלוקת הנכסים לגורמים השונים. כלומר, תפקיד הדינים אינו אך טכני, אלא אף מהותי-ערכי, כזה אשר מתחשב באינטרסים השונים ובמעמדם של הצדדים המעורבים בחברה. למצדדי גישה זו ראו, למשל: Elizabeth Warren, *Bankruptcy Policy*, 54 U. CHI. L. REV. 775 (1987); Donald R. Korobkin, *Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy*, 91 COLUM. L. REV. 717 (1991); Christopher W. Frost, *Bankruptcy Redistributive Policies and the Limits of the Judicial Process*, 74 N.C. L. REV. 75 (1995).
- 7 ראו, למשל: Thomas H. Jackson, *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, 91 YALE L.J. 857 (1982); Douglas G. Baird & Thomas H. Jackson, *Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse in Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy*, 51 U. CHI. L. REV. 97 (1984); Douglas G. Baird, *Loss Distribution, Forum Shopping, and Bankruptcy: A Reply to Warren*, 54 U. CHI. L. REV. 775 (1987). דיון רחב יותר בתפיסה זו ראו להלן בחלק 3 למבוא.

כי על דיני חדלות-פירעון להיות קוגנטיים משום שהליך חדלות-הפירעון כולל גורמים רבים, אשר האינטרסים שלהם אינם זהים לרוב. הגבלת האפשרות להשפיע על ההליך מתחייבת, לפיכך, לשם מניעת פגיעה באחד הצדדים לו. מצדדי הגישה הכלכלית טענו כי קביעת הדינים כמנדטוריים מתחייבת לצורך מזעור העלויות של הליכי חדלות-פירעון. אילולא נקבע כי דינים אלה מכפיפים את כלל הנושים תחתיהם, כל נושה היה פועל באופן עצמאי לקידום האינטרס האישי שלו, דבר שהיה מגדיל את עלויות המשא-ומתן בין הצדדים, ומעודד התנהגות לא-יעילה, אשר בסופו של דבר הייתה פוגעת בערכם של נכסי החברה.<sup>8</sup>

בעשור האחרון התגברו הקולות הקוראים להפיכתם של דיני חדלות-פירעון לדינים דיספוזיטיביים, ונוצר ויכוח ער בין החוקרים השונים העוסקים בתחום.<sup>9</sup> מטרתה של רשימה זו היא לבחון שלושה עניינים עיקריים הקשורים ליכולת ההתניה על דיני חדלות-פירעון. ראשית, אבחן באילו מקרים יכולת כזו, אם תינתן, תהיה המשמעותית ביותר. מיפוי התחומים שבהם יכולת כזו תשפיע ביותר על התנהלות הצדדים הוא צעד חיוני לשם הבנתן וניתוחן של ההשלכות הנובעות ממתן היכולת. שנית, אברר מהן ההצדקות השונות למתן יכולת ההתניה כמו-גם לשלילתה. רשימה זו תנתח את הרציונלים העיקריים העומדים בבסיסה של כל אחת מהגישות, לשם יצירת בסיס תיאורטי מגובש לזיהוי הגישה העדיפה מבין השתיים. שלישית, אתייחס באופן ספציפי למשק הישראלי ולמאפייניו הייחודיים, במטרה לבחון אם יש במאפיינים אלה כדי להשפיע על הבחירה בין הגישות השונות, כפי שהוצגו קודם לכן, מבחינת המשפט הישראלי.

תרומתה של הרשימה ניכרת בשני מישורים. הראשון הוא המישור הנורמטיבי-התיאורטי, וזאת באמצעות דיון תיאורטי מקיף בדבר יכולת ההתניה על דיני חדלות-פירעון. הדיון יתמקד ביכולת ההתניה לגבי שלושה סוגים של התניות, תוך הקבלה והבחנה ביניהן. השני הוא המישור המעשי, וזאת באמצעות יצירת מודל משפטי המתחשב הן ברציונלים השונים שיוזכרו ברשימה לעניין יכולת ההתניה על דיני חדלות-פירעון והן במאפיינים הספציפיים הקיימים בישראל מבחינה משפטית ומבחינה כלכלית. נושא זה אינו מוסדר בישראל, ולמיטב ידיעתי אף אין כל התייחסות אליו בספרות האקדמית. השיבותו העיקרית

8 ראו: THOMAS H. JACKSON, *THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW* (1986).

9 ראו, למשל: Robert K. Rasmussen, *Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy*, 71 *TEX. L. REV.* 51 (1992); Barry E. Adler, *Bankruptcy Primitives*, 12 *AM. BANKR. INST. L. REV.* 219 (2004); Alan Schwartz, *A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, 107 *YALE L.J.* 1807 (1998) (hereinafter: Schwartz, 1998); Lynn M. LoPucki, *Contract Bankruptcy: A Reply to Alan Schwartz*, 109 *YALE L.J.* 317 (1999); Alan Schwartz, *Bankruptcy Contracting Reviewed*, 109 *YALE L.J.* 343 (1999); Lynn M. LoPucki, *Bankruptcy Contracting Revised: A Reply to Alan Schwartz's New Model*, 109 *YALE L.J.* 365 (1999); Steven L. Schwarcz, *Rethinking Freedom of Contract: A Bankruptcy Paradigm*, 77 *TEX. L. REV.* 515 (1999); Elizabeth Warren & Jay Lawrence Westbrook, *Contracting Out of Bankruptcy: An Empirical Intervention*, 118 *HARV. L. REV.* 1197 (2005).

של המאמר נעוצה, אם כן, ביצירת מצע תיאורטי רחב לדיון בנושא ולניתוחו בהקשר הישראלי.

## 2. דין כופה מול דין מרשה

מה בין דין קוגנטי – משמע, כופה – לבין דין דיספוזיטיבי, כלומר, מרשה? דין כופה הוא דין שאי-אפשר לחרוג ממנו, ואשר כל פעולה שתיעשה בניגוד לו תיחשב חסרת תוקף. דין מרשה הוא דין שקובע בררת-מחדל בחוק, אך אין חיוב לפעול דווקא על-פיה, אלא ניתן לקבוע במסגרת הסכם בין הצדדים הסדר אחר.<sup>10</sup> במצב שבו הצדדים אינם מתייחסים כלל לסוגיה המוסדרת באמצעות הדין המרשה, יחול עליהם הדין באופן אוטומטי, אך ניתנת להם האפשרות לסטות מהקביעה שבדין באמצעות הסכם ביניהם. דין כופה ייקבע במקום שבו סטייה ממנו תסתור את תכליות הדין, ולא תעמוד בקנה אחד עם האינטרסים השונים שהמחוקק מעוניין להגן עליהם.<sup>11</sup>

כאשר מדובר בדין מרשה, המשמעות היא שהמשפט מוכן לקבל הסדר פרטי בין צדדים, ואף לתת הגנות במסגרתו. ההסדר הפרטי הבסיסי ביותר המוכר על-ידי המשפט הוא החוזה. בחוזה שני צדדים מסכמים ביניהם תנאים כלשהם, ותפקידו של המשפט מתמצה במתן יכולת לכרות את החוזה ובמתן סעדים מאוחרים במסגרת יישום ההסדר הפרטי במקרה שיידרשו. בהקשר החוזי הדין המרשה אמור לשקף את הציפיות ההגיוניות של "האדם הסביר" באותה חברה בסיטואציה דומה. ההסדר הפרטי מוגבל באותם עניינים שלגביהם החוק קובע דין כופה. במקרה שההסדר בין הצדדים כולל גם תנאים אשר סוטים מהדין הכופה, לא ייאכפו תנאים אלה על-ידי בית-המשפט.<sup>12</sup>

כפי שצוין קודם, דיני חדלות-פירעון נתפסו באופן מסורתי בספרות המשפטית כדינים כופים. השאלה שתיבתן ברשימה זו היא אם יש להעניק לצדדים המעורבים בחברה אפשרות להתנות על דיני חדלות-פירעון, בין לפני הכניסה להליך ובין לאחריו. ההנחה היא שעל-מנת שדין יהיה קוגנטי, יש להראות שקיימות מטרות של מדיניות משפטית אשר חשובות עד כדי כך שאי-אפשר להתיר חריגה מהן.

## 3. הגישה הכלכלית ונקודות המוצא ברשימה זו

הקולות הקוראים להתרת יכולת התניה על דיני חדלות-פירעון בולטים בעיקר בקרב מצדדי

10 להבחנה בין סוגי דינים אלה ולהיגיון העומד מאחוריה ראו: Jim Evans, *Mandatory and Directory Rules*, 1 LEGAL STUD. 227 (1981).

11 ראו, למשל, סימפוזיון על היקף החופש החוזי הראוי במסגרת דיני חברות: Symposium, *Contractual Freedom in Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1395 (1989).

12 על הסדרים מרשים וכופים בהקיקה ראו ע"א 825/88 ארגון שהקני הכדורגל בישראל – עמותה נ' התאחדות לכדורגל בישראל, פ"ד (מה(5) 89, פס' 14 (1991)).

הגישה הכלכלית למשפט. בבחינת הסוגיה תתמקד הרשימה בהנמקות הנובעות מתיאוריה זו. אין משמעות הדבר שאין אינטרסים אחרים אשר עשויים לבוא בחשבון במסגרת הדין בשאלה זו. זאת ועוד, ייתכן כי בחינת הנושא על-פי הגישה החלוקתית לדיני חדלות-פירעון, אשר מתחשבת כאמור בהשלכות החלוקתיות הנובעות מהכלל המשפטי, תוביל למסקנה שונה בתכלית. עם זאת, במסגרת רשימה זו ברצוני לדון בנושא בהתחשב בעקרונות המנחים את הגישה הכלכלית בכלל, ואת זו העוסקת בדיני חדלות-פירעון בפרט. לדעתי, בחינת הנושא על בסיס עקרונות אלה תהיה מועילה יותר, שכן עימות בין שתי הגישות משמעותו פעמים רבות שיח חירשים. שהרי אם ממילא נקודת המוצא שונה, אזי אין פלא שהתוצאות בסופו של דבר שונות. לעומת זאת, עימות בין נימוקים נגדיים שונים במסגרת אותה תיאוריה עשוי להראות בצורה טובה יותר את המורכבות הגדולה הקיימת בנושא זה, וגם המסקנה שתוצע בסופו תהיה לטעמי שלמה יותר, לפחות בהתבסס על ההנחות העומדות בבסיס תיאוריה אחת.

ודוק, אין באמור לעיל כדי לטעון כי הניתוח שיוצג להלן רלוונטי רק לאלה המצדדים בתיאוריה הכלכלית של המשפט, וכי כל הנוקטים את אחת הגישות האחרות אין להם דבר עם רשימה זו. הטיעונים שיוצגו במסגרת רשימה זו, כמו-גם מסקנותיה, עשויים להשפיע גם על התומכים בכל אחת מהגישות האחרות למשפט, ואף ראוי שישפיעו עליהם. מטרת המאמר היא שהדין המשפטי-התיאורטי בין האסכולות השונות של המשפט באשר ליכולת ההתניה על דיני חדלות-פירעון יהיה חד יותר, ויישען על מצע רחב ומבוסס יותר. הניתוח ברשימה זו אינו מתיימר לטפל בכלל ההיבטים של הנושא ובכל האפשרויות לבחינתו, אלא מתמקד באלה הנובעים מן התיאוריה הכלכלית. התוצאה הראויה תגיע לבסוף תוך עימות בין הגישות השונות ובחינה נורמטיבית שלהן, ואולי אף תוך הפריה הדדית.<sup>13</sup>

בהמשך להנחת-המוצא המוצגת לעיל, ניתן להגדיר בשלב זה את התכליות העומדות בבסיסם של דיני חדלות-פירעון, אשר לאורן ובהתחשב בהן ינותחו השיקולים וההיבטים השונים במסגרת סוגיה זו. שתי תכליות מרכזיות קיימות לדין, על-פי הגישה הכלכלית. התכלית הראשונה היא תכלית *ex ante* – למזער את עלות האשראי לחברות. מטרה זו מכוונת למעשה ליצירת תמריצי השקעה חיוביים לחברות עוד בזמן היותן פעילות, עוד קודם לכניסה למצב של חדלות-פירעון ובמנותק ממנו. תכלית זו מתקיימת כאשר דיני חדלות-פירעון יעילים, דבר אשר יגרום להעלאת הצפי של הנושים לגבי פירעון החובות כלפיהם במצב של חדלות-פירעון, ומכאן יאפשר להם להפחית את הריבית לחברה מלכתחילה. התכלית האחרת היא תכלית *ex post* – השאת ערך החברה ונכסיה לשם חלוקתם לכלל הנושים. מבחינה זו, הגישה הכלכלית מתמקדת בשיפור מצבם של הנושים מעת הכניסה לחדלות-פירעון. הנושים הם הגורם המרכזי שיש להתחשב בו משלב זה ואילך.

הבעיה הגלומה בשיטה שבה דיני חדלות-פירעון הינם קוגנטיים, ולא דיספוזיטיביים, נובעת מתפיסתה של הגישה הכלכלית למשפט ביחס למצב המשפטי הרצוי ביחסים בין

13 על הניתוח הכלכלי של המשפט ועל ההכרח בשילוב בינו לבין הזרמים האחרים (משפט ותרבות); משפט והיסטוריה וכיוצא בהם) ראו אוריאל פרוקצ'יה "על הרוחני שבמשפט" דין ודברים ג(1) 127 (2007).

פרטים. הגישה הכלכלית למשפט מעודדת יצירת קשרים חוזיים בין צדדים שונים. ההנחה היא שהצדדים עצמם הם שיודעים להעריך בצורה הטובה ביותר מהו שוויו של נכס מסוים, ובאמצעות החוזה שנכרת ביניהם מצבם מוטב, שכן כל אחד מהם מחליף נכס אחד בנכס שערכו גבוה יותר מבחינתו. החוזה משפר את המצב שקדם לו בכך שהוא מעביר את הנכס לצד אשר משתמש בו באופן יעיל יותר ואשר מעריך אותו יותר מהצד הקודם. ככלל, חוזה משקף (או אמור לשקף) מצב של יעילות Pareto, שכן השינוי בהקצאת הזכויות כפי שנקבע בחוזה יוצר שיפור בתועלת המצרפית לעומת המצב הקודם, וכן שום צד אינו נפגע ממנו. מבחינת השחקנים המעורבים בחוזה, המצב לאחר כריתת החוזה (וביצעו כמובן) עדיף על המצב הקודם.<sup>14</sup> גישה זו גם מביאה לידי כך שיש עדיפות לסעד של אכיפת החוזה במקרה של הפרתו, למעט במקרה של הפרה יעילה (הפרה שתוצאתה היא שיפור התועלת המצרפית לעומת מצב שבו יבוצע החוזה).<sup>15</sup>

עם זאת, יודגש כי הגישה הכלכלית למשפט אינה מתעלמת ממצבים שבהם אף-על-פי שמדובר (לכאורה) בהסכמה חוזית-רצונית מחייבת, לא תושג בהכרח תוצאה יעילה. כך, למשל, כאשר קיימים כשלי שוק מסוימים אשר עשויים להשפיע על תפיסת החוזה כאמצעי להשגת יעילות מיטבית, או כאשר יש פערי מידע משמעותיים בין הצדדים – למשל, כתוצאה מפערי כוח ביניהם. כמו-כן יש מקרים שבהם עלויות המשא-ומתן גבוהות עד כדי הפיכת העסקה ללא-רצויה מבחינה כלכלית.<sup>16</sup> נוסף על כך, החצנת עלויות על צד שלישי, אשר אינו חלק מן החוזה, נתפסת גם היא כדבר שלילי. כלומר, הגבלה של חופש החוזים תהיה רצויה, על-פי הגישה הכלכלית, אם קיים צורך להגן על הצדדים עצמם (או אחד מהם) או על צד שלישי.<sup>17</sup> במקרים כאלה ייתכן שהמחוקק צריך להסדיר כללים מסוימים על-מנת למזער את החשש שהחוזה יפגע בתועלת המצרפית במקום להשיאה. כך ניתן להסביר,

14 זהו למעשה Pareto Superiority. ראו: A. MITCHELL POLINSKY, AN INTRODUCTION TO LAW AND ECONOMICS 7 N.4 (3rd ed., 2003).

15 הפרה יעילה מתקיימת כאשר הצד המפר ירוויח ממנה גם לאחר תשלום פיצויי ציפיות לצד האחר. ראו על כך, למשל: Peter Linzer, *On the Amoralism of Contract Remedies – Efficiency, Equity, and the Second Restatement*, 81 COLUM. L. REV. 111 (1981); Charles J. Goetz & Robert E. Scott, *Liquidated Damages, Penalties and the Just Compensation Principle: Some Notes on Enforcement Model and a Theory of Efficient Breach*, 77 COLUM. L. REV. 554 (1977); Robert L. Birmingham, *Breach of Contract, Damage Measures and Economic Efficiency*, 24 RUTGERS L. REV. 273 (1970); Richard Craswell, *Contract Remedies, Renegotiation, and the Theory of Efficient Breach*, 61 S. CAL. L. REV. 629 (1988).

16 ראו: Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089, 1094–1095 (1972).

17 ראו: Ian Ayres & Robert Gertner, *Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules*, 99 YALE L.J. 87, 88–89 (1989).

למשל, את חוק ההגבלים העסקיים,<sup>18</sup> את חוק החוזים האחידים<sup>19</sup> וכן את חוק הגנת הצרכן.<sup>20</sup> חוקים אלה באים למנוע פגיעה אפשרית בתפקיד החוזה כמכשיר יעיל כלכלית כתוצאה מאחד הכשלים שצוינו קודם.

מן האמור לעיל נובע כי הגישה הכלכלית למשפט רואה ככלל את הצדדים עצמם כגורמים היכולים להגיע להסדר הטוב ביותר מבחינתם. התערבות מצד המשפט תהיה רצויה רק במקרים שבהם יש הצדקות משמעותיות לכך – הצדקות שלפיהן התנאים להסכמה החוית אינם תואמים את ההנחות העומדות בבסיס הניתוח הכלכלי. נקודת מוצא זו צריכה לעמוד גם בבסיס הדיון בנוגע לאפשרות ההתניה בהליכי חדלות פירעון. כלומר, יש להניח, ראשית לכל, כי כפייה מצד הדין אינה חיובית, וראוי שתהיה החריג, ולא הכלל.<sup>21</sup> שנית, יש להניח שחריגה מהכלל שלפיו הצדדים הם הגורם הטוב ביותר להחליט מה טוב להם תיעשה רק אם קיימים שיקולים והצדקות כבדי-משקל לכך. בהמשך הרשימה אבחן את השיקולים המרכזיים הקיימים משני צידי המתרגם בעניין זה.

בהקשר זה חשוב לדעתי להתייחס לזרם מרכזי במשפט בעשור האחרון, אשר מערער על הנחות המוצא העומדות בבסיס הניתוח הכלכלי הקלסי של המשפט. הניתוח הכלכלי של המשפט מבוסס על ההנחה שהאדם הוא יצור רציונלי, ומחליט החלטות תוך בחינת שיקולי עלות-תועלת. כפי שצוין לעיל, ההנחה היא שצדדים כורתים לרוב חוזה שמיטיב עימם, וכן שהם יחליטו להפר או לסגת מחוזה שנכרת רק במצב שבו אין בחוזה רווחיות (אין בו תועלת). השאלה המתבקשת היא אם אנשים אכן פועלים בהתאם להנחות של הניתוח הכלכלי, כלומר, בצורה רציונלית. ערעור על הנחה בסיסית זו עשוי להוביל למסקנה כי החוזה לא יגרום בהכרח להשאת תועלתם של הצדדים לו, ולכן ייתכן כי למרות הנטייה הכללית של התיאוריה הכלכלית להעדפת המישור החוזי על המישור המנדטורי, לא יהיה יעיל לבחור בהסדר חוזי במקרים מסוימים.<sup>22</sup>

מחקרים שונים מראים כי אדם אינו מחליט דווקא לפי שיקולים של יעילות והשאת תועלת, אלא מושפע מהטיות קוגניטיביות שונות, אשר עשויות לגרום לכך שהתוצאה שתתקבל בפועל תהיה שונה מזו שתחזה הגישה הכלכלית.<sup>23</sup> אנשים נותנים משקל שונה לשיקולים מסוימים, מושפעים מרגשות ומתחושות מסוימות ועל-כן מערבים גם גורמים שהגישה הכלכלית אינה מביאה כלל בחשבון. רשימה זו אינה מתיימרת לבחון את הנושא

18 חוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988, ס"ח 128.

19 חוק החוזים האחידים, התשמ"ג-1982, ס"ח 8.

20 חוק הגנת הצרכן, התשמ"א-1981, ס"ח 248.

21 ראו: Anthony Kronman, *Specific Performance*, 45 U. CHI. L. REV. 351, 370 (1978).

22 לעיתים, גם אם הגורמים הרלוונטיים רציונליים, עדיפה בכל-זאת חקיקה מנדטורית בשל

כשלים אחרים. ראו, למשל: Abraham L. Wickelgren, *The Inefficiency of Contractually-*

*Based Liability with Rational Consumers*, 22 J. L. ECON. & ORG. 168 (2006).

23 ראו על כך באופן כללי: Russell B. Korobkin & Thomas S. Ulen, *Law and Behavioral*

*Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, 88 CALIF.

L. REV. 1051 (2000).



הרחב של הטיות קוגניטיביות, אך ניתן להצביע על כמה הטיות עיקריות שעשויות להשפיע על קבלת ההחלטות באופן שיחרוג מהצפי של הניתוח הכלכלי הקלסי. למשל, אנשים מושפעים יותר מסיכון להפסד בגובה מסוים מאשר מהאפשרות לרווח בגובה זהה.<sup>24</sup> הטיה זו עשויה לחול במקרה של הכרעה של נושה אם להמשיך בחוזה עם החברה, שאז אולי יחליט להימנע מהסיכון של הפסד אם ימשיך בחוזה, גם אם משמעות הדבר ויתור על הרווח שהוא עשוי להפיק מקיום החוזה. זו למעשה "שנאת הסיכון".

הטיות נוספות עשויות להשפיע על החלטת הצדדים באשר לתוכנו של החוזה, כמו-גם באשר לעצם כריתתו. למשל, ייתכן שמתן אפשרות להתנות על צו עיכוב הליכים לא ישפיע באופן הצפוי, מכיוון שקיימת הטיה קוגניטיבית לכיוון של הסכמה על הסטטוס-קוו.<sup>25</sup> כלומר, אנשים יקבלו בדרך-כלל את הקביעה הקיימת בחוק, גם אם היא דיספוזיטיבית והם אינם מחויבים לה. במצב כזה ייתכן שמתן אפשרות החרגה מצו עיכוב הליכים לא יהיה אפקטיבי כמצופה, שכן אנשים נוטים לא לשנות את מה שכבר קבוע, אלא מקבלים אותו פעמים רבות באופן אוטומטי כחלק בלתי-נפרד מהעסקה.<sup>26</sup> נוסף על כך, אנשים נוטים להעריך יתר על המידה את יכולותיהם. הטיה זו, אשר תזכר שוב בהמשך,<sup>27</sup> עשויה להשפיע על צדדים שונים בעסקות מעין אלה. כמו-כן, לאנשים יש בדרך-כלל ביטחון גבוה מדי ביחס לאפשרויות שעשויות לקרות. הם יעריכו בחסר אפשרויות שליליות מבחינתם, ויעריכו ביתר אפשרויות חיוביות.<sup>28</sup>

נוסף על כך, אנשים משתמשים הרבה בניסיון ובידע כללי קודם שיש להם על-מנת לקבל החלטות, ושימוש זה נעשה בצורה שעלולה להוליך לתוצאה שגויה.<sup>29</sup> למשל, הם עשויים להביא בחשבון דברים שאינם רלוונטיים לסיטואציה שלפניהם, בגלל ידע מוקדם או ניסיון כלשהו בעבר. אולם לדעתי תיתכן השפעה נוספת לשימוש זה, הנובעת מן הפערים בין השקנים השונים מבחינת הידע והניסיון הקודמים. לנושים מתוחכמים יש בדרך-כלל ניסיון רב ומורכב יותר מאשר לנושים הקטנים. לפיכך ייתכן שקבלת ההחלטות שלהם תהיה

24 Amos Tversky & Daniel Kahneman, *Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model*, 106 Q. J. ECON. 1039 (1991).

25 Daniel Kahneman, Jack L. Knetsch & Richard H. Thaler, *The Endowment Effect, Loss Aversion and Status Quo Bias*, 5 J. ECON. PER. 193 (1991).

26 עם זאת, ייתכן שתופעה זו חיובית דווקא, שכן היא מבטיחה שההחלטה (לכאורה) תיעשה בצורה מחושבת ומושכלת, ולא בצורה אוטומטית, מה שימזער אולי את הסיכון הגלום בה. ראו להלן ה"ש 95.

27 מדובר בהטיה של אופטימיות-יתר. הטיה זו עלולה לגרום לעיוות בתהליך קבלת ההחלטות של החברה ובפעולותיה, בשל תמחור סיכון נמוך מדי ביחס לעובדות. ראו: Eyal Zamir, *The Efficiency of Paternalism*, 84 VA. L. REV. 229, 270 (1998). לניתוח השפעתה של הטיה זו על חופש ההתניה בהקשר של דרכי מימוש שעבודים, ראו נינה זלצמן ועופר גרוסקופף מישכון זכויות 416-422 (2005).

29 ראו באופן כללי: Daniel Kahneman & Amos Tversky, *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, 185 SCIENCE 1124 (1974).

דווקא טובה יותר וחשופה אולי פחות להטיות כלשהן. מצב זה עלול להגדיל את הפער בין נושים מתוחכמים לבין נושים חלשים יותר.<sup>30</sup>

באופן כללי, ניתן לומר שמחקרים הנעשים במסגרת הכלכלה ההתנהגותית מצביעים על כך שהיכולת לקבל החלטות ודרך קבלתן אינן דווקא כפי שהניתוח הכלכלי הקלטי העריך מלכתחילה. פרמטרים נוספים קיימים מעבר לאלה שניתוח זה צפה, ונראה כי הם משפיעים בצורה דרמטית גם על היכולת לחוות את ההחלטות שיתקבלו על-ידי הגורמים המעורבים, אם בחברה ואם בכלל. ביקורת כללית זו על ההנחות העומדות בבסיס הניתוח הכלכלי של המשפט רלוונטית ביותר למאמרנו, וצריכה להיות נוכחת כל אימת שמאזכרים את יכולת התמחור של הצדדים או את יכולת קבלת ההחלטות שלהם, למשל.

אם כן, רשימה זו תמשיך כדלקמן. פרק א יציג בקצרה את סלעי-המחלוקת העיקריים בין המצדדים במתן יכולת התניה על הליכי חדלות-פירעון לבין השוללים זאת. בפרק זה יתמקד הדיון בכמה נושאים ספציפיים בהליכי חדלות-פירעון שלגביהם יכולת ההתניה משמעותית ורלוונטית במיוחד. מטרתו של פרק ב היא לאפיין ולבחון את ההצדקות השונות המועלות במסגרת הדיון ביחס למתן יכולת התניה על דיני חדלות-פירעון. פרק זה יעמת בין הגישות השונות, וינסה להציג תמונה מלאה וכוללת של הטיעונים המרכזיים המועלים במסגרת הדיון בנושא זה. כמו-כן יוצגו עקרונות כלליים באשר להסדרה הראויה בכל אחד מסוגי ההתניות שנידונו קודם, בהתחשב בשיקולים השונים שהועלו במהלך הפרק. פרק ג יתמקד בסקירת המאפיינים של הדין והמשק הישראליים, ופרק ד ינתח את השפעתם של המאפיינים הללו על הבחירה בהסדר הראוי, וכן יציג את הגישה העדיפה לישראל, מבין הגישות המוזכרות ברשימה, ביחס לכל אחד מסוגי ההתניות. פרק ה יסכם את הרשימה.

## פרק א: סוגי ההתניות העיקריים במסגרת הליכי חדלות-פירעון

בפרק זה יתמקד הדיון בשלושה סוגים עיקריים של התניות אפשריות על דיני חדלות-פירעון:

1. התניה חוזית על צו עיכוב ההליכים החל על חברה מרגע כניסתה להליך חדלות-פירעון (להלן: התניה על צו עיכוב הליכים);
2. התניה חוזית בין הצדדים שמאפשרת להם לבטל את החוזה ולהפסיק את יחסיהם אם אחד מהם נכנס למצב של חדלות-פירעון (להלן: התניה על המשך קיום החוזה);
3. התניה חוזית בדבר ההליך שאליו תיכנס החברה במצב של חדלות-פירעון (להלן: התניה בדבר הליך חדלות-הפירעון);

30 ראו גם: Robert K. Rasmussen, *Behavioral Economics, the Economic Analysis of Bankruptcy Law and the Pricing of Debt*, 51 VAND. L. REV. 1679, 1688 (1998).

**1. התניה על צו עיכוב הליכים<sup>31</sup>**

עיכוב הליכים משמעו שאי-אפשר לפתוח בשום הליך נגד החברה משעה שהיא נכנסת למסגרת של הליך חדלות-פירעון, בין שמדובר בהבראה ובין שמדובר בפירוק. שני רציונלים עיקריים עומדים מאחורי הוראה זו: (1) מתן מרווח-נשימה לחייב על-מנת לאפשר לו לנסות להתמודד עם מצבו באמצעות יצירת הסדר הבראה או הסדר תשלומים כלשהו להחזר חובותיו;<sup>32</sup> (2) מניעת מצב שבו בהתברר לנושים מצבה הקשה של החברה, יחל מירוץ ביניהם לשם פריעת החוב כלפיהם. מירוץ כזה עלול להיות הרסני כאשר מדובר במצב של חדלות-פירעון, שכן הנושים עלולים לגרום לחיסול נכסיה הנותרים של החברה בצורה שעלולה להיות לא-יעילה. הסדרה קולקטיבית של איסוף נכסי החברה וחלוקתם לבעלי הזכויות תהיה (לכאורה) יעילה יותר, שכן היא תיעשה בהתחשב במצב החברה ותוך חתירה להשאת ההחזרים לכלל הנושים, ולא לנושה מסוים דווקא. התניה על עיכוב ההליכים שיחול על החברה אם תיכנס למצב של חדלות-פירעון משמעותה למעשה קביעה מראש בחוזה בין הצדדים כי הוראה זו לא תחול על הצד האחר לאותו חוזה, כלומר, שאותו נושה יוכל לגבות את חובו מהחברה בהתעלם מעיכוב ההליכים החל עליה.<sup>33</sup>

**2. התניה על המשך קיום החוזה**

התניה על המשך קיום החוזה פירושה שהצדדים קובעים בחוזה שביניהם כי יוכלו לבטל את החוזה ולהפסיק את יחסיהם אם אחד מהם ייכנס למצב של חדלות-פירעון. בארץ טרם נקבע אם תניות מעין אלה יוכרו. על-פי פסיקתה של השופטת אלשיך נראה כי תניות כאלה יותרו,<sup>34</sup> אך עניין זה טרם נידון בבית-המשפט העליון. בארצות-הברית תניה מעין זו אינה

31 ס' 267 לפקודת החברות קובע ביחס להליך פירוק כי עם הכניסה להליך חדלות-פירעון חל עיכוב הליכים. תחולתו של הסעיף ממתן צו הפירוק או משהתמנה מפרק זמני לחברה. עם זאת, יש להדגיש כי הוראה זו אינה חלה על נושים מובטחים, והם רשאים לגבות את חובם או לממש שעבוד החל על נכסי החברה. ס' 350 לחוק החברות קובע ביחס להליך הבראה כי תחול הקפאת הליכים. בהליך הבראה, בניגוד להליך פירוק, גם נושים מובטחים כפופים לצו. בארצות-הברית, הן בפירוק והן בהבראה, כלל הנושים כפופים ל-"Automatic Stay". ראו: Bankruptcy Code 1978, 11 U.S.C. §362.

32 הפסיקה בארצות-הברית מדברת על מתן "breathing spell" לחייב. ראו, למשל: *Maritime Elec. Co. Inc. v. United Jersey Bank*, 959 F.2d 1194, 1204 (1991); *In re Café Partners/Washington*, 81 B.R. 175, 181 (1988).

33 בנוגע לתניות אלה ראו באופן כללי: Edward S. Adams & James L. Baillie, *A Privatization Solution to the Legitimacy of Prepetition Waivers of the Automatic Stay*, 38 ARIZ. L. REV. 1 (1996).

34 ראו המ' 6483/97 הום מארט נ' כונס הנכסים הרשמי, פדאור 97(4) 90 (1997).

תקפה,<sup>35</sup> כך שלמעשה הדין כופה את הצד בר־הפירעון להמשיך ביחסיו העסקיים עם חברה חדלת־פירעון. ברור כי לא רבים המקרים שבהם הדין מחייב צד להישאר במערכת יחסים עסקית שהוא אינו מעוניין בה, אם מראש נקבע בין הצדדים אחרת. מצב זה חריג, ובוודאי ראוי להתייחסות ולהצדקה מיוחדת.

הרציונל הבסיסי מאחורי כלל זה הוא הרצון למנוע מצב שבו הנושים (הרצוניים־החוזיים) השונים של החברה מבטלים את יחסיהם העסקיים עימה, ובכך יוצרים סיטואציה שבה החברה אינה יכולה להמשיך לפעול, וזאת בשעה שהמשך תפעול עשוי להיטיב את מצבה.<sup>36</sup> חוזים רבים במגזר העסקי כוללים תניה שלפיה כניסת אחד הצדדים להליך חדלות־פירעון מבטלת למעשה את החוזה בין הצדדים. החשש שמא רבים מהגורמים הקשורים לחברה יחליטו להפסיק את הקשר עימה הוביל את המחוקק האמריקאי לקביעה כי אין תוקף לתניה זו. עם זאת, אי־מתן תוקף לתניה זו עלול להיות בעייתי משתי בחינות: מבחינת דיני החוזים, שכן המשמעות היא אי־אכיפת החוזה בין הצדדים והתעלמות ממה שהוסכם ביניהם; ומבחינת דיני חדלות־פירעון, שכן החשש הוא שנטילת הכוח מהצד האחר לחוזה להחליט לפרוש מהעסקה תפגע בתכליות של דיני חדלות־פירעון. מבחינת תכלית *ex ante*, כאשר צד לחוזה יודע שיש לו זכות להפסיק את קשריו העסקיים עם הצד האחר אם זה ייקלע למצב של חדלות־פירעון, הדבר עשוי להוביל להזלת עלויות העסקה. ההנחה היא שהגנה מעין זו תבטא גם במחיר העסקה שייקבע בין הצדדים, בדומה לזכויות אחרות המעוגנות בחוזה, כגון שעבודים, זכות קיוון וערבויות. באשר לתכלית *ex post* של דיני חדלות־פירעון, החשש שתכלית זו תיפגע נובע מההנחה כי מתן אפשרות לצד האחר לחוזה להפסיק את ביצועו עם כניסת החברה להליך חדלות־פירעון יוביל לתוצאה מיטבית מבחינת השאת ערך החברה. כלומר, ייתכן שזכותו זו של הצד בר־הפירעון תמנע מצב שבו החברה מאמצת – מסיבות שונות וכתוצאה מאינטרסים שונים שיפורטו בהמשך – חוזים לא־יעילים העלולים לפגוע בערך החברה ובהחזר לנושים.<sup>37</sup>

ניתן לומר שהבעיה הראשונה, הנוגעת בדיני חוזים, משפיעה על הבעיה השנייה, אשר מתמקדת בדיני חדלות־פירעון, שכן יש קשר בין יכולתם של צדדים להסכים ביניהם ולדעת מראש אם הדבר יאושר ויאיכף בדיעבד לבין התכליות של דיני חדלות־פירעון, כפי שהוסבר בקצרה בפסקה הקודמת. ברם, רשימה זו תתייחס בעיקר להשלכה של סוגיה זו על דיני חדלות־פירעון ועל מטרותיהם, ותידרש לדיני החוזים רק במקרים שבהם יש קשר הדוק בינם לבין סוגיה זו.

35 ראו: Bankruptcy Code 1978, 11 U.S.C. §365(e)(1)(A). תניות מסוג זה נקראות "ipso facto clauses".

36 ראו, למשל, פס' 16 להחלטתו של השופט גינת בפש"ר (ח') 395/05, 396/05, בש"א 9050/05 הידרו טכנולוגיות לאיכות הסביבה בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ, פדאור (31) 134 (2005).

37 ראו להלן ס' ב(א)1(2) למאמר.

### 3. התניה בדבר הליך חדלות-הפירעון

במקרה זה מדובר בסיכום בחוזה בין הצדדים, בין מראש ובין בדיעבד, באשר להליך חדלות-הפירעון שאליו תיכנס החברה. הדין כיום קובע שתי חלופות עיקריות שניתן לבחור ביניהן: פירוק והבראה. פירוק משמעותו חיסול נכסי החברה באמצעות חלוקתם לנושיה. בסופו של הליך זה החברה נמחקת וחדלה מלהתקיים. הבראה היא הליך שבמסגרתו חותרים לשמר את החברה כאישיות משפטית נפרדת גם בסופו. המטרה בהליך זה היא להבריאה את החברה, תוך המשך הפעלתה כעסק חי<sup>38</sup> והגעה להסדר עם כלל נושיה. שתי סוגיות עיקריות עולות ביחס לכניסה להליך חדלות-פירעון (וביחס לחוויים המטפלים בנושא). אף ששתי הסוגיות רלוונטיות לעניין הדיון בהתניה בדבר הליך חדלות-הפירעון, יש לבחון כל אחת מהן בנפרד, משום שאופיין השונה עשוי להוביל למסקנות שונות.

הסוגיה הראשונה נוגעת בעצם הכפייה מצד הדין באשר לבחירה בין שני ההליכים החלופיים במצב של חדלות-פירעון של חברה – פירוק והבראה. השאלה איזה הליך מבין השניים יחול תלויה, נכון להיום, בשאלה מי הגיש ראשון את הבקשה לכניסה להליך, ולאיזה הליך הוא ביקש להכניס את החברה. אי-אפשר לקבוע מראש בחוזה איזה הליך תבחר החברה.

הסוגיה השנייה נוגעת במתן היכולת לנקוט הליך אחר לגמרי – לא אחד מאלה המוסדרים על-ידי הדין עצמו, אלא יצירה חוזית של הצדדים עצמם. בעניין זה ייתכנו שתי אפשרויות. האפשרות האחת היא שהצדדים ישלבו בין שני ההליכים המוסדרים בחוק, וייצרו בן-כלאיים המקובל עליהם. לכל אחד מהליכים אלה יש מאפיינים משלו, והדין מסדיר אותו בצורה מסוימת, אשר לעיתים זהה לצורת ההסדרה של ההליך האחר ולעיתים שונה ממנה. בכל מקרה, הדין מפרט ומחיל הוראות ספציפיות בקשר לכל הליך, והבחירה בהליך מסוים היא בחירה מוחלטת ומכרעת, אשר מחילה את כלל ההוראות על החברה חדלת-הפירעון. השאלה היא, כמובן, אם הצדדים יכולים להחליט לעצמם אילו סעיפים רלוונטיים ומשמעותיים מבחינתם ולכן יחולו במקרה הספציפי, ואילו לא. האפשרות האחרת היא מתן יכולת לצדדים ליצור הליך שונה לגמרי ובו דינים אחרים לחלוטין, כלומר, להעניק לצדדים את האפשרות להסכים ביניהם על הליך עם הסדרים חדשים לגמרי, ולקבוע לעצמם את פרטי ההליך ללא קשר לחוק או תלות בו.<sup>39</sup>

שתי הסוגיות הללו קשורות לעניין אחר, והוא מיהותו של הבוחר בהסדר הספציפי. מבחינה משפטית אין יכולת להגביל את זכותם של הגורמים הרשאים להגיש בקשה לכניסה להליך על-פי החוק.<sup>40</sup> המצב כיום בפועל הוא שפעמים רבות החברה (קרי, ההנהלה) היא

38 יש לציין שגם בהליך פירוק ייתכן מצב שבו המפרק ממשיך להפעיל את החברה (זהו מוסד המפרק-המפעיל), אך המטרה אינה לגרום לכך שגם בסוף ההליך תמשיך החברה להתקיים כזו, אלא אך ורק להפעיל את החברה לשם השאת ערכה וחלוקת נכסיה לכלל הנושים.

39 ראו על כך להלן בס' 11(א)(3) למאמר.

40 ראו ס' 259 לפקודת החברות וכן ס' 350(א) לחוק החברות.

שבוחרת לאיזה הליך להיכנס, ולרוב היא בוחרת בהבראה.<sup>41</sup> הסיבה לכך היא שהחברה עצמה מודעת טוב יותר מכל גורם אחר למצבה המדויק, מה שמעניק לה יתרון בבחירת מועד הכניסה להליך. כתוצאה מכך, פעמים רבות תיכנס החברה מוקדם מדי להליך, ובדרך-כלל, כאשר היא תעשה כן, יהיה מדובר בכניסה להליך הבראה.<sup>42</sup> הבעיה היא שלא תמיד מתן יכולת ההכרעה בעניין זה דווקא להנהלה יניב את התוצאה המיטבית. זאת, בשל האינטרסים השונים של ההנהלה, אשר אינם תואמים בהכרח את אלה של הנושים.<sup>43</sup> המתח בין ההנהלה לבין הנושים נובע מכך שתזמון הכניסה להליך, כמו-גם בחירת ההליך, משפיעים על יכולתם של הנושים להיפרע מהחברה מאוחר יותר. ניתן לתאר את לב הדילמה באופן הבא: מצד אחד, המושכות מצויות לרוב בידי הנהלת החברה, בהחזיקה את המידע הרב ביותר באשר למצב החברה; מצד אחר, קיים חשש שניגודי האינטרסים בין ההנהלה לבין הנושים ישפיעו על הבחירה בהליך ובמועד הכניסה אליו. מכאן ברור שדין אשר אינו מעניק אפשרות להגביל את יכולתו של מי מהגורמים להגיש בקשה לכניסה להליך במקרים שבהם קיים חשש כאמור עלול להוליך לתוצאה שאינה מיטבית. יש בעייתיות מובנית בכלל משפטי שלפיו מי שמקדים להגיש בקשת כניסה להליך חוסם את אפשרותם של השאר לעשות כן ומחייבם בפעולותיו, כאשר אין יכולת לנטרל מראש סיטואציות רגישות הנובעות מכך מראש או בדיעבד. הכרה ביכולת הצדדים להתנות על ההליך הנבחר, בין על-ידי בחירה באחד ההליכים הקבועים בחוק ובין על-ידי יצירת הסדר פרטי חדש לגמרי, עשויה למזער את החשש המתואר.

יצוין כי צידוד בעמדה המאפשרת חופש חוזי בסוגיה הראשונה אינו מרחיק-לכת, על פניו, כמו צידוד ביכולת כזו ביחס לסוגיה השנייה. בסוגיה הראשונה אין חותרים לשינוי הדין עצמו, אלא אך ורק ליכולת התניה עליו. בסוגיה השנייה, לעומת זאת, ההסדר הקבוע בדין והאפשרות לחרוג ממנו כליל הם שעומדים במרכז הדיון. החלק הבא ברשימה זו יוקדש לניתוח ההיבטים השונים אשר חייבים להיבחן במסגרת הדיון בשאלת ההתניה על דיני חדלות-פירעון, על רבדיה השונים.

41 בארצות-הברית הנטייה לטובת הבראה ברורה, שכן בהבראה, בניגוד לפירוק, ההנהלה נשארת בתפקידה כבררת-מחדל בחוק. על הסמכויות ויכולת ההשפעה של ההנהלה במסגרת הליך הבראה ראו: J. Bradley Johnston, *The Bankruptcy Bargain*, 65 AM. BANKR. L.J. 213, (1991) 287-301. בישראל יעדיפו לפנות להליך הבראה הן לנוכח הנטייה לאופטימיות-יתר, שבעטייה מצב החברה מוערך כטוב מכפי שהוא למעשה (ראו לעיל הטקסט הצמוד לה"ש 28 והאסמכתות המובאות בהערה זו), והן בגלל היקפה הרחב של הקפאת ההליכים לעומת עיכוב ההליכים החל בפירוק (ראו להלן ס' ג1(ב)).

42 ראו: Theodore Eisenberg & Stefan Sundgren, *Is Chapter 11 Too Favorable to Debtors? Evidence from Abroad*, 82 CORNELL L. REV. 1532, 1541-1542, 1550-1553 (1997).

43 ראו באופן כללי: Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 333-343 (1976).

## פרק ב: ההיבטים השונים בשאלת יכולת ההתניה על דיני חדלות-פירעון

בחלק זה אציג בנפרד את השיקולים המחייבים מתן יכולת התניה על דיני חדלות-פירעון ואת השיקולים השוללים מתן יכולת כזו. שיקולים אלה מתמקדים בהשפעת יכולת ההתניה על החתירה להגשמת תכליותיהם של דיני חדלות-פירעון, ובהשלכות הנובעות ממתן יכולת כזו על התנהגותם של הצדדים השונים המעורבים בחברה.

### 1. הצדקות למתן יכולת התניה על דיני חדלות-פירעון

#### (א) הגשמת תכליותיהם של דיני חדלות-פירעון

התכליות של דיני חדלות-פירעון<sup>44</sup> יוגשמו בצורה טובה יותר אם הדין יקנה אפשרות התניה על הליכים אלה. הניתוח הכלכלי של המשפט מבוסס, בין היתר, על ההנחה שהאדם הוא יצור רציונלי. מכאן שצדדים לחוזה נתפסים כמגבירים את תועלתם באמצעות החוזה בהשוואה למצב שקדם לו. כפי שצוין קודם, הניתוח הכלכלי למשפט תומך בגישה שלפיה, למעט במקרים חריגים, הסדר פרטי בין צדדים יהא עדיף, שכן הוא ישקף את רצונות הצדדים בצורה טובה יותר מהחוק. החוק קובע כללים מסוימים אשר טובים ומתאימים אולי לחלק מהחברות, ועשויים להשיא את תועלתן, אך בוודאי אי-אפשר לומר זאת לגבי כלל החברות. על-מנת למנוע מצב שבו החוק מציג פתרון לא-יעיל לחברה מסוימת, יש להקנות לחברה ולנושיה את האפשרות להסדיר את כלל היחסים ביניהם באמצעות חוזה, ובכלל זה גם את היחסים הקשורים למצב של חדלות-פירעון.

מתן אפשרות התניה יוביל, לדעת תומכי גישה זו, ליעילות גבוהה יותר, כך שתכליות הדין, הן ex ante והן ex post, יושגו באופן מיטבי. תחילה אסביר בקצרה ובאופן כללי מה ההשפעה של מתן יכולת התניה חוזית על שתי תכליות אלה. לאחר-מכן אדגים את ההשפעה של מתן יכולת זו ביחס לכל אחד משלושת סוגי ההתניות שצוינו בפרק א.

מבחינת התכלית ex ante, הנוגעת בהזלת עלות האשראי, כאשר מקנים לצדדים לחוזה זכות לקבוע מראש את כל ההסדרים ביניהם, ובכלל זה גם את אלה שיחולו במצב של חדלות-פירעון, הצפי בניתוח הכלכלי הוא שהדבר יוליך להשגת תכלית זו. הנושה מעוניין בתניה המיועדת לחול במצב של חדלות-פירעון לנוכח ההערכה שלו שהיא תיטיב עימו, אם וכאשר יתרחש מצב כזה. על-כן כנגד התניה – אשר טומנת בחובה הטבה

44 כפי שצוין קודם, מדובר בתכליות של דיני חדלות-פירעון כפי שהן נתפסות על-ידי תומכי הגישה הכלכלית למשפט. התמקדות בתכליות מסוג זה פירושה שהענקת יכולת התניה בכל אחד מסוגי התניות שצוינו אינה נבחנת מההיבט של השפעתה על חלוקת העוגה בין הצדדים השונים, אלא אך ורק מההיבט של תרומתה להגדלתה או פגיעתה בה. ראו לעיל חלק 3 למבוא.

בשבילו – הוא יהיה מוכן להפחית את הריבית, להגמיש את תנאי תשלום וכיוצא באלה. כאשר יש ודאות רבה יותר מבחינת הצדדים, ובהנחה שדיני חדלות-פירעון באים לידי ביטוי ומובאים בחשבון בחוזה ביניהם,<sup>45</sup> סביר להניח שהסדר שהם יוכלו לעצב בעצמם יוביל לכך שהנושה יתמחר את הסיכון שלו בצורה נמוכה יותר, דבר שייטיב בוודאי עם החברה. לגבי התכלית ex post – קרי, השאת ערך החברה במצב של חדלות-פירעון וכתוצאה מכך גם השאת ההחזר לנושים – ניתן לטעון כדלהלן: אין סיבה להבחין בין דיני חוזים מחוץ לחדלות-פירעון, שבהם יש לאכוף על-פירוב את החוזה, לבין אלה שבתוך דיני חדלות-פירעון.<sup>46</sup> אם החוזה מניב תוצאות יעילות מחוץ להליך, אזי הוא יניב תוצאות יעילות מבחינה מצרפית גם בתוכו, ולכן הנטייה הכללית לאכוף הסכמים בין הצדדים, שכן הם משיאים את התועלת המצרפית, מתאימה גם בהקשר זה. בדומה למצב החל מחוץ לדיני חדלות-פירעון, ההנחה היא כי כל צד יפעל בצורה מיטבית, תוך תמחור הסיכונים והסיכויים שלו. הצדדים יפעלו בצורה שתשיא את תועלתם, ולפיכך גם את התועלת המצרפית. יודגש שוב כי תכליתיהם של דיני חדלות-פירעון, כפי שאנו תופסים אותן במסגרת מאמר זה, אינן מתחשבות כלל בהשפעתה של הכרה בתניות חוזיות על אופן חלוקת העוגה. ייתכן בהחלט שכתוצאה מהכרה כזו יהיו נושים שייפרעו פחות מכפי שהיו נפרעים אלמלא ההכרה, אך פרט זה אינו רלוונטי. כל עוד כל צד פועל בצורה שתשיא את ערכו שלו, העוגה אמורה לגדול, וזה מה שדיני חדלות-פירעון אמורים לחתור אליו. טיעונים אלה הינם טיעונים כלליים, אשר רלוונטיים למעשה לשלושת סוגי ההתניות שהצגנו קודם.<sup>47</sup> עם זאת, יש הבדלים בין היישומים השונים של כל אחד מסוגי ההתניות שתוארו לעיל, ולכן יש להתייחס בנפרד להשלכותיה של ההכרה בתוקפה של כל אחת מתניות אלה על התכליות של דיני חדלות-פירעון. יודגש כבר כעת כי ההבדלים בין סוגי ההתניות משמעותיים יותר לעניין התכלית ex post מאשר לעניין התכלית ex ante, כפי שיובהר להלן.

#### (1) התניה על צו עיכוב הליכים

כיצד מתן יכולת התניה על צו עיכוב הליכים משפיע על התכלית ex ante של דיני חדלות-פירעון? ההנחה היא שאם החברה הסכימה בחוזה עם הנושה לתניה כזו, אין זה אלא

45 על השפעתם של דיני חדלות-פירעון עוד קודם לכניסה להליך במסגרת פעילותה של החברה, ראו: Robert K. Rasmussen, *The Ex-Ante Effects of Bankruptcy Reform on Investment Incentives*, 72 WASH. U. L. Q. 1159 (1994).

46 ראו בהקשר זה: Lucian Arye Bebchuk, *A New Approach to Corporate Reorganizations*, 101 HARV. L. REV. 775 (1988). לדעה קיצונית שלפיה יש לבטל כליל את דיני חדלות-פירעון, שכן ממילא ניתן להסתפק באכיפת החוזים שנקבעו מראש בין הצדדים, ראו: Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *The End of Bankruptcy*, 55 STAN. L. REV. 751 (2002). לביקורת על דעה זו ראו: Lynn M. LoPucki, *The Nature of the Bankrupt Firm: A Response to Baird and Rasmussen's The End of Bankruptcy*, 56 STAN. L. REV. 645 (2003).

47 ראו לעיל פרק א.



משום שהדבר משתלם לה, כלומר, שהמצב העדיף מבחינתה הוא שלגבי נושה זה יוסר צו עיכוב הליכים, בניגוד לקביעת החוק, שלפיה הצו יחול על כולם. בהנחה שהחברה חותרת להשיא את תועלתה, ושהחווה הוא אחד האמצעים לכך, הכללת תניה מסוג זה בחווה תעיד כי לעיתים הכלל הקבוע בחוק אינו הכלל המיטבי. לפטור מתחולתו של צו עיכוב הליכים יש שווי כלכלי. במקרים מסוימים, שבהם יהיה הדבר יעיל, יסכימו הצדדים על הכללת תניה כזו בחווה, בתמורה כמובן לערכה כפי שהוא נתפס על-ידי הצד שיהיה זכאי לה. אם כן, מתן תוקף לתניה זו עשוי להפחית את עלות האשראי לחברה במקרים מסוימים.

מה ההשפעה של הכרה בתניות אלה על הגשמת התכלית *ex post* של דיני חדלות-פירעון? על פניו, נראה כי אין סיבה שהתניות הללו יובילו להשאת ההחזרים לנושים. לכאורה, ההשלכות הנובעות באופן ישיר ממתן פטור מעיכוב הליכים אינן השאת ההחזר כאמור, אלא השלכות חלוקתיות בעיקרן, שהרי המשמעות העיקרית של החלת צו עיכוב הליכים על כלל נושי החברה היא שכולם ידורו בכפיפה אחת וימתינו עד לפירעון חובם בהתאם לסדר החלוקה הקבוע בדין. ככלל, החרגת נושה מעיכוב זה לא תגרום לכך שיוזרם כסף לחברה או שיימנעו ממנה הפסדים, אלא שאותו נושה יוכל לנקוט הליכים לפירעון חובו. הנושה פשוט יוכל לגבות את חובו, בניגוד לשאר הנושים, אשר יהיו כפופים לצו ויכולו לפרוע את חובם רק בהתאם להתקדמות ההליך. על-כן ההשלכה הישירה של אכיפת תניה זו היא השלכה חלוקתית: הנושה הפטור יפרע את חובו לפני השאר, ואולי אף יגרום לכך שיהיו כאלה שחובם לא ייפרע כלל. היבט זה, בהתבסס על ההנחות שהוצגו בתחילת המאמר, אינו רלוונטי מבחינת הניתוח הכלכלי, שכן מדובר פה על אופן חלוקתה של העוגה, ולא על הגדלתה.

אבל קיים היבט נוסף שראוי להתייחסות. ניתן לטעון שלתניות הפטור הללו יש תפקיד נוסף במסגרת הליכי חדלות-פירעון. המצב השכיח הוא שיש מרווח זמן בין חדלות-פירעון במובנה הכלכלי לבין חדלות-פירעון במובן המשפטי. החברה נכנסת לקשיים כלכליים ולבעיות שונות מבחינת תזרים המזומנים שלה והחזר חובותיה עוד קודם שהיא נכנסת להליך משפטי כלשהו. במרווח זמן זה, ובהתחשב בקשיים שהיא ניצבת בפניהם, החברה מנסה פעמים רבות לשפר את תנאי העסקות שהיא קשורה בהן עם גורמים אחרים. במסגרת המשא-ומתן בין הצדדים, החברה מנסה להגיע את הנושה להסכים לשנות את ההסדר בדבר החזר החובות של החברה החייבת, להפחית את הריבית על האשראי שהוסכמה בין הצדדים וכדומה. אחד הדברים המרכזיים שהחברה החייבת יכולה להעניק במצב כזה הוא מתן פטור לנושה מעיכוב הליכים היה אם תיכנס בכל-זאת, בסופו של דבר, להליך חדלות-פירעון. חשוב לזכור כי לחברה אין כמעט יכולת להתמקח על נכסים, כי בשלב של קדם-ההליך אין לה כאלה. נוסף על כך, היא אינה יכולה להעניק הטבות מסוג פירעון חובות, גם אם יש לה עדיין מזומנים/נכסים, כי אם היא תיכנס להליך בסופו של דבר, ייחשב הדבר להעדפת נושה פסולה.<sup>48</sup> אם היא מעוניינת בכל-זאת לשפר את מצבה ולשנות את תנאי החווה, היא חייבת להציע משהו לצד האחר. קלף-מיקוח חזק מבחינתה הוא התניה המוזכרת כאן. מדוע שנושה יתפשר ויוותר על התנאים שנקבעו בחווה המקורית? מכיוון שאם לא יעשה

48 דין העדפת נושים קבוע בס' 98 לפקודת פשיטת-הרגל וכן בס' 355 לפקודת החברות.

כן, הוא יהיה כפוף בסופו של דבר לעיכוב ההליכים, וייתכן אף שלא יקבל את כספו. נושה כזה יסכים לעשות כן מכיוון שהוא יודע כי שינוי תנאי החוזה יגדיל את הסיכוי שהחברה לא תיכנס להליך חדלות-פירעון בסופו של יום, ואם היא תיכנס בכל-זאת למצב של חדלות-פירעון, אותו נושה יודע כי לפחות בנוגע לתנאים שנשארו בידיו הוא לא יהיה כפוף לצו עיכוב ההליכים.<sup>49</sup> מבחינת הנושה, אם החברה נכנסת ממילא להליך חדלות-פירעון, אזי אין לו סיבה להתפשר מראש על זכויותיו, שכן במסגרת ההליך הוא יהיה כפוף לעשות כן, בין אם ירצה ובין אם לאו. אך אם החברה אינה נכנסת להליך, ובמטרה להימנע מכך, ייתכן שהנושה יהיה מוכן לוותר על חלק מדרישותיו בחוזה המקורי.

אפקט חיובי אפשרי נוסף של התניה מסוג זה הוא שיפור יכולתה של החברה לכרות חוזים חדשים בתקופה שלאחר הכניסה לקשיים הכלכליים, אך כמובן קודם לכניסתה להליך חדלות-הפירעון. חוזה חדש כזה עשוי לעיתים לשפר את מצבה של החברה, אם משום שהוא יורים אליה אשראי חדש שיאפשר לה מרווח-נשימה, ואם משום שמדובר במתן שירות או נכס שהינם הכרחיים לתפקודה. שוב, במצב זה אין ספק שהצד האחר לחוזה נוטל סיכון גדול בכריתת חוזה בשעה שהחברה מצויה במצב קריטי. למעשה, סביר להניח שמעטים המקרים שבהם צד כזה יהיה מוכן ליטול על עצמו סיכון כה גדול, ביודעו את מצב החברה.<sup>50</sup> על-כן יש להעניק לו תמריצים חיוביים לא להימנע מכריתת חוזה כזה כאשר הדבר יועיל לצדדים.<sup>51</sup> הסרת תחולתו של צו עיכוב הליכים יכולה למלא תפקיד-מפתח במקרים מסוג זה, באשר היא מעניקה לצד האחר ודאות, לפחות מבחינת יכולתו לפרוע את החוב כלפיו לפני שאר הנושים.

בשני המקרים המתוארים לעיל, אחד הכלים הכבדים ביותר לשכנוע הנושה במשא-ומתן הוא מתן הפטור מצו עיכוב הליכים. לפיכך אי-אכיפה של תניות הקובעות כך עלולה לסכל מאמצים החותרים להסדר פרטי מוקדם בין הנושים לבין החברה.<sup>52</sup>

49 נוסף על כך ניתן לטעון כי הסכמת ההנהלה לוותר על תחולתו של צו עיכוב הליכים על הנושה מאותתת לנושה כי ההנהלה מאמינה בחברה. ראו: Marshall E. Tracht, *Contractual Bankruptcy Waivers: Reconciling Theory, Practice and Law*, 82 CORNELL L. REV. 301 (1997). לדעה אשר דוחה גישה זו וטוענת כי האיתות יאבד למעשה מערכו, שכן גם הנהלה שאינה מאמינה באמת בחברה תשתמש בשיטה זו, ראו: Daniel B. Bogart, *Games Lawyers Play: Waivers of the Automatic Stay in Bankruptcy and the Single-Asset Loan Workout*, 43 U.C.L.A. L. REV. 1117, 1176-1177 (1996).

50 ראו ע"א 10582/02 בן אבו נ' דלתות חמדיה בע"מ (לא פורסם, 16.10.2005) (אי-גילוי מצבה של החברה לצד המתקשר עימה בחוזה מהווה הפרה של חובת תום-הלב).

51 עוד יודגש כי לדעתי אין בעיה עם מתן אפשרות כזו מבחינת שאר נושי החברה, שכן החוזה אמור לשפר את מצב החברה, במיוחד כאשר מדובר במממן/ספק חדש, ולכן גם את סיכוייהם של הנושים האחרים לפרוע את החוב כלפיהם. לכן, לדעתי, סביר להניח שמתן אפשרות בדיעבד לפטור נושה מסוים מתחולתו של צו עיכוב ההליכים לא יגרום להעלאת הריבית ex ante, זאת, משום שבדרך-כלל תינתן הזכות למי שהחוזה המתוקן/החדש עימו ישפר את מצב החברה וימנע את כניסתה להליך חדלות-פירעון.

52 הסדר כזה הוא למעשה out-of-court workout, שמטרתו להימנע מכניסה להליך פורמלי,

מה בין עידוד הסדר נושים פרטי כזה לפני הכניסה להליך לבין התכלית ex post של דיני חדלות-פירעון? הליך חדלות-פירעון הוא הליך יקר. משאבים רבים מבוזבזים על-ידי כל הצדדים המעורבים בהפעלתו ובניהולו של ההליך עצמו. כך, למשל, יש לשלם שכר לבעל-התפקיד שמתמנה וכן שכר-טרה ליעורכי-הדין ולרואי-החשבון המייצגים את הצדדים השונים; יש לנהל דיונים רבים בבית-המשפט בנוגע להליך; ויש עלויות עסקה נוספות הנלוות להליך, בהיותו כה מסורבל וארוך, ובערבו גורמים כה רבים. הסדר חוזי שנסגר בין הצדדים מחוץ להליך חדלות-פירעון יהיה תמיד זול יותר, מבחינת העלויות הנלוות אליו, מאשר ביצוע ההליך עצמו. אכיפת ההסדרים הנקבעים בין הצדדים קודם לכניסה לחדלות-פירעון תעודד כריתת הסכמים בין הצדדים, ולפיכך תגרום למעשה להפחתה משמעותית של עלויות ההגעה למצב של חדלות-פירעון, במובנו הכלכלי.<sup>53</sup> מטעם זה הסכימו חלק מבתי-המשפט בארצות-הברית לתת תוקף לתניות כאלה.<sup>54</sup>

אם כן, ניתן לומר כי היעילות ex post תגדל כנראה במצב שבו מכירים בתוקפן של תניות הנוגעות בתחולתו של צו עיכוב ההליכים על הנושה.<sup>55</sup> אך יש לשים לב כי מדובר בשיפור יעילות ex post בצורה שאינה זהה לחלוטין לתכלית הבסיסית הידועה של דיני חדלות-פירעון – השאת ההחזר לנושים. אך הבחנה זו היא למעשה פורמלית יותר מאשר מהותית: פשוט במקרה הזה, בניגוד למצב הרגיל, המטרה היא לנסות להימנע מכניסה להליך עצמו, ובדרך זו להגדיל את ההחזר לנושים בסופו של דבר. כלומר, ההבדל הוא

בעיקר לנוכח עלותו הגבוהה, ואשר במסגרתו חותרים להשגת הסדר פרטי בין החברה לבין נושיה. הסדר כזה כולל בדרך-כלל עיצוב מחדש של היחסים בין החברה לנושיה, ובמיוחד שינוי של מבנה החובות של החברה לכה שהיא תוכל להתמודד עימו. ראו: Stuart C. Gilson et al., *Troubled Debt Restructuring, An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default*, 27 J. FIN. ECON. 315 (1990) (מחקר אשר בחן 169 חברות ציבוריות, והראה כי 92% מהן ניסו לפתור את בעיותיהן הפיננסיות באמצעות הסדר פרטי עם הנושים); Conrad B. Duberstein, *Out-of-Court Workouts*, 1 AM. BANKR. L. REV. 347 (1993); Claire Finkelstein, *Financial Distress as a Noncooperative Game: A Proposal for Overcoming Obstacles to Private Workouts*, 102 YALE L.J. 2205 (1993); Howard J. Kashner, *Majority Clauses and Non-Bankruptcy Corporate Reorganizations – Contractual and Statutory Alternatives*, 44 BUS. LAW 123 (1988) כן ראו: Alan Schwartz, *Bankruptcy Workouts and Debt Contracts*, 36 J. L. & ECON. 595 (1993) (המנתח את הסיבות לאחוז הכישלון הגבוה יחסית (יותר מ-50%) של הסדרים כאלה, למרות היתרונות הגלומים בהם).

53 ראו: Rafael Efrat, *The Case for Limited Enforceability of a Pre-Petition Waiver of the Automatic Stay*, 32 SAN DIEGO L. REV. 1133, 1146–1153 (1995).

54 ראו, למשל: *In re Cheeks*, 167 B.R. 817, 818 (1994). עם זאת, רוב בתי-המשפט בארצות-הברית סירבו להכיר בתוקפן של תניות אלה. יש להדגיש כי גם כאשר הכירו בתי-המשפט בתוקף התניה, הם לא פירשו אותה ככזו היכולה למנוע מהחייב כניסה להליך עצמו, אלא רק ככזו הקובעת שעייכוב ההליכים לא יחול על הנושה.

55 לדעה התומכת בהכרה בתניות אלה אם נקבעו במסגרת הסדרי נושים פריטיים, ראו Schwarcz, *לעיל ה"ש 9*.

בשלב שבו החיסכון נעשה בפועל. אם נכיר בתניות אלה, אזי השאת ההחזר לנושים תיעשה עוד קודם לכניסה להליך, אשר ייתכן אף שלא יתקיים כלל בסופו של דבר (וזה הרי מטרה מרכזית של עצם ההכרה בתניות מעין אלה). זאת, בניגוד למצב הרגיל, שבו תכליתם של דיני חדלות-פירעון היא השאת ההחזר לנושים במסגרת ההליך, ולא מחוץ לו, באמצעות ייעול הדין.

מובן שהבחנה זו היא סמנטית יותר מאשר מהותית, שכן החתירה להשאת ההחזר לנושים והפיכת הנושים למרכז הדיון ראוי שיעשו מבחינה מהותית מרגע שהחברה נכנסת לקשיים כלכליים. כלומר, מבחינה זו חשוב יותר למעשה מצב של חדלות-פירעון במובנו הכלכלי מאשר במובנו המשפטי. הסיבה לכך שהתכלית מתמקדת בהליך עצמו היא פשוטה: קשה מאוד להבחין בנקודה הספציפית שבה החברה עוברת ממצב של קשיים כלכליים בלבד למצב של חדלות-פירעון ממש. הכניסה להליך פשוט מבטאת זאת בצורה חדה וברורה, ומשמשת למעשה מעין סמן לכך. אך מבחינת השגת התכלית שעניינה השאת ההחזר לנושים, פשיטא שאין זה רלוונטי שהחברה לא נכנסה בסופו של דבר להליך פורמלי, אלא נעשה חיסכון קודם לכן.

#### (2) התניות על המשך קיום החוזה

כיצד תניות על המשך קיום החוזה מסייעות בהגשמת תכליתם של דיני חדלות-פירעון *ex ante*? כפי שהוסבר קודם, תניות אלה מעניקות לצד לחוזה זכות לפרוש מהעסקה היה אם הצד האחר נכנס למצב של חדלות-פירעון. כאשר אנו קובעים מלכתחילה כי תניות כאלה אינן תקפות, אנו מונעים למעשה את שיקול-הדעת מהצד לחוזה. פעמים רבות דווקא הפסקת הפרויקט תהיה התוצאה היעילה ביותר, אך בגלל סיבות שונות, שאינן קשורות בהכרח לשיקולי יעילות, יימשך הפרויקט ותיפגע היעילות.<sup>56</sup> לעומת זאת, אם הנושה יודע כי אם החברה נכנסת למצב של חדלות-פירעון הוא אינו חייב להמשיך את עסקיו עימה אם אין הדבר יעיל, יש סיבה להאמין שמדובר ביתרון מבחינתו. יתרון זה יגרור אחריו גם הפחתת עלות אשראי.

מה באשר לסוג תניות זה והגשמת התכלית *ex post*? בסוג זה השאת ערך החברה היא לכאורה פועל יוצא אוטומטי כמעט, אם מקבלים את ההנחה שצד לחוזה יחליט בצורה רציונלית, ועל-כן גם בצורה טובה יותר מכל גורם אחר. מתן יכולת הכרעה לגורם אחר עשוי להיות בעייתי, שכן ייתכן שיהיו מעורבים בכך אינטרסים לא-רלוונטיים (כגון רצון של מנהלי החברה לזכות בהטבות אישיות הנלוות לפרויקט).<sup>57</sup> שיקולים אלה נתפסים

56 ההנחה היא שהחברה (או למעשה השולטים בה) מרוויחה תועלת (הטבה) כלשהי מביצוע פרויקטים – תועלת שאינה קיימת כאשר הפרויקט אינו מבוצע. הטבה זו אינה תלויה בהיות הפרויקט רווחי. כלומר, גם פרויקטים לא-יעילים עשויים להקנות לה הטבה זו.

57 אחת הבעיות החריפות שקיימות בניהול החברה סמוך לכניסה להליך חדלות-פירעון – ובוודאי גם לאחריה – היא עיוות בהחלטות ההשקעה. בעיה זו עלולה להתבטא הן ביתר השקעה (גם בפרויקטים שאינם יעילים) והן בתת-השקעה (אין משקיעים בפרויקטים יעילים). ראו: Stewart C. Meyers, *Determinants of Corporate Borrowing*, 5 J. FIN. ECON. 147 (1977); Marshall E. Tracht, *Insider Guarantees in Bankruptcy: A Framework for Analysis*, 54 U. MIAMI L. REV. 497 (2000).

ככאלה העלולים לפגוע בהשאת הערך לנושים בהליך. למשל, אימוץ חוזה שביצעו יטיל עלויות רבות על החברה, ואשר הוצאות הצדדים לשם ביצועו יהיו גבוהות מההכנסות בעטיו, יגרום לפגיעה בערך החברה ונכסיה. זאת, בניגוד לשיקוליו של הצד לחוזה, אשר יכריע באשר להישארותו בחוזה בהתאם לתועלת הקיימת בחוזה עצמו. כך לא יושתו על החברה הוצאות שאינן הכרחיות (ולא תהיה לפיכך פגיעה בהחזר לנושים), ואילו במקרים שבהם יועיל החוזה לצדדים, הוא יבוצע. הצד האחר לחוזה מהווה כעין מדד לתועלת הגלומה בחוזה: אם ביצוע החוזה הינו יעיל, הצד האחר לחוזה ירצה להמשיך לקיים את העסקה; ואם אין תועלת בחוזה, אותו צד לא ירצה להמשיך את קיומו. אם קיום החוזה אינו יעיל מבחינתו, יש להניח כי הוא לא יהיה יעיל גם מבחינת שאר נושי החברה.<sup>58</sup> החלטתו של הצד לחוזה תהיה טובה יותר מהחלטה של מי שאינו צד לחוזה, שכן חוזה שהצד האחר אינו רוצה להמשיך בקיומו הוא כנראה חוזה שאינו צריך להתקיים.<sup>59</sup> יודגש כי אין משמעות הדבר שהצד האחר לחוזה אינו עלול להזיק בהכרעותיו לחברה. אולם צד זה הוא הגורם הטוב ביותר שיכול להחליט בנוגע להמשך קיום החוזה, שכן הוא יכול להעריך בצורה הטובה ביותר מהן עלויות החוזה אל מול התועלת שעשויה לנבוע ממנו. מבחינה זו לא אמורה להיות רלוונטיות לסיטואציה הספציפית שבמסגרתה החוזה נידון, קרי, חדלות-הפירעון של אחד הצדדים. חוזה ראוי שיבוצע אם גלומה בו תועלת מצרפית, כלומר, כאשר העלויות הכרוכות בו נמוכות מהתועלות הנובעות ממנו.<sup>60</sup> את הדבר הזה הצד האחר לחוזה יכול להעריך בצורה טובה יותר מכל אחד אחר, ולכן הכרעותיו בנוגע להמשך קיום החוזה נתפסות כיעילות ביותר.<sup>61</sup>

מן ההסבר לעיל נובע שהשאת החזר לנושים תושג באחת משתי דרכים. במקרה של ביטול החוזה על-ידי הצד האחר, תבטא ההשאה במניעת הוצאות נוספות על פרויקט שאינו יעיל. מניעת ההפסד לנושים היא השאת הערך. במקרה של המשך קיום החוזה על-ידי הצד האחר, השאת ערך החברה תבוא לידי ביטוי בתועלת שתצמח לחברה מקיום החוזה. תועלת זו קיימת בוודאי, שאם לא כן לא היה הצד האחר לחוזה מוכן להמשיך לקיימו.

### (3) התניות בדבר הליך חדלות-הפירעון

השפעתן של התניות בדבר הליך חדלות-הפירעון על התכלית ex ante דומה להשפעתן של התניות הקודמות, שכן גם הן עשויות להוליד ודאות וביטחון אצל נושי החברה כאשר למעמדם ובאשר לניהול החברה במצב של חדלות-פירעון, מה שיתורגם להזלת אשראי. עם

58 יובהר כבר עתה כי בטיעון זה יש בעייתיות מסוימת, שכן הוא אינו מתייחס לניגודי האינטרסים המובנים בין הנושים לבין עצמם, ומניח למעשה שהחלטה של הצד ב-הפירעון תהיה המיטבית. אולם ייתכן ששיקולים נוספים יהיו מעורבים בהחלטתו, ויגרמו לכך שלא זה יהיה המצב בפועל. ראו להלן ס' 2(א).

59 ראו: Alan Schwartz, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, 91 Va. L. Rev. 1199, 1234 (2005).

60 מסיבה זו יש המכירים בנחיצותה של "הפרה יעילה" ובהיגיון העומד מאחוריה. ראו מקורות בה"ש 15 לעיל.

61 ראו Schwartz, לעיל ה"ש 59, בעמ' 1232-1234 (המציג מודל כלכלי להוכחת טיעונו).

זאת, כאשר מדובר בתניות מסוג זה, יש להבחין בין משטר שבו מותר לקבוע תניות כאלה מלכתחילה, בחוזה בין הצדדים, לבין משטר שבו יכולת זו ניתנת לצדדים רק בדיעבד, עם הכניסה למצב של חדלות-פירעון. הניתוח המתואר רלוונטי בצורה ברורה להתניות הנקבעות מלכתחילה, שכן אז יעריכו נושי החברה את הסיכונים שבפניהם בזמן שכל הנתונים כבר בידיהם, כולל אלה שמתייחסים לחדלות-פירעון. במצב כזה אין לכאורה הבדל בין שני סוגי התניות הקודמים לבין זה שמדובר בו כאן. לעומת זאת, ניתן לטעון שחוסר הוודאות הכרוך בקביעה בדיעבדית בנושא זה עלול לא להגיב אותה תוצאה. קשה הרבה יותר לנושים לתמחר את הסיכון בעת כריתת החוזה עם החברה, כאשר הם אינם יודעים למעשה כיצד ישפיע מתן יכולת ההתניה בנושא זה על החברה, אם בכלל. עם זאת, ניתן לומר כי בכל מקרה משטר שבו קיימת אפשרות כזו וכלל הצדדים מודעים אליה הוא משטר עדיף על המשטר הקיים. זאת, משום שעצם העובדה שהצדדים נכנסים לסיטואציה שבה הם יודעים כי תהיה להם אפשרות לנהל משא-ומתן ולהשפיע על ההסדר שייבחר עשויה להיתפס בעיניהם כטובה יותר ממצב שבו אין להם שום כוח להשתתף בהכרעה כה חשובה במצב קריטי בחברה. אומנם, קשה הרבה יותר לאמוד את ההזולה המשוערת של האשראי במצב כזה, ויש סיכוי סביר שהיא תהיה נמוכה יותר מאשר במצב שבו כל הקלפים פתוחים וידועים מראש. אך עדיין ייתכן מאוד שמתן אפשרות כזו יתרום להשגת המטרה של הוולת עלות האשראי לחברה.

מה באשר להגשמת התכלית ex post בהקשר של התניות מסוג זה? כפי שצוין בתחילת הרשימה, חוזים אלה מטרתם למזער שתי בעיות דיני חדלות-פירעון, כמתכונתם כעת. ראשית, נטען כי ייתכנו מצבים (לא-מעטים) שבהם אף לא אחד מההליכים הקבועים בחוק – פירוק או הבראה – מתאים לחברה חדלת-הפירעון.<sup>62</sup> המשמעות היא כי החלת ההליך תוביל לאי-יעילות ותפגע בתכליותיהם של דיני חדלות-פירעון. טענה זו נסמכת על כך שכל חברה הנקלעת לקשיים כלכליים שונה מרעותה מבחינת נכסיה, מספר נושיה ואפיונם, השוק הספציפי שהיא פועלת בו וכולי. חיוב מצד הדין לבחור בין שתי חלופות בלבד – כאשר למעשה קיימות אפשרויות אין-ספור שניתן לבחור ביניהן תוך התייחסות למצבה הפיננסי של החברה ולאופייה – הינו בעייתי. ניתן להניח שלכל חברה מתאים הליך שונה, בהתחשב בגודלה, במוניטין שלה, בערך נכסיה, בפיוזר החובות שלה ובמאפייני נושיה. נראה שניתן לזהות סוגים רבים מאוד של חברות בהתחשב בפרמטרים אלה ואחרים. אם כן, נטען, כיצד ייתכן שרק שני הליכי חדלות-פירעון קיימים בחוק? הליך פירוק והליך הבראה שונים זה מזה, ומיועדים (או לפחות אמורים להיות מיועדים) לסוגים שונים של חברות. אולם ברור שאם יש סוגים רבים מאוד של חברות, הענקת אפשרות בחירה רק בין שני הליכים אלה עלולה להוביל לתוצאות שאינן יעילות.<sup>63</sup> זאת,

62 על-פי מחקרים אמפיריים, ההצלחה של הליך ההבראה מוגבלת ביותר, בלשון המעטה. ראו: Michael Bradley & Michael Rozenzweig, *The Untenable Case for Chapter 11*, 101 YALE L.J. 1043, 1075 (table 11) (1992) (רק 61.7% מהחברות שנכנסו להליך הבראה פועלות עדיין גם לאחר ארבע שנים מביצוע ההליך).

63 ראו Adler, לעיל ה"ש 9, בעמ' 239-240.

משום שיהיו חברות רבות שיתאים להן הליך אחר דווקא, שמושתת אולי על בסיס דומה אך עם תנאים אחרים השונים מאלה הקבועים בחוק. ניתן לומר, למשל, שהליך שונה מתאים לחברה שפועלת בשוק תחרותי לעומת כזו הפועלת בשוק מונופוליסטי; שיש הבדל בין חברה שיש לה נושה אחד או שניים בלבד לבין כזו שיש לה נושים רבים, במיוחד אם מעמדם שונה; וכן שיש הבדל בין חברה שבעייתה נעוצה במבנה האשראי שלה לבין כזו שנקלעה לחדלות-פירעון משום שהמוצר או השירות שהיא מספקת פשוט "לא מוכרים". מתן אפשרות לצדדים עצמם להחליט על הליך מסוים אחר ביניהם תגביר את תועלתם של הצדדים ותשיא את החזר החובות לנושים. ההליך יהיה תפור למעשה לפי מידותיה ומאפייניה של החברה הספציפית, מה שיהפוך אותו ליעיל הרבה יותר.

הנימוק השני נוגע בהכוונת התנהגותם של מנהלי החברה. כפי שצוין בתחילת הרשימה, ברגע שהחברה נכנסת להליך מסוים, כלל הגורמים כבולים להליך זה, לפחות בשלב הראשוני, ובדרך-כלל ההנהלה היא זו שבחרה לאיזה מההליכים להיכנס. הבעיה היא שלא תמיד הבחירה של ההנהלה היא הבחירה המיטבית מבחינת הנושים. בחירה לא-מיטבית מצד ההנהלה עלולה להוליך לתוצאות לא-יעילות ולפגוע בהליך. עד שיתברר כי הליך מסוים אינו מתאים וכי יש לעבור להליך האחר (בדרך-כלל מהבראה לפירוק), התבזבזו משאבים רבים (שממילא חסרים לחברה), ומצב החברה בעת המעבר להליך האחר עלול להיות גרוע מן המצב שהייתה נמצאת בו אילו נכנסה אליו מלכתחילה. השאלה הנוגעת בהסכמה החוזית ביחס להליך חדלות-הפירעון מתמקדת גם בבעיה זו. בין שהעניין נקבע מראש ובין שהוא נקבע בדיעבד, כאשר החברה נקלעת לקשיים כלכליים, המשמעות היא נטילת יכולתה של ההנהלה להכריע חד-צדדית לאיזה הליך חדלות-פירעון תיכנס החברה.

אם תהיה הסכמה בין הצדדים באשר לכניסה להליך ספציפי, ימוזער החשש הקיים כיום מפני התנהגות אופורטוניסטית והחלטות לא-יעילות של ההנהלה. בארצות-הברית ההנהלות נוטות להכניס את החברות להליך הבראה דווקא, ולא להליך פירוק, מכיוון שבמסגרת הבראה הן נשארות בתפקידן.<sup>64</sup> ברור שלא כל חברה מתאימה דווקא להליך הבראה. יש חברות שאין כל ערך מוסף להמשך תפקודן וראוי שיתפרקו. עם זאת, חלק מהן נכנסות בכל-זאת להליך הבראה בגלל הטיה זו של המנהלים. נוסף על כך קיים החשש הנוגע במועד הכניסה להליך.<sup>65</sup> ייתכן שההנהלה תמשוך את הזמן עד לכניסה להליך מתוך תקוות-שווא שמצב החברה יתייצב, מה שעלול לגרום לפגיעה בערכה. מאידך גיסא, גם כניסה מוקדמת מדי להליך – למשל, בעקבות רצון ההנהלה למנוע מצב שבו נושה כלשהו יגיש בקשת פירוק לפני שהחברה תיכנס להליך הבראה – עלולה להוליך לתוצאות שאינן יעילות. אם יש הסכם לגבי ההליך עצמו בין הצדדים, וכלל התנאים הקשורים לכניסה להליך מוסדרים בו, אזי אנו ממוזערים מאוד את שני החששות המתוארים לעיל. המנהלים לא יוכלו להפעיל שיקול-דעת שאינו רלוונטי למטרותיהם של דיני חדלות-פירעון בהחלטה על הכניסה להליך, וכן לא יוכלו לבחור מועד שאינו מיטבי מבחינת מימושן.

64 באשר להתנהגות ההנהלה במצב של קשיים פיננסיים, וההטיה שלה לכיוון הבראה, ראו Bradley & Rozenzweig, לעיל ה"ש 62.

65 ראו Eisenberg & Sundgren, לעיל ה"ש 42.

**(ב) מניעת עיוות בהחלטות ההשקעה של החברה**

טיעון זה קשור למעשה בצורה הרמטית לטיעון הקודם. בקצרה, ההנחה היא שהקניית יכולת התניה על דיני חדלות-פירעון תפחית את עלות האשראי ותגרום לתמריצי השקעה חיוביים לחברה. ככל שהמערכת של דיני חדלות-פירעון יעילה יותר, הנושים גובים פחות בזמן שהחברה אינה בקשיים (באמצעות הריבית בדרך-כלל), וכך יש פער קטן יותר בין אינטרס התועלת המצרפי של הקהילה כולה לבין האינטרס התועלתני של החברה עצמה. נסביר עניין זה בקצרה: מבחינה מצרפית, המטרה היא שהחברה המסחרית תשקיע ותשתתף בפרויקטים שבהם העלויות קטנות מהרווחים הצפויים. אבל כאשר אותו פרויקט ממומן – לפחות בחלקו – באמצעות חובות שהחברה חייבת לגורם כלשהו, אזי חלק מהרווחים הצפויים (שלה) נגסים לכאורה על-ידי עלות האשראי שנגבית ממנה. לפיכך נוצר פער בין אותם פרויקטים שהקהילה הייתה רוצה שהחברה תשקיע בהם, שכן הם יעילים לכאורה, לבין אלה שהחברה תהיה מוכנה לקבלם בהינתן שעלות האשראי שלה פוגעת ברווחים הצפויים מבחינתה. זוהי בעיה של תת-השקעה.

ככל שפער זה קטן יותר כן תבחר החברה פרויקטים יעילים רבים יותר, וזו כאמור המטרה מבחינה כלכלית – שכל פרויקט שרווחיו עולים על עלויותיו יבוצע. מכיוון שדיני חדלות-פירעון, כפי שכבר ציינו קודם, מובאים בחשבון במסגרת העלויות ומגולמים במחיר האשראי שניתן לחברה, המסקנה היא שככל שדיני חדלות-פירעון עצמם יהיו יעילים יותר כן תמריצי ההשקעה יהיו טובים יותר, מכיוון שהפער בין העדפות הקהילה להעדפות החברה יצומצם.<sup>66</sup>

יצוין עוד כי אם עלות האשראי אינה ברמה המיטבית, אזי גם בפרויקטים שתבחר החברה לבצע היא תשקיע מאמץ במידה קטנה מהרצוי. שוב, הדבר נובע מכך שהחברה אמורה (או מצופה ממנה) להשקיע 100% לשם הצלחת הפרויקט, אולם גם אם הוא יצליח, היא לא תקבל לעצמה יותר מ-80%, למשל. לכן אין לה סיבה להשקיע בפרויקט את מלוא מרצה.<sup>67</sup> הצפי של הגישה הכלכלית הוא שהענקת יכולת לצדדים ליצור את ההוראות המתאימות להם על-ידי תניות חוזיות פרטניות תוביל להוזלת אשראי לחברות, דבר אשר יסייע בצמצום הפער בין הפרויקטים שהקהילה מעוניינת בקיומם לבין אלה שמבוצעים בפועל על-ידי החברה המסחרית, ויעודד את החברה להשקיע מאמצים בצורה מיטבית.

**2. הצדקות לשלילת יכולת התניה על דיני חדלות-פירעון**

קיימות ביקורות שונות כנגד הגישות הטוענות כי יש לאפשר התניה על הליכי חדלות-פירעון. להלן אבחן כמה טענות עיקריות אשר שוללות מתן יכולת התניה בהליכי חדלות-פירעון.

66 ראו Schwartz, לעיל ה"ש 59, בעמ' 1218.

67 שם, בעמ' 1216-1217.



## (א) פערי כוחות בין הנושים הרצוניים

כל המודלים החוזיים שהוצגו לעיל מתעלמים למעשה מהפערים האפשריים בין נושים גדולים וחוקים לבין נושים קטנים יותר, ומהשפעתם של פערים אלה על כוח המיקוח, הידע, התחכום והמידע שיש לכל אחד מהם. בכל אחד מסוגי החוזים והתניות שהזכרנו לעיל יש השלכות לפערים בין הנושים השונים. לנושים החזקים יותר יש ככלל מידע רב יותר על החברה ומצבה, הם מתוחכמים יותר ובעלי כוח מיקוח רב יותר, ומידת השפעתם על החברה גדולה יותר. דין מנדטורי נכפה גם על הנושה החזק, כך שיכולתו של נושה זה להשפיע על המהלכים ולנצל את כוחו פוחתת במידה רבה. דין דיספוזיטיבי, לעומת זאת, יעניק לנושה יכולת להשתמש בערך המוסף שיש לו לעומת שאר הנושים.<sup>68</sup> כל עוד נושה חזק משתמש ביתרונותיו לטובת הקבוצה כולה ועל-מנת להשיא את התועלת של כלל הנושים, אין לנו בעיה עם זה. אך מצב של חדלות-פירעון מתאפיין בכך שהוא מחדד ומעצים פערי אינטרסים בין הצדדים, כך שברור שייתכנו מצבים שבהם נושה יפעל לטובת עצמו על-חשבון כל השאר – או לפחות מבלי להתחשב בהשפעה של פעולותיו על כל השאר – ובכך יפגע בתכלית *ex ante* של דיני חדלות-פירעון.<sup>69</sup> נבחר להלן כמה דוגמות הממחישות את הבעייתיות שעלולה לנבוע מהענקת יכולת התניה חוזית לצדדים.

בסוג השני של ההתניות החוזיות, הנוגעות בהמשך קיום החוזה במצב של חדלות-פירעון, ההנחה של המצדדים במתן יכולת התניה היא שהנושה הוא שצריך להכריע אם להמשיך בפרויקט אם לאו, ולכן יש להכיר בתניות המקנות לו אפשרות לצאת מהחוזה עם הכניסה להליך חדלות-פירעון. נשאלת השאלה אם אין כל השפעה למצבו של הנושה ולכוחו במקרה זה. אין חולק כי גם כאשר יש חוזה שנראה על פניו רווחי ועל-כן ראוי להמשיך בו, מדובר בהערכה שטומנת בחובה גם סיכון. דבר זה נכון, בבחינת קל וחומר, כאשר מדובר בחברה חדלת-פירעון, אשר מצבה הקשה מקטין את הוודאות עוד יותר. הנחה חד-משמעית שלפיה הנושה יבצע פרויקטים יעילים ולא יבצע פרויקטים לא-יעילים נראית על פניה שגויה. נוסף על כך, בגלל חוסר הוודאות הגדול במצב כזה, ייתכן מאוד שנושה חזק עם כיס עמוק יעדיף לספוג הפסד קטן עכשיו מאשר לשאת בסיכון של הפסד גדול יותר אחר כך, גם אם נראה שהפרויקט יועיל לחברה ולנושיה כאשר בוחנים אותו במונחי עלות-תועלת. כלומר, ייתכן מצב שבו פרויקט לא יבוצע אף שהיה גורם להשאת ההחזר

68 ראו גם אירית חביב-סגל "המטרות של דיני הפירוק והשיקום: שחרור נכסי החברה מהתחייבויות לא יעילות" משפט ועסקים ב 249, 288 (2005). במאמר זה, המפתח תיאוריה חדשה בדבר התכליות העומדות בבסיסם של דיני חדלות-פירעון, מצדיקה חביב-סגל את יסוד הכפייה הקיים בהליכים אלה, בטענה כי גם בלא יסוד זה בהליכים עצמם הייתה קיימת כפייה, שכן הנושים החזקים יותר – או אלה העדיפים על בעלי המניות – היו כופים את רצונם על שאר הנושים על-מנת להיפרע ראשונים על-חשבונם.

69 ראו: Elizabeth Warren & Jay L. Westbrook, *Secured Party in Possession*, 22 Am. Bankr. Inst. J. 12 (2003).

לכלל הנושים, פשוט משום שהנושה היה יכול לספוג את העלויות והעדיף לעשות כן מאשר ליטול את הסיכון.<sup>70</sup>

כנגד זה, גם להחלטות של נושים קטנים עשויות להיות השלכות שליליות על ערכם של נכסי החברה. נושה קטן אינו יודע בדרך-כלל את כל הפרטים על מצבה הפיננסי של החברה, על פרויקטים נוספים שיש לה וכיוצא בהם. בניגוד לנושה גדול, יהיה לו קשה מאוד להעריך מה הסיכוי שהחברה תוכל לעמוד בהתחייבויותיה וכמה הוצאות עוד יצטרכו להוציא לשם כך. ההחלטה של הנושה הקטן עשויה להיות לא-יעילה פשוט בגלל פערי מידע.

דוגמה אחרת ניתן לראות בסוג התניות החוזיות השלישי, המתייחס להליך חדלות-הפירעון.<sup>71</sup> בדרך-כלל הנושים החזקים והגדולים הם הנושים המובטחים, ואילו הנושים הקטנים יותר אינם מובטחים. ההבדל בין נושה מובטח לכוזה שאינו מובטח עשוי להיות משמעותי, שכן האינטרסים של שני סוגי נושים אלה אינם זהים. הנושה המובטח יודע שהוא מכוסה ככל הנראה מבחינת פירעון חובו. יש לו הנכס המשועבד, והוא זכאי לממשו ולזכות במחיר המימוש עד לגובה החוב כלפיו לפני שאר הנושים.<sup>72</sup> לעומת זאת, נושה לא-מובטח יודע שכניסת החברה למצב של חדלות-פירעון פירושה מבחינתו פירעון חובו בשיעור נמוך בלבד, אם בכלל.<sup>73</sup> הבדל זה בין הוודאות היחסית ביחס לפירעון החוב מבחינת הנושה

70 הדבר נכון, בבחינת קל וחומר, כאשר טרם החל ביצועו של החוזה בפועל, כך שטרם הוצאו עליו הוצאות רבות. נושה פיננסי גדול אינו זקוק בדרך-כלל לביצועו של אותו פרויקט ספציפי, מכיוון שיש לו עוד רבים אחרים, כך שהוא יכול לוותר על החוזה גם אם הוא מועיל. לעומת זאת, לנושים קטנים, כגון ספקים, אין הרבה פעמים אופציות עסקיות אחרות רבות, כך שעצם הסיכוי להצלחה באותו פרויקט עשוי להניע אותם לבצעו.

71 יצוין כי בסוג התניות הראשון הביטוי של פערי הכוחות בין הנושים חלש יותר לטעמי, מכיוון שגם אם סביר להניח שהנושים החזקים הם שיוכו בתניות הפטור מעיכוב הליכים, ההשלכה תהיה בעיקרה חלוקתית – שהם יזכו לקבל את כספם ראשונים – ופחות בדמות פגיעה בתכליות של דיני חדלות-פירעון. עם זאת, ברור שגם פה, כבכל חוזה אחר, יש לכוחו של הצד האחר השפעה, ולפיכך ייתכנו פערים בין יכולותיהם של הנושים החלשים יותר בהקשר זה לבין הנושים החזקים.

72 לכאורה ניתן לטעון כי הנושה החזק המובטח יהיה אדיש לעניין הבחירה בהליך, שכן יש לו ממילא בטוחה, אך טענה זו אינה נכונה כלל. ראשית, זמן שווה כסף, ובעוד בפירוק הנושה המובטח רשאי לממש את השעבוד לזכותו, וצו עיכוב ההליכים אינו חל עליו, בהבראה הוא מנוע מלעשות כן. שנית, במסגרת הסדר ההבראה הנושים המובטחים יצטרכו פעמים רבות לוותר על חלק מזכויותיהם כלפי החברה, שאם לא כן הסיכוי לאשר הסדר יהיה אפסי כמעט (לנוכח החובה לקיים אספות-סוג בקרב הנושים).

73 ראו: Douglas G. Baird, Arturo Bris & Zing Zhu, *The Dynamics of Large and Small Chapter 11 Cases: an Empirical Study* (Working Paper), available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=866865 (מחקר אמפירי שלפיו ככל שהחברה קטנה יותר כן ההחזר לנושים הלא-מובטחים קטן יותר. בחברות ששוויין עולה על 5 מיליון דולר הנושים הלא-מובטחים מקבלים כמחצית מהחוב כלפיהם, ואילו בחברות ששוויין קטן מ-200,000 דולר החוב כלפי נושים אלה אינו נפרע כלל).

המובטח לעומת חוסר הוודאות (או למעשה הוודאות שהחוב לא ייפרע במלואו) מבחינת הנושה הלא-מובטח יוצר פער בעניין העדפת ההליך. לנושה המובטח מספיק ועדיף פירוק, שכן אז נכסי החברה ממומשים, והוא יקבל את ערך הנכס המשועבד. לעומת זאת, לנושה הלא-מובטח לא יעזור פירוק, ולכן הוא יעדיף פעמים רבות להמר על הבראה, שבמסגרתה הוא יקבל משהו,<sup>74</sup> גם אם הליך ההבראה אינו מתאים לחברה חדלת-הפירעון ויפגע למעשה בערכה. נוסף על כך, הנושים המובטחים הם שמזרימים לרוב את הכספים המאפשרים את קיום הליך ההבראה, כלומר, הסיכון של כשלון ההליך נופל על כתפיהם, בעוד לנושים הלא-מובטחים פשוט אין מה להפסיד פעמים רבות.

מעבר לדיכוטומיה הידועה בין נושים מובטחים לאלה שאינם מובטחים, ניתן להצביע על פערים מסוגים נוספים בין הנושים. למשל, לעובדים יש אינטרסים נוספים בחברה מלבד האינטרס הכלכלי בה, והם מעוניינים בהמשך קיומה גם על-מנת לשמר את היציבות והביטחון שלהם מבחינה חברתית.<sup>75</sup> נוסף על כך יש הבדלים בין נושים בעלי כיס עמוק (כגון בנקים או רשויות השלטון) לבין מי שאין לו יכולת כלכלית גבוהה (דוגמת העובדים, ספקים קטנים, נושים נזיקיים שונים ועוד).

הפער בהעדפות בין שתי הקבוצות הללו עלול לגרום לבעיות מבחינת יכולת ההסכמה בין הנושים לגבי הליך חדלות-הפירעון שייבחר ולגבי פרטיו. כל קבוצה תדחף את החברה לכיוון אחר, והבחירה תיעשה בהתאם לכלל ההכרעה שייקבע. אם ייקבע כלל שלפיו יש צורך בהחלטה פה אחד, ייתכן שלא תתקבל החלטה כזו אלא אם כן הנושים החזקים יותר יתגמלו את החלשים יותר על-מנת שיסכימו להליך מסוים. אם ייקבע כלל של הכרעה על-פי רוב, אזי ההחלטה תהיה תלויה בכוח ההצבעה של כל אחת מהקבוצות, וייתכן כמובן שתתקבל החלטה לא-מיטבית רק משום שהתומכים בה הם הרוב. הליך הבראה הינו הליך יקר מאוד, ובחירה בו כאשר החברה אינה מתאימה לכך עלולה לפגוע בתכלית ex post של דיני חדלות-פירעון, שכן ההחזרים לנושים לא ימוקסמו, ואף להפך.

#### (ב) נושים לא-רצוניים

בעיה כבדת-משקל בהענקת אפשרות התניה חוזית על הליכי חדלות-פירעון היא העובדה שיש נושים אשר יושפעו ממתן אפשרות זו אך לא יוכלו להתמודד איתה מכיוון שהם נושים

74 נושים לא-מובטחים יעדיפו כמעט תמיד הבראה, שכן במסגרתה יש אספות נושים (על-פי גוג), והיבים לאשר את הסדר הנושים בכל אספה כזו. כלומר, הייבים לקבל את הסכמתם של הנושים הלא-מובטחים לתוכנית, מה שנותן להם קלף-מיקוח חזק ויכולת לשפר את אחוז הפירעון כלפיהם. גם Schwartz לא התעלם מפער האינטרסים בין הנושים השונים בכתיבתו המוקדמת על התניה ביחס להליכי חדלות-פירעון (אף שבכתיבה מאוחרת יותר הוא התייחס לפער האינטרסים הזה בצורה פשטנית הרבה יותר, לטעמי). ראו: Alan Schwartz, *Contracting About Bankruptcy*, 13 J. L. ECON. & ORG. 127, 140–143 (1997).

75 ראו: Donald R. Korobkin, *Employee Interests in Bankruptcy*, 4 AM. BANKR. INST. L. REV. 5 (1996).

לא־רצוניים ואין להם חוזה עם החברה.<sup>76</sup> מדובר בעיקר בנושים נזיקיים. נושים אלה אינם יכולים לתמחר מראש את הסיכון של מצב חדלות־הפירעון. במקרה שהדין קוגנטי, ניתן להגן על נושים אלה במסגרת ההליך, אולם כאשר הנושים עצמם יכולים להשפיע על ההליך, יש חשש שהאינטרסים של הנושים הלא־רצוניים ייפגעו. שאר הנושים יגלגלו את הסיכון ויחצינו את העלויות על כתפיהם של הנושים הלא־רצוניים, ולא־לא תהיה כל יכולת להתגונן מפני החצנה זו. החצנת עלויות נתפסת כדבר שלילי בניתוח הכלכלי, שכן באמצעותה אדם יכול לפעול בצורה מסוימת תוך שהוא משיג את הסיכוי הטמון באותה פעולה אך מטיל את הסיכון הכרוך בה על מישהו אחר.<sup>77</sup> כאשר אותו גורם – צד ג – אינו חלק מהעסקה/פרויקט, עלולות להיווצר תוצאות שאינן יעילות, שכן הצד מחציץ העלויות אינו מתחשב בשיקולי תועלת מצרפיים, אלא רק בשיקוליו הפרטיים, ולכן גם אם העלויות גבוהות מהתועלת הגלומה בפרויקט (ולכן מבחינה כלכלית אין לבצעו), העובדה שהן אינן חלות עליו עלולה להניעו לבצע את הפרויקט. מכיוון שנושים לא־רצוניים אינם חלק מהמשחק החוץ, קל מאוד לשאר הגורמים בחברה לפגוע באינטרסים שלהם ולגלגל עליהם עלויות שונות.<sup>78</sup>

יש חוקרים הפותרים בעיה זו באמצעות הענקת עדיפות לנושים הלא־רצוניים על הנושים הרצוניים.<sup>79</sup> כלומר, החובות כלפי הנושים הלא־רצוניים ייפרעו לפני החובות כלפי שאר הנושים, מה שיבטיח ממילא ששאר הנושים לא יוכלו לפגוע באינטרסים שלהם. זהו פתרון אפשרי, אך ייתכן שהוא בעייתי מבחינה אחרת. יש לכאורה נימוקים לא־רעים למתן עדיפות לנושה רצוני. הוולת עלות האשראי ומתן תמריץ לנושה הרצוני לפקח על החברה הם שניים מן העיקריים שביניהם. מה תהיה ההשלכה של מתן עדיפות לנושים לא־רצוניים על הנושים הרצוניים, במיוחד על המובטחים שביניהם, בעלי השעבודים? מבחינת תמריצי

76 לעניין זה ראו את דעתה של השופטת ארבל בע"א 2792/03 יצהרי נ' טל אימפורט (מוצרי היער) בע"מ (לא פורסם, 14.12.2006), שלפיה ייתכנו מקרים שבהם נושה חוץ יסוג גם הוא כנושה לא־רצוני, אם לנוכח הנסיבות אי־אפשר לומר שאכן היה לאותו נושה חופש בחירה חוץ. אני מסכימה עם השופטת שקיימים מקרים שבהם אין כמעט הבדל בין נושה חוץ לבין נושה נזיקי, אך נדמה לי שברוב המקרים ייכנסו נושים אלה לגדר הקטגוריה השלישית בניתוח להלן: "נושים שאינם מסתגלים לשינויים".

77 Schwartz מציע לבחון את היעילות הגלומה בחוזה המגלגל עלויות על צד שלישי בצורה שונה מהגישה הרגילה. הוא מציע לבחון אם החוזה יעיל על־ידי השוואה בין ההפסדים של הצדדים השלישיים לבין הרווחים שלהם עצמם. כלומר, לבחון את ההשפעה בתוך כלל הקבוצה המושפעת על־ידי החוזה. מכאן שיתכן שפרט מסוים ייפגע אך נאמר עדיין שהתוצאה יעילה כי בסיכום הכולל התועלת גדולה מהעלות. Schwartz מכנה שיטה זו "Class Pareto Efficiency". ראו Schwartz, לעיל ה"ש 9, בעמ' 563–564.

78 ראו גם: Lucian Arye Bebchuk & Jesse M. Fried, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, 105 YALE L.J. 857 (1996).

79 ראו, למשל, Adler, לעיל ה"ש 9 (המציע שניתן עדיפות לנושים שלא הייתה להם מערכת יחסים כלשהי עם החברה או לכאלה שלא הייתה להם הזדמנות לנהל משא־ומתן עם החברה לפני האירוע).

הפיקוח על החברה, ייתכן שהדבר דווקא יועיל. בהנחה שהנושה המובטח הוא בעל היכולת הטובה ביותר לפקח על החברה, ובהינתן שסביר שהוא יפקח רק עד הגובה שיבטיח את פירעון החוב כלפיו, הצבתו כנושה שני במעלה, ולא ראשון, תתמרץ אותו לפקח יותר, מכיוון שהוא חייב להביא בחשבון את הנושים שמעליו. מצד אחר, פיקוח נוסף משמעו עלויות נוספות, שמשמעותן תהיה העלאת הריבית על האשראי מצד הנושים המובטחים. זהו אפקט שלילי מובהק וברור. הבעיה מחריפה בכל הנוגע לחברות שפוטנציאל הסיכון שלהן גבוה, אשר לגביהן החשש מתביעות-ענק נזיקיות יהיה גדול יותר. במקרה כזה לא ירצה אולי הנושה המובטח לשאת בסיכון המימון של חברה כזו, או שהריבית שיקבע תהיה גבוהה ביותר.<sup>80</sup> יצוין כי במצב זה גם אי-הוודאות של הנושים לגבי היקף הנשייה הלא-רצונית הצפויה תשפיע כנראה בצורה שלילית על תמחורה המוקדם של העסקה.<sup>81</sup> אם כן, אף שניתן לומר כי ההצעה לקדם את מעמדם של נושים לא-רצוניים תפתור חלק מהבעיה, ברור שיהיו לכך השלכות אחרות שאי-אפשר להתעלם מהן.

#### (ג) נושים שאינם מסתגלים לשינויים

נושים אלה נקראים בספרות האקדמית "non-adjusting creditors".<sup>82</sup> קבוצה זו רחבה יותר מקבוצת הנושים הלא-רצוניים (ולמעשה מכילה אותה), וכוללת בתוכה גם נושים רצוניים – קטנים בדרך-כלל – שלגביהם ייתכנו אחת משתי אפשרויות.<sup>83</sup> האחת היא נושים לא-מובטחים שסכום הנשייה שלהם בחברה קטן, ואשר בוחרים לכן לא להתעדכן בשינויים החלים בחברה, כמו-גם בשינויים החיצוניים המשפיעים עליה, ולא להסתגל אליהם. נושים אלה בוחרים לנהוג כך משום שעלויות הפיקוח וההתאמה לשינויים בחברה גבוהות מדי ביחס לנשייה שלהם בה, כך שאין מבחינתם טעם בהסתגלות. נושים אלה יהיו בדרך-כלל נושים לא-מתוחכמים, שמבחינתם פיקוח על החברה ועיבוד המידע המושג יהיו כרוכים בעלויות משמעותיות. האפשרות האחרת היא נושים רצוניים שהתנאים שלהם עם

80 עם זאת, לא בטוח כלל שהשלכה זו הינה שלילית. ניתן לטעון כי אם הסיכונים גבוהים עד כדי כך שהריבית נעשית אסטרונומית וקשה מאוד להשיג אשראי לפרויקט, אזי רצוי מבחינת התועלת החברתית שהוא לא יבוצע.

81 על ההשלכות (הכלכליות) השליליות של חוסר הוודאות במשפט ראו: John E. Calfee & Richard Craswell, *Some Effects of Uncertainty on Compliance with Legal Standards*, 70 VA. L. REV. 965 (1984).

82 ראו, למשל, Bebachuk & Fried, לעיל ה"ש 78 (אשר טבעו את המונח לראשונה); Claire A. Hill, *Is Secured Debt Efficient?* 80 TEX. L. REV. 1117 (2002) (אשר מנתחת את היעילות שבנשייה המובטחת כמו-גם את החצנת העלויות הגלומה בה, ומגיעה למסקנה כי אף-על-פי שאי-אפשר לשלול אפשרות להחצנת עלויות, יכולתן של החברות לעשות כן מוגבלת); Heather Lauren Hughes, *Creditors' Imagined Communities and the Unfettered Expansion of Secured Lending*, 83 DEN. U. L. REV. 425 (2005) (המנתחת את הנטייה העקבית בחקיקה לטובת הנושים המובטחים בעלי ההון ונגד הנושים הלא-רצוניים).

83 ראו Bebachuk & Fried, לעיל ה"ש 78, בעמ' 882-891 (המציגים את שני הסוגים הללו בהתייחסם לנושים לא-מובטחים בהקשר של הסתגלות לנשייה מובטחת).

החברה קבועים וסגורים, כך שגם אם הם מתוחכמים, הם אינם יכולים לעדכן את התנאים הללו במקרה של שינויים במצב החברה. אם כן, ניתן לומר כי נושה יכול להיחשב ככזה שאינו מסתגל לשינויים הן עקב אופי התביעה שלו והן עקב אופיו שלו עצמו.

ההנחה של התומכים בגישה החוזית לדיני חדלות-פירעון היא שיתקבלו תוצאות יעילות מכיוון שיכולת ההתניה תבוטא בחוזים שבין הנושים לחברה, ועצם הקניית יכולת זו תביא לידי הוזלת עלות האשראי, לנוכח הציפייה שעלויות חדלות-הפירעון יהיו נמוכות יותר. השאלה היא אם הנושים שאינם מסתגלים לשינויים אכן יתייחסו ליכולת זו בצורה כזו, ואם הם יתמחרו מחדש את הסיכון בהתאם לתנאים החדשים. ייתכן, למשל, שנושים אלה לא יפחיתו כלל את הריבית שהם דורשים. לחלופין, ייתכן שהם לא ידעו כיצד להתמודד עם האפשרויות החדשות (ולמעשה האינסופיות כמעט, ככל שמדובר בחוזים) אשר פתוחות כעת לפניהם.<sup>84</sup> למשל, ביחס ליכולת ההתניה בדבר הליך חדלות-הפירעון, נושים אלה לא יהיו מסוגלים תמיד להעריך את הסיכונים והסיכויים השונים הטמונים בכניסה להליך מסוים ולא אחר, כמו-גם את ההשלכה של החלת תנאים מסוימים במצב של חדלות-פירעון. כרגע, כאשר יש תנאים מדויקים בחוק באשר לכניסה להליך ובאשר לסעיפים שיחולו במסגרת ההליך, ניתן להניח שנושים אלה יביאו זאת בחשבון. אך האם הם יוכלו להתכונן ולהיערך מבחינתם למצב שבו כל האפשרויות פתוחות? למשל, אם במצב של חדלות-פירעון ייקבע הסדר בין הצדדים באשר לפרטי ההליך, אזי לחלק גדול מהנושים הללו לא תהיה היכולת להסתגל לשינוי מעין זה, והדבר עלול ליצור תוצאות לא-יעילות, באשר הם לא יתנהגו כמצופה.<sup>85</sup> בדרך זו לא בטוח כלל שתגשם התכלית ex ante של דיני חדלות-פירעון, הנוגעת בהוזלת עלות האשראי.

ניתן לומר שהבעיה הנוגעת בחוסר היכולת של חלק מהנושים להסתגל לשינויים ולתמחר את עלויותיהם בצורה מיטבית מחמירה במצב זה לנוכח העובדה שכל סוגי התניות המדוברים אינם פומביים, על-אף השפעתם המכרעת על שאר הנושים. לא רק שיש נושים שמלכתחילה קשה להם מאוד להסתגל לשינויים, אין גם שקיפות בעניין זה, ולכן אין אפשרות לנושים (אפילו למתוחכמים יותר) לדעת מה המצב לאשורו ולתמחר בהתאם. לכאורה, אילו נרשמו תניות אלה כשעבודים, למשל, אזי היה קל יותר לקבלן. טיעון זה אומנם שובה-לב במבט ראשון, אך לטעמי הוא אינו אמור להוות שיקול מכריע בעניין ההכרעה הנורמטיבית ביחס ליכולת ההתניה על הליכי חדלות-פירעון. אכן, אילו היה אפשר לטעון שכל זכות של גורם מול החברה אשר משפיעה גם על זכותם של שאר הנושים באה לידי ביטוי במרשם כלשהו או מפורסמת בדרך אחרת, אזי ייתכן שהטיעון היה מקבל משקל גבוה. אך למעשה הרבה מאוד זכויות שונות של נושים אינן מקבלות תוקף רק בזכות

84 ראו גם: Elizabeth Warren & Jay Lawrence Westbrook, *Contracting Out of Bankruptcy*: An Empirical Intervention, 118 HARV. L. REV. 1197, 1200 (2005). לביקורת על מחקר אמפירי זה ראו: Robert K. Rasmussen, *Empirically Bankrupt*, 2007 COLUM. BUS. L. REV. 179, 184–209 (2007).

85 ראו: Ronald J. Mann, *The First Shall Be Last: A Contextual Argument for Abandoning Temporal Rules of Lien Priority*, 75 TEX. L. REV. 11, 31–37 (1996).

פומביות, ופומביות זו אינה נדרשת לגביהן כלל. כאלה הן, למשל, ערבויות בנקאיות, זכות קיזוז, זכות עיכבון, תניית שימור בעלות<sup>86</sup> ועוד. אף לא אחת מזכויות אלה – המעניקות למוטביהן עדיפות במקרים מסוימים על שאר הנושים – מחייבת רישום או פומביות. אומנם, העובדה שהנושים אינם יודעים מהם היחסים החוזיים עם שאר נושי החברה הינה בעייתית, שכן חוסר הוודאות עלול להשפיע בצורה שלילית על יכולתם לתמחר את הסיכון הגלום בקשר החוזי עם החברה בצורה מושכלת, ועלול לפגוע לפיכך בתכלית ex ante של דיני חדלות-פירעון. אך לא הפומביות עצמה היא שמעלה או מורידה לעניין זה, לטעמי, ואין סיבה שהיא תהווה שיקול מכריע דווקא לעניין יכולת ההתניה החוזית על ההליכים. מכל מקום, ניתן לומר כי בהיבט של הנושים שאינם מסתגלים לשינויים, הצפי של המחזיקים בגישה הכלכלית-החוזית לדיני חדלות-פירעון, שלפיו תושג תוצאה יעילה יותר אם נעניק אפשרות להתנות בחוזים על דינים אלה, לא יתקיים. זאת, משום שההתנהגות בפועל של חלק מהנושים לא תתאם את ההתנהגות הצפויה לפי התיאוריה הכלכלית-החוזית, ומשום שחוסר היכולת של נושים אלה להפנים את היכולות החוזיות הניתנות להם עלול להוליך לתוצאה לא-יעילה.

#### (ד) בעיית הנציג הטבועה בפעולותיהם של מנהלי החברה

מנהלי החברה מנהלים אותה בשגרה לטובת בעלי מניותיה. באופן כללי ניתן לומר שמטרתם של המנהלים היא להשיא את רווחי החברה. מן האמור עד כה ברשימה זו ברור כי תמיכה בגישה החוזית לדיני חדלות-פירעון כרוכה גם בהכרה במגבלותיה של הגישה ובבעיות שהיא יוצרת. ייתכנו סיטואציות שבהן הקניית יכולת התניה תוביל לתוצאה לא-יעילה מבחינת מצרפית. תוצאה יעילה מתקבלת כאשר מניחים ששני הצדדים מעריכים מה תהיה ההשפעה של התניה או של העדרה עליהם, ובוחנים לפי שיקולי עלות-תועלת מה עדיף מבחינתם. כאשר מדובר בתניות החלות במהלך חיי החברה, עיקרון זה חל עליה כמובן, בדומה לכל אישיות משפטית/טבעית אחרת. אנו מניחים כי המנהלים, בחותרם להשיא את רווחי החברה, ישקלו מהי טובת החברה ואיזו תניה ראוי שתיכנס לחוזה עם הצד האחר, אם בכלל. עם זאת, המשפט מכיר בבעיית הנציג הקיימת באופן אינהרנטי בפעולותיהם של הגורמים השונים במסגרת התאגיד,<sup>87</sup> והדין מנסה לטפל בבעיה זו בדרכים שונות. לדעתי, בעיה זו אף מחריפה כאשר פעולות הנציג אמורות לחול במצב של חדלות-פירעון.<sup>88</sup> יודגש כי הבעיה קיימת בעיקר בתניות הנוגעות בהמשך קיום החוזה במצב של חדלות-פירעון, וכן בתניות הפוטרות את הנושה מתחולתו של צו עיכוב הליכים עליו, בעיקר אם אלה נקבעות מראש (עוד קודם לקשיים הכלכליים).

כאשר המנהלים שוקלים אם לכלול בחוזה עם נושה מסוים תניות מעין אלה, הם אמורים

86 עוד על ההקבלה בין תניות אלה לבין הסוגיות הנידונות במאמר זה, ראו להלן בה"ש 92.  
87 ראו זהר גשן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת של דיני תאגידיים" ספר זיכרון לגואלטירו פרוקצ'יה 239 (1997).  
88 ראו גם את דבריו של השופט ריבלין על בעיית הנציג במצב של חדלות-פירעון בע"א 7516/02 פישר נ' יוכמן, פס' 12 (לא פורסם, 11.4.2005).

לבחון זאת בדומה לאופן שבו הם בוחנים כל תניה אחרת בחוזה, קרי, עליהם לבחון את התועלת שתצמח לחברה מהענקת תניה מסוימת בחוזה לאותו נושה אל מול העלות שתחול על החברה בשל הכללתה, וכן לבחון את התועלת באי-הכללת התניה. בהנחה שהנושה מעוניין בקיום התניה בחוזה, הנחת הניתוח הכלכלי תהיה שהוא יהיה מוכן גם לשלם בעבור זה, כלומר, שתינתן לחברה הטבה נגדית בתמורה לויתור על זכותה. הטבה שכיתה כזו היא הפחתת הריבית. הבעיה היא שבעוד שהטבה לחברה ניתנת בימי חייה, העלות הטמונה בתניה תיגבה רק לאחר שהחברה תיכנס לקשיים כלכליים, והמנהלים עצמם כבר לא יהיו רלוונטיים ממש לחייה. ההשפעה של התניה תחול אם כן כאשר מי שישפוג את עלותה הם נושיה של החברה, שכן הם הגורם העיקרי הרלוונטי במצב של חדלות-פירעון, ולא בעלי המניות, כבמצב שבו החברה בת-פירעון.<sup>89</sup> האם ברור מאליו שהמנהלים יביאו בחשבון מה תהיה ההשלכה של התניה על החברה חדלת-פירעון (ובכך על הנושים)? מדוע שהמנהלים ישקלו את שני צידי המתרחש בצורה אובייקטיבית כאשר מבחינתם, מצד אחד, עומדת הטבה קונקרטי ועכשווית לחברה, ומן הצד האחר, עומדת עלות שתחול על כתפיהם של הנושים, אם וכאשר תיכנס החברה למצב של חדלות-פירעון? במצב של חדלות-פירעון המנהלים כבר לא יהיו בדרך-כלל בתמונה, והדבר ברור להם כבר בזמן כריתת החוזה. נוסף על כך, אי-אפשר לצפות שבזמן כריתת החוזה, כאשר חובת המנהלים היא לפעול באופן בלעדי לטובת בעלי המניות,<sup>90</sup> הם ישקלו בצורה מלאה גם את האינטרסים של הנושים ואת מידת הפגיעה בהם במצב שבו לבעלי המניות עצמם כבר לא תהיה כמעט משמעות אפקטיבית.

כדוגמה לבעייתיות העלולה להתעורר בסיטואציה כזו ניתן להביא מצב שבו חברה כורתת חוזה עם נותן שירותים כלשהו בידיעה כי אם היא תיכנס למצב של חדלות-פירעון, לא יהיה אפשר להמשיך את קיומה של החברה ללא מעורבותו של אותו ספק שירותים בהמשך פעילותה.<sup>91</sup> החברה מעניקה לאותו צד לחוזה אפשרות לביטול החוזה במקרה שהיא נכנסת למצב של חדלות-פירעון, אף שברור כי המשמעות של ביטול החוזה היא חוסר אפשרות להמשיך לתפעל את החברה. החברה זוכה בעקבות כך להטבה מסוימת, בדמות הגמשת תנאי התשלום לאותו צד או אף הנמכת המחיר המוסכם בין הצדדים. אין ספק שמבחינת החברה יש תועלת במהלך. עם זאת, ייתכנו מצבים שבהם אם החברה תיכנס למצב של

89 ראו: Barry E. Adler, *Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy*, 45 STAN. L. REV. 311 (1993) (המציג דעה קיצונית יחסית שלפיה במצב של חדלות-פירעון יבוטל מעמדם של בעלי המניות, והמניות יועברו לקבוצת הנושים הבכירה ביותר אשר החובות כלפיה לא נפרעו במועדם).

90 לדעה מנוגדת, שלפיה טובת החברה כוללת גם את טובתם של גורמים כגון הנושים, העובדים והציבור בכללותו (ומכאן שגם המנהלים צריכים להתחשב בכך), ראו ידידיה צ' שטרן "תכלית החברה העסקית – פרשנות והשפעות מעשיות" משפטים לב 327 (2002); ידידיה צ' שטרן "האם חברות נועדו להשיא את רווחיהם של בעלי המניות? ניתוח כלכלי ביקורתי" משפט ועסקים א 105 (2004); עלי בוקשפן "על חברה וחברה, ועל מעמדו של סעיף 11 לחוק החברות במשפט הישראלי" משפט ועסקים א 229 (2004).

91 למקרה דומה ראו עניין הידרו טכנולוגיות, לעיל ה"ש 36.



חדלות-פירעון, ההשפעה של מתן האפשרות הזו לצד האחר תהיה שלילית. הצד האחר עשוי לסרב אז להמשיך בקיום החוזה, ולמנוע בכך הליך הבראה, אשר ייתכן שהיה מייטיב בסופו של דבר עם כלל הנושים, כלומר, היה מוליך להשאת התועלת ולהגשמת התכליות ex post של דיני חדלות-פירעון.<sup>92</sup> הפסקה כזו של ביצוע החוזה עשויה לקרות, למשל, אם מדובר בנושה שונא סיכון שיעדיף למשוך את ידיו מפרויקט שיש בו סיכון, לנוכח היות החברה חדלת-פירעון. נוסף על כך, העובדה שנושה כזה הכרחי להמשך תפעולה של החברה עשויה לעודד אותו להשתמש בכך על-מנת לזכות בהטבות שהוא לא היה אמור לזכות בהן קודם. למשל, הוא עשוי לדרוש (כחלק מהמשא-ומתן על הישארותו בקשרים חוזיים עם החברה) לפרוע את חובות-העבר כלפיו<sup>93</sup> או לנסות לשדרג את תנאי העסקה בינו לבין החברה חדלת-פירעון.<sup>94</sup> כלומר, החברה חדלת-הפירעון יכולה להיקלע למצב של סחטנות מצד הנושה החזק, ולאבד ערכים כלכליים דווקא במצב שבו היא זקוקה להם ביותר.

92 בעיה דומה קיימת בהקשר של תניות שימור בעלות, אשר מתירות לצד האחר לחוזה (הספק) למשוך את הנכסים בבעלותו אשר נמצאים בידי החברה, כך שלא ייכללו במסגרת תוכנית ההבראה. בעניין זה ראו דוד האן "ממקדחות בלק אנד דקר ועד קידוחי הצפון: שובה של תניית שימור הבעלות" עיוני משפט כח 97 (2004). עם זאת, יודגש כי בניגוד למצב בתניית שימור בעלות, במקרה של תניות מן הסוג הנדון כאן אין מדובר בגבייה או בהשבה של נכסים, אלא בבטלות של חוזה מול החברה. החוזה אינו מעניק לצד האחר לחוזה עדיפות על שאר הצדדים, ולכן אי-אפשר לראות בכך בטוחה, לטעמי. לעומת זאת, ניתן לומר שתניות הפטורות את הצד האחר מתחולתו של צו עיכוב ההליכים עליו קרובות יותר לתניית שימור בעלות לעניין זה, שכן הן מקנות לצד האחר אפשרות להיפרע ממש. אם כן, נשאלת השאלה אם אי-אפשר לראות בתניות מעין אלה סוג של "משכון מוסווה" למעשה, בהתאם לע"א 455/89 קולומבו, מאכל ומשקה בע"מ נ' בנק למסחר בע"מ, פ"ד מח(5) 490 (1991) (להלן: הלכת קולומבו). ראו בהקשר של תניות שימור בעלות את מאמרם של נינה זלצמן ועופר גרוסקופף "הסוואת משכון" - הצעה לעיון חוזר בהלכת קולומבו" עיוני משפט כו 79 (2002) (המנתחים שתי גישות פרשניות אפשריות לתחולתו של ס' 2(ב) לחוק המשכון, התשכ"ז-1967, ס"ח 48: האחת היא "גישת הבטוחה", שמפרשת את הסעיף ככזה שחל על כל עסקה שמטרתה לספק לנושה בטוחה; והאחרת היא "גישת המשכון", שמגבילה את תחולת הסעיף לעסקות שכוונתן יצירת שעבוד מסוג משכון). הלכת קולומבו נהפכה ברע"א 1690/00 מ.ש. קידוחי הצפון בע"מ ואח' נ' מפרקת זמנית ומנהלת מיוחדת לחברת א. אבגל טכנולוגיה בע"מ (בפירוק זמני), פ"ד נו(4) 358 (2003). פסק-דין זה הכיר בתניות שימור בעלות, ודחה את הגישה שמדובר בסוג של "משכון מוסווה", שהינו חסר תוקף ללא רישום.

93 עובדה אינהרנטית למצב של חדלות-פירעון היא הפסקת פירעון החובות השוטפים של החברה קודם לכניסה להליך כלשהו. לפיכך ברור שבזמן הכניסה להליך עצמו החברה כבר מפרה חוזים לפחות עם חלק מהנושים, וחבה כלפיהם בחובות מסוימים. ראו פש"ר (ת"א) 1896/02, בש"א 22356/02 יובל גד נ' נגה אלקטרוטכניקה בע"מ, פדאור (3) 253 (2003). ראוי לציין שפירעון חובות-עבר נחשב להעדפת נושים, ולכן אסור.

94 ראו, למשל, עניין הידרו טכנולוגיות, לעיל ה"ש 36, פס' 11, וכן פש"ר (ת"א) 2166/03, בש"א 22204/03 צ'והדרוגלו אלומיניום סנטי וי טיקרט אנונים סירקטי בע"מ נ' המפרק הזמני של חירם גת חברה להנדסה ובנין בע"מ, פדאור (1) 315 (2004), פס' 7 (2004).

האם סביר להניח שהמנהלים יביאו את ההשלכה הזו בחשבון במסגרת שיקוליהם אם להעניק תניה מסוימת אם לא? לדעתי, התשובה לכך שלילית. המנהלים לא ישקלו מה תהיה ההשלכה של הענקת תניה כזו משתי סיבות: ראשית, מפני שמבחינתם מצב של חדלות-פירעון הוא דבר שיקרה בהסתברות נמוכה ביותר;<sup>95</sup> ושנית, מפני שהם יודעים כי אם החברה אכן תגיע למצב זה, ההשלכות השליליות כבר לא יונחו לפתחם.<sup>96</sup> נראה טבעי שהמנהלים יחתרו לקבל את מירב ההטבות לחברה עכשיו – כאשר יש מעליהם את בעלי המניות והם צריכים להוכיח לפניהם את ביצועיהם – ולא יחשבו מספיק על ההשלכות לגבי מצב של חדלות-פירעון.

ניתן אומנם לומר כי יש בכל-זאת אינטרס למנהלים לשקול היטב הכללת תניות הנוגעות בחדלות-פירעון, על-אף התיאור הקודם בדבר חוסר הרלוונטיות שלהם עצמם במצב זה. החלטה לא-יעילה, אשר עשויה לפגוע בשאר הנושים, תגרום לכך שנושים אלה יקשיחו את התנאים שלהם בחוזה עם החברה, דבר אשר יפגע בה עוד בזמן פעילותה.<sup>97</sup> לכן, לכאורה, לא כדאי למנהלי החברה לעשות כן מלכתחילה. אכן, ייתכן שתגובה כזו מצד שאר הנושים תמזער את החשש מפני החלטות לא-יעילות שיתקבלו על-ידי ההנהלה. אבל חשוב להתייחס לדעתי לכמה נקודות. ראשית, לא תמיד הנושים מודעים לתניות שהוכנסו לחוזה עם יתר הנושים הקשורים לחברה. על-כן יכולתם לתמוך את הסיכון שלהם בצורה טובה וגבוהה יותר, ובכך להשפיע על התנהגות המנהלים, תהיה לעיתים מצומצמת. נוסף על כך, נראה כי גם אם יש נושים שיהיה להם המידע הרלוונטי, ואשר יוכלו להעריך את הסיכון הזה ולהשפיע על מהלכי החברה, מדובר בנושים החוקים יותר של החברה, ולהם יש ממילא דרכים להגן על עצמם. ייתכן מאוד אף שהם אלה שיזכו בתניות הטובות מלכתחילה. לגבי שאר הנושים, סביר שלא תהיה להם אפשרות לברר את הדברים האלה מראש, ויתרה מזו, גם אם יוכלו לברר זאת מראש, לא תמיד יהיה להם מספיק כוח מיקוח להגן על עצמם מפני השפעת התניות בעתיד, או מספיק תחכום לדעת כיצד לעשות כן. כך שבפועל, לדעתי, ייתכנו בכל-זאת מצבים שבהם יוכלו מנהלי החברה להחליט החלטות

95 הערכת המנהלים לגבי הסתברות הכניסה למצב של חדלות-פירעון תהיה מוטה כנראה קוגניטיבית לכיוון של אופטימיות-יתר, בין היתר מפני שהם מעריכים ביתר את ביצועיהם כמנהלים. ראו: Max H. Bazerman, *Judgment in Managerial Decision Making* (6th ed., 2005).

96 יצוין כי אף-על-פי שניתן לומר כי מנהלי החברה יהיו רלוונטיים בהכרח, שכן בארצות-הברית הם נשארים בתפקידם בהליך זה, נמצא באחד המחקרים כי אין זה מדויק. למעשה, לעיתים קרובות המנהלים מוחלפים בשלבים המוקדמים של הכניסה להליך. כך שגם כאשר על-פי החוק המנהל נשאר בתפקידו במסגרת ההליך, אין מדובר בדרך-כלל במנהל שהחליט בנוגע לתנאי החוזה, אלא במנהל חדש שבא על-מנת "לכבות שרפות". ראו: Stuart C. Gilson, *Management Turnover and Financial Distress*, 25 J. Fin. Econ. 241 (1989).

97 זו, למשל, הטענה באשר לתגובתם הצפויה של נושי החברה על נשייה מובטחת, קרי, שהם צפויים להעלות את הריבית על-מנת להגן על עצמם. ראו: Thomas H. Jackson & Anthony T. Kronman, *Secured Financing and Priorities Among Creditors*, 88 YALE L.J. 1143, 1154–1155 (1979).

לא-יעילות, תוך התעלמות מהשפעתן של התניות על כלל הנושים (ועל החברה) במצב של חדלות-פירעון.

#### (ה) בעיות מעשיות

בעיות מעשיות קיימות בעיקר בסוג השלישי של ההתניות החוזיות – אלה הנוגעות בכניסה להליך חדלות-פירעון ובפרטיו. הבעיות צצות דווקא בסוג זה עקב מאפיינים ייחודיים הקיימים בו: בניגוד לשני הסוגים האחרים, אשר מתייחסים למעשה לשתי תניות ספציפיות בחוזה בין הצדדים, סוג זה מורכב קצת יותר. הכרעת הצדדים באשר להליך חדלות-הפירעון שייבחר ובאשר לפרטיו אמורה להיות מורכבת יותר. בדרך-כלל לא יהיה מדובר בתניה אחת, אלא בסעיפים רבים בחוזה בין הצדדים אשר מתייחסים לסיטואציה של חדלות-הפירעון. הבחנה נוספת בין הסוגים הקודמים לבין סוג זה היא שבעוד התניות האחרות מכוונות להסדיר את היחסים בין שני הצדדים הספציפיים לחוזה (אף שהן משפיעות גם על כל השאר), התניות מהסוג השלישי מערבות במישורן את כלל הצדדים הבאים במגע עם החברה, בשל שני מאפיינים אלה של התניות, הדיון בהן צריך להתמקד גם בפן המעשי-הטכני, ולא רק הערכי. על-כן ברצוני להתמקד ולהרחיב מעט בנוגע לתניות אלה.

קיימות שלוש גישות אפשריות באשר לחוזה המתייחסים לכניסה להליך חדלות-פירעון ולנהלים שייקבעו בו. הראשונה גורסת כי פרטי ההליך שיחול על החברה צריכים להיקבע בתקנון החברה עוד בזמן ייסודה. כך, כל נושה שנכנס לקשר עם החברה ידע מראש מה ההשלכות של מצב חדלות-פירעון עליו, ויוכל לתמחר בהתאם לכך את הסיכון שלו בצורה טובה יותר.<sup>98</sup> שינוי סעיפי התקנון יוגבל לפרוצדורה כזו שתמנע מבעלי המניות אפשרות להעביר הון מהנושים אליהם. שתי הגישות האחרות גורסות כי יש לקבוע את הפרטים הללו בחוזה בין הצדדים עצמם, אך נבדלות מבחינת המועד שבו ייעשה הדבר. על-פי הגישה השנייה, המועד הרלוונטי הוא מועד כריתת החוזה בין הצדדים. בין יתר התניות הכלולות בחוזה, תהיה גם תניה שתתייחס להליך הנבחר, למועד הכניסה להליך זה וכיוצא בהם. כלומר, הכל ייקבע מראש בין הצדדים.<sup>99</sup> על-פי הגישה השלישית, הפרטים הללו צריכים להיקבע בדיעבד, עם הכניסה לקשיים כלכליים, ובשלב זה מדובר בחוזה מול כלל הגורמים הבאים במגע עם החברה, כלומר, בחוזה אחד אשר יכול את הפרטים ביחס להליך בהקשר של כל הנושים ויסדיר את היחסים בין כלל הצדדים.

בכל אחת מגישות אלה טמונים קשיים אחרים. הגישה הראשונה, המתייחסת לקביעה במסמכי-היסוד של החברה, היא בעייתית מכיוון שאין לחברה כל דרך לחזות מראש, בזמן שהיא מיוסדת, איזה הליך יהיה המיטבי מבחינתה, אם וכאשר היא תיכנס למצב של חדלות-פירעון. עולם העסקים הוא עולם דינמי, וסביר שמאפייני החברה ישתנו עד למועד שבו יהיה הסעיף רלוונטי. גם יכולתה של החברה לשנות את ההליך הנבחר ואת פרטיו בתקנון לא תעזור כנראה יותר מדי, משום שאם ממילא המטרה היא להקשות את השינוי, לנוכח הסתמכותם של הנושים על הסעיף כאשר נכנסו לקשר החוזי עם החברה,

98 ראו Rasmussen, לעיל ה"ש 9, וכן Rasmussen, לעיל ה"ש 45, בעמ' 1164-1165.

99 ראו, למשל, Schwartz, 1998, לעיל ה"ש 9.

אזי שינויים במבנה החברה ובמאפייניה לא יוכלו להיענות באמצעות שינוי הסעיף בצורה מהירה מספיק. נוסף על כך, עולה השאלה מי יהיה זה שיאשר את השינויים הרצויים – האם בעלי המניות, כפי שקבוע בחוק כיום,<sup>100</sup> או שמא גם הנושים, בהתחשב באינטרס הישיר שלהם בתיקון כזה.<sup>101</sup> גם אם תינתן לנושים אפשרות להצביע יחד עם בעלי המניות בקשר לשינוי כזה, הבעיות הנלוות לכך יהיו גדולות, עקב פערי האינטרסים העצומים בין הצדדים השונים המעורבים, ועלויות העסקה הרבות שיהיו כרוכות בכך.

חיסרון זה קיים גם בגישה השנייה, אולם בצורה פחותה, שכן ההליך נקבע במסגרת החוזים עם הצדדים שהחברה מעורבת איתם, כלומר, לא בפעם אחת, אלא לאורך זמן, כך שאם החברה תשתנה, גם ההסדר הנקבע ישונה. מצד אחר, גם כאן הכל נקבע עוד קודם לקשיים הכלכליים עצמם, ושוב עולה השאלה עד כמה ניתן לחזות מראש איזה הליך יתאים לחברה ולנושיה אם תיקלע לבעיות? בעיה נוספת, ואף קריטית יותר לטעמי, היא כיצד ניתן למנוע מצב שבו הנושה שכרת חוזה ראשון נפגע עקב שינוי שנעשה מאוחר יותר? שהרי אם בכל חוזה בין החברה לבין צד אחר כלשהו נכלל סעיף הנוגע בהליך, עשויים להיערך שינויים שלנושים קודמים אין כל דרך לדעת עליהם, וגם אם ידעו, הדבר לא יעזור להם, כי את הסיכון הם כבר תמחרו בהתאם למידע הקודם שהיה להם על ההליך הנבחר.<sup>102</sup> לכאורה, ניתן לקבוע שהחווה הראשון יחול גם לגבי יחסים מאוחרים יותר שייווצרו, ולא יהיה אפשר לסטות ממה שנקבע, וכך לא תהיה אפשרות לפגוע בנושה הראשון, וכל שאר החוזים יתיישרו לפי החווה עימו. אך קביעה כזו תציב אותנו שוב מול הבעיה שפרטי ההליך כפי שנקבעו בתחילה עלולים להיות לא-רלוונטיים בגלל פער הזמנים בין כריתת החווה לבין הכניסה למצב של חדלות-פירעון. מעבר לכך, מתעוררת כאן בעייתיות נוספת, הנובעת מדיני החוזים עצמם, שלפיהם אי-אפשר לחייב בחווה גורם שאינו צד לו.<sup>103</sup> לגבי הגישה השלישית, על פניו אין היא לוקה בשתי הבעיות של הגישות הקודמות. הסיכום בין הצדדים נעשה רק לאחר שמתגלים הקשיים בחברה – במועד שבו ניתן לצפות בצורה הטובה ביותר איזה סוג הליך מתאים לחברה – והוא מושג עם כלל הנושים במקביל. אך גם גישה זו אינה נטולת בעיות. במצב שבו כבר יש בעיות בחברה (ואף חדלות-פירעון

100 ראו ס' 20 לחוק החברות, המחייב אישור של האספה הכללית לכל שינוי בתקנון.  
101 אפשרות נוספת היא להגן על זכויותיהם של הנושים באמצעות מנגנון כגון זה הקבוע בס' 318-319 לחוק החברות בהקשר של מיזוג חברות. השאלה המתבקשת במקרה זה היא אם מספיק להקנות לנושים זכות תביעה כנגד החברה במצב שבו המהלך של החברה נוגע אליהם באופן ישיר (ואולי אף רק אליהם), ולמעשה מדובר בסעיפים הכלולים בחווה של החברה עימם. דומה כי סעיפים בתקנון המתייחסים לחדלות-פירעון ולפרטי ההליך במצב כזה קשורים לנושים בקשר הדוק וישיר יותר מאשר מיזוג של החברה, ולכן לא בטוח שההסדר הנוגע במיזוג יתאים גם כאן.

102 ראו על כך LoPucki, לעיל ה"ש 9.

103 על-מנת שאדם יהיה כפוף לחווה, חייבים להתקיים תנאי-הבסיס לכריתת החווה, וביניהם הצעה, קיבול וגמירת-דעת של הצדדים. ראו ס' 2 ו-5 לחוק החוזים, התשל"ג-1973, ס"ח 118. עם זאת, יצוין כי סביר להניח שניתן להתגבר על כך באמצעות תניה המתירה זאת עוד בחווה הראשוני בין הצדדים.

ממש), הפערים בין הצדדים גדולים מאוד. האינטרסים של כל אחד מהגורמים המעורבים שונים אלה מאלה, וקשה הרבה יותר להגיע להסכמה במצב כזה מאשר קודם לכן.<sup>104</sup> ניתן לטעון שגם קשה הרבה יותר להתפשר במצב זה, שכן כעת כבר ברור שהחברה לא תוכל כנראה לפרוע לכל הנושים את חובם, מה שמניע כל אחד מהנושים לחשוב רק על האינטרס האישי שלו, ולא להתחשב בטובת הקבוצה.<sup>105</sup> יובהר עוד כי בעיה זו קיימת גם אם נניח שכל הנושים מתווכחים ורציונליים באותה מידה. עדיין, ברגע שהאינטרסים שונים, יהיה קשה מאוד להגיע להסכמה. גם השאלה בנוגע לאופן ההסכמה של הנושים בעייתית. האם נדרשת הסכמה של כלל הנושים או אולי רק של רובם? ברור שאם נדרשת הסכמה של כולם, ייווצר קושי שספק גדול אם ניתן להתגבר עליו. לעומת זאת, גם הסכמה של רוב בלבד ייתכן שלא תהיה מיטבית, שכן עלול להיגרם מצב שבו קבוצת נושים דומיננטית אחת פוגעת באינטרסים המובהקים של קבוצת נושים קטנה יותר, אשר אין לה כל יכולת להתגונן מפני כך.<sup>106</sup>

בין כך ובין כך, ניתן לומר בוודאות שכל פתרון שייבחר בעניין זה גורר אחריו בעיות מעשיות מורכבות למדי, שיהיה צורך להתגבר עליהן אם ברצוננו להגיע למצב של שיטה משפטית יעילה.

### 3. סיכום-ביניים – האם יש לאפשר התניה חוזית על דיני חדלות-פירעון?

בחלק הקודם הוצגו שיקולים שונים שיש להביאם בחשבון כאשר ברצוננו לבחון נורמטיבית את השאלה אם יש להקנות לצדדים יכולת להתנות חוזית על דיני חדלות-פירעון. חלק מן השיקולים שהובאו רלוונטיים יותר לסוג אחד של ההתניות שאותן ניתחנו, בעוד חלק מהם משמעותיים יותר ביחס לסוג אחר של התניות. לגבי כל אחד מהסוגים שנבחנו יש צידוקים שונים להתרה או למניעה של יכולת ההתניה לגביהם. בהתחשב בכלל השיקולים והנימוקים השונים שהובאו לעיל, ניתן לדעתי להצביע על המדיניות המשפטית הראויה לגבי כל אחת מתניות אלה.

104 חוסר יכולתם של הנושים להגיע להסדר יעיל במצב כזה הוא הבסיס ל-"Creditors' Bargain Theory", המצדדת בהחלה מנדטורית של דיני חדלות-פירעון. ראו Jackson, לעיל ה"ש 8, וכן LoPucki, לעיל ה"ש 9, בעמ' 373-374.

105 אם כי ייתכן שדווקא ההפך הוא הנכון – יש סיכוי לפשרה מכיוון שכולם יודעים כי במצב שהחברה נקלעה אליו עדיף להגיע לפתרון מוסכם ואיכשהו לצאת מהמצב שאליו נקלעו (גם אם בשן ועין).

106 מצד אחר, זה ממילא המצב גם ללא אפשרות של הסכמה חוזית, כך שמצב זה אינו גרוע יותר מהשפעתם של דיני חדלות-פירעון כיום, שכן גם כיום הדין כופה גם על מי שההליך המסוים עלול לגרום לפגיעה באינטרסים שלו. מצב שבו תאפשר הסכמה של רוב הנושים יבטיח לפחות שאכן (לכאורה) רוב הנושים יצאו נשכרים מההליך, בניגוד לתחולה מנדטורית ללא יכולת השפעה של הנושים, שבה אפילו את זה אין אנו יודעים בוודאות.

## (א) התניה על צו עיכוב הליכים

ההשפעה הראשונית והמיידית של התניות על צו עיכוב הליכים תהיה לרוב חלוקתית. ברור כי מתן פטור לנושה מתחולתו של צו עיכוב הליכים עליו יעניק לאותו נושה עדיפות חלוקתית, שתבוא על-חשבון יתר הנושים של החברה. בזמן ששאר הנושים יהיו כפופים לצו ולא יוכלו לגבות את חובם באופן עצמאי, אלא ייאלצו לחכות לפירעון החובות הקבוע בדין, הנושה בעל התניה יוכל לפעול למימוש חובו כאילו החברה לא נכנסה כלל למצב של חדלות-פירעון. עם זאת, ייתכנו מצבים שבהם תביא תניה זו לידי הגשמתם של דיני חדלות-פירעון (במובנם הכלכלי), באשר היא עשויה לתרום לגיבוש הסדר נושים מוקדם וכך לחסוך את העלויות הכרוכות בביצוע ההליך. אי-מתן יכולת להתנות על צו עיכוב הליכים עלול למנוע מהחברה כל יכולת לנהל משא-ומתן מול הנושים, באשר אין לה כמעט מה להציע בשלב של קדם-הכניסה להליך חדלות-פירעון. נוסף על כך, ניתן לטעון כי מתן אפשרות להעניק לצד האחר לחווה פטור מתחולת הצו יפחית את הריבית לחברה ex ante בקשריה עם אותו נושה. אך בקשר לכך ניתן לומר שהכרה בסוג זה של התניות על הדין עלולה לגרום להעלאת הריבית מצד נושים שיהיו חשופים להשפעתה של התניה. נושה שלא יקבל את הפטור הזה יביא זאת כנראה בחשבון. מכיוון שהוא אינו יודע אם נושה אחר קיבל פטור כזה, הוא יתמחר את הסיכון בהתאם, דבר שיוביל להעלאת ריבית. אי-אפשר לומר, לדעתי, אם הכרה בסוג התניות זה הינה יעילה מלכתחילה, באשר אי-אפשר לדעת בוודאות מראש אם התועלת שתיגרם כתוצאה מהפחתת הריבית על-ידי הנושה הזכאי תהיה גבוהה מן העלות שתיגרם כתוצאה מהעלאת הריבית על-ידי יתר הנושים. לעומת זאת, הנימוק הנוגע בהוולת של עלויות ההליך מעת הכניסה למצב של חדלות-פירעון, ולצורך מניעת כניסה להליך פורמלי, תקף ללא קשר להוולת או להעלאת של הריבית. ככל שההליך יהיה זול יותר כן תושא תועלתם של הנושים, וחובות רבים יותר יוכלו להיפרע. על-כן ניתן לדעתי להכיר בתוקפן של התניות על צו עיכוב הליכים כאשר הן משולבות בהסדר נושים שגובש מעט לפני הכניסה להליך או במסגרת בנייה מחדש של המבנה הפיננסי של החברה. תוקפן של תניות מסוג זה לא יוכר מראש כאשר הן כלולות בחוזה הראשוני עם החברה, שנכרת במצב שבו אין חשש לכניסה למצב של חדלות-פירעון. זאת, משום שאין דרך לחוות כיצד תשפיע יכולת ההתניה האמורה על הוצאות האשראי של החברה. נוסף על כך, סביר להניח שבשלב מקדמי כל-כך קשה לדעת מה יהיה טוב לחברה במצב של חדלות-פירעון, ועם אילו מן הנושים השונים כדאי לסכם תניה מעין זו (וחשוב להביא בחשבון גם את בעיית הנציג שהוזכרה קודם). היתרון הגלום בתניה כזו – קרי, שהיא עשויה למנוע הוצאות מיותרות במסגרת ההליך – אובד גם הוא במקרה שמכירים בתניות הנקבעות עוד בחוזה הראשוני. לכן, לדעתי, תניות כאלה צריכות להיות מוכרות רק במסגרת מאמצים לשמר את החברה כעסק חי ולאפשר את המשך תפקודה ללא כניסה למצב של חדלות-פירעון. זאת, כמובן, כנגד הקלה בתנאים לטובת החברה מול אותו נושה.<sup>107</sup>

107 יצוין כי ללא הטבה נגדית מצד הנושה בתמורה לתניה מעין זו, ניתן לראותה כהעדפת נושים, ולכן היא תהיה אסורה ממילא בהתאם לס' 98 לפקודת פשיטת-הרגל וס' 355 לפקודת החברות. זאת, לנוכח העדיפות שהתניה מקנה לזכאי לה (בדומה לשעבוד).

הכרה כזו דומה, לטעמי, לעדיפות שניתנת בחוק לשעבוד ספציפי לשם רכישת נכס, אשר גובר גם על שעבודים מוקדמים ממנו.<sup>108</sup> זאת, משום ששעבוד כזה תורם לחברה באופן כללי, ולכן גם לכלל הנושים. פתרון זה מונע את האפשרות שהתניה תגרום להעלאת הריבית, במקום להפחתתה, מכיוון שכל הנושים אינם זכאים לה בשלב הראשוני. מן הצד האחר, פתרון זה מאפשר עדיין את היתרון שהתניה מעניקה לנושה, יתרון שיכול לשמש לטובת החברה ונושיה בהתקרבה למצב של חדלות-פירעון.

### (ב) התניה על המשך קיום החוזה

ההשלכות הכלכליות של סוג התניות זה עשויות להיות מורכבות במעט מאלה של הסוג הקודם. מן הצד האחד, לאפשרות להפסיק את קיום החוזה בהיכנס החברה למצב של חדלות-פירעון אין כל השפעה על יכולת הגבייה של אותו נושה. העובדה שהוא ביטל את החוזה שלו עם החברה אינה מקנה לו עדיפות על שאר הנושים, אלא חובו ייפרע בהתאם לסדר הנשייה הקבוע בדין ובהתאם למעמדו. מן הצד האחר, בניגוד לסוג התניות הקודם, שמשמעותו ברוב המקרים תהיה חלוקתית, בסוג זה ייתכן מאוד שתהיה השפעה גדולה על הגשמת תכליותיהם של דיני חדלות-פירעון. ראשית, מבחינת התכלית *ex ante*, מדובר בתניה שחייבת להינתן למעשה עוד בשלב הראשוני של כריתת החוזה, שהרי מטרתה של תניה זו היא למנוע מצב שבו הצד בראשית הפירעון יחויב להמשיך בביצוע החוזה מול חברה חדלת-פירעון, ובדרך-כלל ירצה הנושה לדעת זאת מראש, ולא בדיעבד. קביעה כזו בין הצדדים סביר שתפחית את הריבית מצד אותו נושה, אשר מעוניין כי האינטרס שלו יישמר.

מה תהיה ההשפעה על שאר נושי החברה? בדומה לתניה הקודמת, גם פה לא יוכלו שאר הנושים לדעת מי יקבל את הזכות הזו במסגרת החוזה ומי לא, והדבר עלול לגרום להעלאת הריבית מצידם. מן הצד האחר, מכיוון שהתניה אינה באה ישירות על-חשבונם (שכן, כפי שצוין קודם, היא אינה משנה את סדרי הנשייה), ייתכן מאוד שהשפעתה תהיה קלה יותר. ברור שאם נושה ידע שספק מרכזי של החברה, למשל, זכאי לתניה וגם ישתמש בה במצב של חדלות-פירעון – דבר שעלול לפגוע בחברה ועל-כן גם בו – הוא עשוי להקשיח את תנאי האשראי שלו מול החברה (ובכך לפגוע במטרה *ex ante* של ההליך). אבל מכיוון שבדרך-כלל לא תהיה ידיעה כזו, ספק בעיניי אם העלאת הריבית תהיה גורפת וגבוהה במיוחד. אומנם, חוסר הידיעה ואי-הוודאות עלולים להוביל לתוצאה שלילית ולתמחור שגוי מצד שאר הנושים, אך יש סיבות לסבור כי הדבר לא יהיה כך. ראשית, התניה אינה גורמת באופן ישיר לפגיעה בפירעון החובות של מי שאינו מחזיק בה. שנית, ייתכן שמתן האפשרות לבטל את החוזה יוביל דווקא לתוצאה חיובית, שכן ההחלטה עשויה להיות יעילה יותר במקרה כזה מאשר במקרה שבו היא נשארת בידי החברה עצמה. אילו ניתנה לנושים האפשרות לבחור מי יקבל את ההחלטה על גורל העסקה – הנהלת החברה או הנושה הספציפי – לא בטוח כלל שהם היו בוחרים בהנהלת החברה. כפי שכבר צוין כמה פעמים, שיקוליה של הנהלה לא ישרתו בהכרח את כלל הנושים, ולכן עלולה להיות

108 ראו ס' 169(ד) לפקודת החברות.

פגיעה בתכליות *ex post* של דיני חדלות-פירעון. מאידך גיסא, אין ספק שיש פערים בין האינטרסים של הנושים השונים, וייתכן שהחלטה שמועילה לאחד – מזיקה לאחר, דבר שעלול לשוב לגרום לפגיעה בהשאת התועלת של הנושים.

מן האמור לעיל נובעת לדעתי המסקנה שהשאלה אם יש להתיר תניות מסוג זה תלויה בשאלה על מי אנחנו סומכים יותר שישא את תועלתם של הנושים *ex post* – על מי שמופקד על ניהול החברה בהליך או על הנושה הספציפי בעל התניה. מן התשובה לשאלה זו תיגזר התשובה לשאלה הראשונה, שכן לדעתי, אין לתניות אלה אפקט חיובי או שלילי מובהק מבחינת ההשלכות הכלכליות *ex ante*. מכיוון שהתשובה תלויה לדעתי בשאלה מי בדיוק מנהל את ההליך הספציפי, היא תינתן לאחר בחינת מאפייניו של הדין הישראלי בפרק הבא, על-מנת שתהיה שלמה יותר.

### (ג) התניות בדבר הליך חדלות-הפירעון

התניות בדבר הליך חדלות-הפירעון משפיעות הן מבחינה חלוקתית והן מבחינת הגשמת תכליותיהם של דיני חדלות-פירעון. מבחינה חלוקתית, היכולת להתנות על הדין כך שיווצר הליך חדלות-פירעון חדש, המוסכם על-ידי החברה ונושיה, תשנה בוודאי את סדרי הנשייה ולפיכך את החלוקה לצדדים. הליך חדש שהחברה והנושים יסכימו עליו ישפיע בוודאי על הזכויות המהותיות של הצדדים. מבחינת הגשמת התכליות *ex ante* של דיני חדלות-פירעון, ייתכן מאוד שהריבית תופחת – אם כתוצאה מהיכולת העתידית להתנות על הדין וההערכה שיכולת זו תשפר את סיכויי הגבייה מול החברה, ואם משום שהסדר שכבר נקבע מקובל על הנושים ונראה בעיניהם יעיל. עם זאת, יודגש כי במקרה שמדובר בנושים לא-רצוניים או בכאלה שאינם מסתגלים לשינויים, לא ברור מה תהיה ההשלכה של יכולת זו. באשר לנושים הנויקיים – להם ממילא אין כל יכולת לתמחר עלויות, אם בטוב ואם ברע. הבעיה היא שדווקא חולשתם עלולה להוביל לפגיעה בהם בהסדר מסוג זה, ולקביעה של תניות לא-יעילות הנובעות מהאפשרות להחצין עליהם סיכונים. באשר לנושים שאינם מסתגלים לשינויים הבעיה שונה, שכן ייתכן שהם לא ינהגו כלל בהתאם להנחה המקדמת שלנו שתהיה הפחתת ריבית. במקרה גרוע יותר הם יעלו את הריבית, באשר אי-יכולתם להעריך כראוי את השפעת התניה עלולה להוביל אותם להערכת-יתר של הסיכון. מכיוון שמדובר באפשרות להתנות על ההליך באופן כללי – כלומר, בדרך-כלל הכוונה לחוזה מקיף, ולא לתניה אחת בלבד – טווח האפשרויות בלתי-מוגבל למעשה, מה שמעצים את אי-יכולתם לתמחר.

מה באשר לתכלית *ex post* של דיני חדלות-פירעון? בשוק משוכלל ותחרותי לגמרי, שבו כל הצדדים מיודעים ומתוחכמים, ליכולת להתנות על ההליך תהיה השפעה חיובית, באשר ההסכמה בין הצדדים תהיה כנראה יעילה. הפרוצדורה שתקבע תתאים למבנה הפיננסי הנוכחי של החברה, לפוטנציאל שלה, למאפייניה ולמאפייני נושיה. אם אפשר לזכור חוזה בין הצדדים, יש סיכוי גדול שההסדר שייקבע יניב תוצאות טובות יותר מאלה שהיו מושגות במסגרת הליך קוגנטי שאינו רגיש לנסיבות. בהקשר זה יודגש: דעתי היא כי בכל מקרה אין טעם בהתניה מראש – לפני הכניסה לקשיים כלכליים – לגבי פרטי



ההליך או לגבי סוגו. לטעמי, הסכמה מוקדמת כזו מעקרת למעשה את הרציונל העומד מאחורי הרצון להעניק יכולת בחירה בנוגע להליך, שכן אין שום סיכוי לדעת איזה הליך יתאים לחברה לאחר-מכן. הסכמה כזו תפגע לרוב בתכלית ex post, ולא תיטיב עימה. אם כן, האם המסקנה צריכה להיות שיש להתיר אפשרות להסכם בדבר ההליך בהיקלע החברה לחדלות-פירעון? לדעתי, למרות היתרונות האמורים לעיל, התשובה היא לאו דווקא. זאת, פשוט משום שמבחינה מעשית קיים סיכוי קטן ביותר להגיע להסכמה בין כלל הגורמים הקשורים לחברה במצב שבו יש אינטרסים מנוגדים רבים כל-כך. הסדר כזה גם ידרוש השקעת משאבים רבים, אשר אינם בנמצא בשלב זה של חיי החברה. גם אם נאמר שהמשאבים לא יצאו מכיס החברה, אלא מכיסם של הנושים המעוניינים בהסדר, עדיין לא תהיה אפשרות זו יעילה, באשר עלויותיה יהיו גבוהות מהתועלת שבה. עם זאת, הרי אי-אפשר להתעלם מכך שלמעשה יש לנו פרוצדורה דומה למדי לאפשרות הזו, קרי, הליך ההבראה. שהרי גם בהליך זה יש קבוצות שונות של נושים, שצריכות לסכם מהו ההסדר הראוי לחברה שיהיה מקובל על כולם. אך בכל-זאת יש הבדל, שכן בהתניות בדבר הליך חדלות-הפירעון מדובר בדרך-כלל בהתניות שנוגעות לא רק בפירעון החובות לנושים, אלא בכלל ההסדר שיחול על החברה שבמשבר. לכאורה, הסדר כזה יכול לכלול גם את הסמכויות של ההנהלה/בעל-התפקיד, את הזכויות שיוכרו במסגרת ההליך ואת אלה שלא יוכרו, ועוד פרטים מפרטים שונים. כך שמדובר בהסדר מורכב הרבה יותר. ואם נאמר כי מדובר למעשה באותן עלויות פחות או יותר, אזי מה הועילו חכמים בתקנתם? מדוע החלפנו הסדר אחד בהסדר מקרטע אחר? למרות האמור לעיל, ייתכנו לדעתי מקרים שבהם אפשרות כזו של הגעה להסכמה בין כלל הגורמים תהיה מעשית, אך מדובר כנראה במקרים נדירים למדי, שבהם, למשל, יש נושים ספורים בלבד לחברה, אין פערי אינטרסים גדולים מדי וכיוצא באלה. אולי במקרים כאלה צריכה להינתן האפשרות להתנות על ההליך ולקבוע הסדר ייחודי מתאים, אבל ברוב המקרים ספק אם מתן היכולת יועיל בפועל.

### פרק ג: המאפיינים הייחודיים בישראל

בחלק זה אבחן את המאפיינים הייחודיים הקיימים במדינת-ישראל, אשר יש בהם לדעתי כדי להשפיע על שאלת יכולת ההתניה על דיני חדלות-פירעון. הדיון עד כה היה למעשה תיאורטי ברובו, ולא הביא בחשבון גורמים ספציפיים כלשהם במשטר המשפטי או הכלכלי של המדינה בניסיון להכריע איזו מן הגישות עדיפה. בחלק זה ברצוני להתייחס לגורמים כאלה הקיימים בישראל, לנתח את השלכותיהם ולבחון את משמעותן של השלכות אלה בכל הנוגע לשאלה איזו מן הגישות צריכה לחול בישראל. חלק זה יורכב משני תת-חלקים. הראשון יבחן מאפיינים משפטיים-חקיקתיים הקיימים בישראל, והשני יבחן מאפיינים בסיסיים של המשק והכלכלה הישראלים.

## 1. המשפט הישראלי – דיני חדלות-פירעון

לדיני חדלות-פירעון הישראליים יש כמובן מאפיינים רבים, אך ברצוני להתייחס בחלק זה למאפיינים ייחודיים בדין זה בהשוואה לדין הקיים בארצות-הברית. נקודת-ייחוס זו נבחרה לנוכח מקורה של התיאוריה בתחום זה בארצות-הברית. התיאוריה מעוגנת במשטר המשפטי שממנו היא נובעת, כך שיהיה נכון לומר שהדין עצמו הוא חלק מבסיס התיאוריה. הבדלים משמעותיים בין הדינים ישפיעו אם כן גם על התיאוריה עצמה במקרים מסוימים. יש להדגיש כי אף-על-פי שרשימה זו מטרתה לבחון את מתן יכולת ההתניה על דיני חדלות-פירעון מבחינה נורמטיבית, הנחתי היא כי שאר ההוראות הקבועות בדין נשארות בתוקפן. על-כן יש להתייחס להבדלים בין הדינים, שכן המסגרת החוקית משפיעה לטעמי על תאימות הנורמה הנבחנת.

קודם שנפתח בהבחנת הדין הישראלי מהדין האמריקאי, נתייחס בקצרה לדיני חדלות-פירעון הישראליים באופן כללי. כפי שצוין במבוא, דיני חדלות-פירעון הישראליים קובעים שני הליכים שניתן לבחור ביניהם: פירוק והבראה. ההסדר המשפטי הנוגע בהליך ההבראה מצומצם ביותר, ומבוסס מבחינה חקיקתית רק על סעיף 350 לחוק החברות והתקנות הנלוות אליו. הפרקטיקה ביחס להליך זה התפתחה בעיקר בפסיקה, לנוכח ההכרח לענות על הדילמות והסוגיות שלא הוסדרו על-ידי המחוקק, ואשר התעוררו יותר ויותר ככל שהליך ההבראה נעשה מרכזי יותר.<sup>109</sup> לא למותר לציין שחקיקה שיפוטית שנעשית באופן ספורדי עלולה לייצר פסיקות סותרות, ובית-המשפט אכן חזר וקרא למחוקק פעמים רבות להסדיר את ההליך בצורה כוללת ועקבית.<sup>110</sup> ההסדר המתניחם להליך הפירוק מפותח יחסית לזה המתניחם להליך ההבראה, ומוסדר באמצעות פקודת החברות, עם השלמות בחלק מהמקרים מפקודת פשיטת-הרגל, אשר חלה במקרה של חדלות-פירעון של בשר-ודם. עם זאת, גם חקיקה זו רחוקה משלמות, באשר מדובר בחקיקה מנדטורית שאינה מותאמת בצורה מספקת לצורכי השעה ולדינמיות הקיימת כיום במגזר המסחרי. גם העובדה שקיימת הפרדה בחקיקה בין פשיטת-רגל של אדם לבין זו של תאגיד נראית בעייתית, שכן למרות ההיבטים הייחודיים של כל אחת מישויות אלה, יש גם הרבה מן המשותף במצב המשפטי והכלכלי שלהן.<sup>111</sup>

בגלל העדרה של חקיקה מקיפה בתחום חדלות-הפירעון, שאלות רבות של מדיניות משפטית אינן נענות על-ידי המחוקק, וזוכות לעיתים בהתייחסות שונה מצד כל בית-משפט הדין בנושא. באשר לנושא הספציפי הנידון ברשימה זו, ניתן לומר שהתניות על

109 על החקיקה השיפוטית הנרחבת בנוגע להליך ההבראה, ראו באופן כללי ורדה אלשיך וגדעון אורבך הקפאת הליכים – הלכה למעשה (2005).

110 ראו, למשל, בפסקי-הדין הבאים: ע"א 6010/99 המנהל המיוחד של חברת תבור תעשיות שיש בע"מ (בפירוק) נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד נו(1) 385, פס' 18 לפסק-דינו של השופט אור (2001); ע"א 3225/99 שיכון עובדים בע"מ נ' טש"ת חברה קבלנית לבניין בע"מ, פ"ד נג(5) 97, פס' 23 (1999); פש"ר (ת"א) 1739/02, בש"א 4731/05 פויכטונגר נ' הנאמן על הסדר הנושים של אפקון תעשיות בע"מ, פס' 7-8 (לא פורסם, 1.2.2006).

111 ראו דוד האן "פירוק חברות" מאת ציפורה כהן" מחקרי משפט טו 487, פרק ג (2001).

דיני חדלות-פירעון אינן מותרות ככלל, שכן התפיסה המקובלת היא שהדין קוגנטי.<sup>112</sup> עם זאת, כפי שצוין כבר קודם, לפחות באשר לתוקפן של התניות בדבר המשך קיום החוזה עם החברה, המצב המשפטי אינו ברור.<sup>113</sup> בכל אופן נראה כי אין משנה סדורה בעניין זה, בעיקר משום שהחקיקה בתחום דיני חדלות-פירעון לוקה בחסר, כפי שתואר. מכאן שקיים צורך לקבוע מתווה באשר להתייחסות להתניות על דיני חדלות-פירעון, אשר יתחשב בשיקולי המדיניות הראויים לעניין זה, מבלי להתעלם מצורכיהם ובמאפייניהם של המשפט והמשק הישראליים. זו המטרה העומדת בבסיס פרק זה למאמר. אולם ראשית אתייחס לייחודו של הדין הישראלי (ביחס לזה האמריקאי) בשני מישורים.

#### (א) מינוי בעל-תפקיד

בישראל בית-המשפט ממנה בעל-תפקיד בשני ההליכים הקבועים בחוק: הן בפירוק והן בהבראה.<sup>114</sup> בארצות-הברית, לעומת זאת, קיים לגבי הליך ההבראה משטר של Debtor in Possession (DIP), כלומר, משטר שבו ההנהלה הקיימת של החברה נשארת בתפקידה, ואינה מוחלפת.<sup>115</sup> השאלה הנשאלת היא אם אותן בעיות הקיימות במשטר בארצות-הברית יחולו גם במקרה שמי שמנהל את החברה הוא בעל-תפקיד חיצוני, או לחלופין, אם נוצרות בעיות חדשות במשטר הישראלי.<sup>116</sup>

אחת הבעיות העומדות בלב הדיון האקדמי בתחום זה נוגעת בהתנהגותם של מנהלים במצב של חדלות-פירעון. במצב זה נאמנותם של המנהלים אמורה להיות כלפי הנושים, בניגוד למצב שקדם לחדלות-הפירעון, שבו מחויבותם הייתה כלפי בעלי המניות.<sup>117</sup> עם זאת, קיימת הנחה בסיסית שלפיה יש טובות-הנאה פרטיות שהמנהלים משיגים הן כתוצאה מהמשך פעילותה של החברה והן מביצוע פרויקטים מסוימים. האינטרס האישי של המנהלים

112 ראו את פסקי-הדין לעיל בה"ש 5.

113 ראו לעיל תת-פרק א2, ובמיוחד ה"ש 34.

114 בתקנות החברות, לעיל ה"ש 3, נקבע אומנם כי בית-המשפט רשאי (משמע, לא חייב) למנות בעל-תפקיד בהבראה ולקבוע את סמכויותיו, אך למעשה, אין כמעט הליכי הבראה שבהם הנהלת החברה נשארת בתפקידה. ראו ס' 14 לתקנות הנ"ל.

115 לדיון במשטר זה ראו, למשל: Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, 87 Va. L. Rev. 921 (2001).

116 יש להדגיש שמבחינת הדין האמריקאי אין כל הבדל בין החובות החלות על DIP לבין אלה החלות על בעל-תפקיד הממונה על-ידי בית-משפט. ראו: Hollywell Corp. v. Smith, 503 U.S. 47, 54 (1992); Commodity Futures Trading Comm'n v. Weintraub, 471 U.S. 343, 355 (1985). וראו גם: John T. Roache, *The Fiduciary Obligations of a Debtor in Possession*, 1993 U. Ill. L. Rev. 133 (1993). מהם האינטרסים האישיים של כל אחד מגורמים אלה אשר עלולים להתנגש עם חובות אלה, ועד כמה הם חזקים.

117 ראו: Stephen R. McDonnell, *Geyer v. Ingersoll Publication Co.: Insolvency Shifts Directors' Burden from Shareholders to Creditors*, 19 Del. J. Corp. L. 177 (1994).

עלול להניע אותם, לפיכך, להחליט בשם החברה החלטות שאינן יעילות, תוך פגיעה בתכליותיהם של דיני חדלות-פירעון. כך עלול לקרות, למשל, לגבי ההחלטה אם להמשיך בפרויקט כלשהו או לגבי ההחלטה אם להגיש בקשה לכניסה להליך חדלות-פירעון ולאיזו הליך בדיוק. למעשה, מעל הדיון הנורמטיבי מרחפת תמיד העובדה שהמנהלים הם שמכוונים את החברה ומכריעים מה יהיו צעדיה, ולכן יש להתייחס לאינטרסים השונים שעשויים להיות להם בכל החלטה שהם מקבלים. בזמן חיי החברה הבעיה מתמקדת לרוב בבעיית הנציג הקיימת בינם לבין בעלי מניות החברה, ואילו בזמן חדלות-פירעון (או בצמוד אליה) לב הבעיה נהפך לבעיית הנציג בינם לבין נושי החברה.

אם נאמר כי אחת הבעיות המרכזיות הנלוות לסוגיות השונות בדיני חדלות-פירעון בכלל, ובהקשר של התניה עליהם בפרט, היא הבעיה הנוגעת בקבלת ההחלטות על-ידי המנהלים והאינטרסים הנלווים לכך, אזי יש לבחון לדעתי מה קורה כאשר בעל-תפקיד הממונה מטעם בית-המשפט נכנס לתמונה. מדובר פה בגורם חדש ושונה, ויש צורך לבחון כיצד מינויו משפיע על הדיון. האם יש אינטרסים נוספים/אחרים שיש להתייחס אליהם בדוננו בבעל-תפקיד זה? מה תהיה מידת השפעתו לגבי חוזים שכבר נכרתו לעומת כאלה שעתידים להיכרת? האם יש להבחין בין סוגי ההתניות השונים בהקשר זה? מינוי של בעל-תפקיד מהווה למעשה גורם חדש שיש להתייחס אליו כאשר ברצוננו לקבוע איזו גישה תהיה עדיפה על-מנת להשיג את מטרות המדיניות שהתוונו קודם לכן.

חשוב להתייחס לכך שהפער בין הדין בארץ לבין זה שבארצות-הברית קיים דווקא לגבי הליך ההבראה. הליך זה, מטבעו, הינו בעייתי ומורכב יותר מהליך הפירוק, שכן בהליך זה צריך להמשיך לתפעל את החברה, ולהגיע להסדר נושים תוך כדי כך. רבות מההתלבטויות סביב מתן יכולת התניה על הליכי חדלות-פירעון נוגעות למעשה בהליך ההבראה. בהבראה היכולות הללו יבואו יותר לידי ביטוי, שכן מדובר בהליך ארוך יותר, מה-גם שעצם המשך התפעול מחדד ויוצר בעיות אשר באות פחות לידי ביטוי בפירוק. כאשר החברה ממשיכה לתפקד גם במסגרת ההליך, ברור שמעמדם וגורלם של החוזים עם נושיה השונים חשוב ביותר, ועשוי למלא תפקיד מכריע בהצלחת ההליך. כך שהעובדה שההבדל בין הדינים קיים דווקא לגבי הליך ההבראה, שבו מתעוררות רוב הבעיות והמחלוקות, עשויה להשפיע על ההכרעה איזו מבין הגישות ראוי לנקוט.

### (ב) היקף תחולתו של צו עיכוב הליכים

בעוד שבחלק הקודם התמקדנו בשוני שבין הדין בישראל לבין הדין בארצות-הברית ביחס להבראה, בחלק זה מוקד הדיון הוא הליך הפירוק. צו עיכוב הליכים חל בפירוק חברה בארץ רק של הנושים הלא-מובטחים. נושה אשר מובטח בשעבוד ראוי לממשו על-פי דין.<sup>118</sup>

118 ראו ס' 20(ב) לפקודת פשיטת-הרגל, החל גם במקרה של פירוק חברה. בשנים האחרונות מסתמן צמצום בזכותם של נושים מובטחים לממש שעבוד במצב של חדלות-פירעון. ראו פש"ר (ת"א) 466/93 גרבש נ' הנאמן על ענייני פושט הרגל יחיאל גרבש (לא פורסם, 24.12.2000).

בארצות-הברית, לעומת זאת, עיכוב ההליכים חל הן על הנושים המובטחים והן על אלה שאינם מובטחים. כך הוא גם הדין בישראל בהבראת חברה.<sup>119</sup> להשלכה של שוני זה על הדין בהתניה על הליכי חדלות-פירעון אתיחס בחלק הבא.

## 2. המשק הישראלי

בחלק זה ברצוני להתמקד בשני מאפיינים עיקריים של המשק הישראלי: ראשית, מאפייני החברות הישראליות, ושנית, מאפייני המערכת הבנקאית.

### (א) מאפייני החברה העסקית בישראל

ניתן לומר שלושה דברים עיקריים על החברה העסקית בישראל. ראשית, רוב החברות הישראליות הן חברות פרטיות, ומיעוטן הן חברות ציבוריות.<sup>120</sup> נתון זה ראוי שישפיע גם על הדין עצמו, כלומר, הדין צריך לטפל בסוגיות הרלוונטיות למגזר הפרטי, שיש לו חשיבות רבה במשק הישראלי. אין משמעות הדבר, כמובן, שיש להתעלם מהקונפליקטים הקיימים בחברות הציבוריות (כפי שאף נראה להלן), אלא שחשוב להתייחס למאפייניהן של החברות הפרטיות כאשר ברצוננו לבחון הסדר משפטי שיחול על החברות כולן. איזו נפקות יש לכך שרוב החברות הן פרטיות, ולא ציבוריות? המשמעות היא שבדרך-כלל קיימת זהות מוחלטת כמעט - לרוב פרסונלית, ובשאר המקרים בוודאי מהותית - בין ההנהלה לבין בעלי המניות של החברה. במצב כזה מוקד המתח הוא בין הנושים לבין בעלי המניות / ההנהלה. המטרה המרכזית בחוק תהיה, אם כן, למנוע מצב שבו גורמי פנים בחברה ינהלו אותה מבלי להביא בחשבון את ההשלכות של פעולותיהם על נושי החברה, ותוך נטילת סיכונים בלתי-סבירים. בעיות הנציג הנוגעות ביחסים שבין ההנהלה לבין בעלי המניות או בין בעלי המניות לבין עצמם הינן חריפות הרבה פחות בחברות אלה. שנית, בקרב החברות הציבוריות הישראליות הבעלות על המניות אינה מבוזרת, אלא ריכוזית.<sup>121</sup> בעלי השליטה בחברות אלה דומיננטיים, בניגוד למצב בארצות-הברית. הנהלת

119 הנושים המובטחים כפופים לצו הקפאת ההליכים, ובית-המשפט רשאי במקרים מיוחדים להעניק להם הגנה הולמת. ראו ס' 350(ו) לחוק החברות.

120 בבורסה לניירות ערך רשומות למסחר רק כשבע מאות חברות. ראו: [www.tase.co.il/NR/rdonlyres/C087763B-9EEA-410E-A927-009C6FF3ED6F/0/Stat\\_106\\_2006.pdf](http://www.tase.co.il/NR/rdonlyres/C087763B-9EEA-410E-A927-009C6FF3ED6F/0/Stat_106_2006.pdf). לעומת זאת, מספרן של כלל החברות הרשומות ברשם החברות (כלומר, חברות ציבוריות + חברות פרטיות) נכון לשנת 2005 הוא 379,503. ראו: [www.justice.gov.il/MOJHeb/RashamHachvarot/Statistika.htm](http://www.justice.gov.il/MOJHeb/RashamHachvarot/Statistika.htm).

121 ממוצע החזקות הציבור, בהתבסס על נתוני הבורסה לחודש אוקטובר 2006, הוא כ-30% בלבד. ראו: [www.tase.co.il/NR/rdonlyres/2340CC9F-AA91-4EFB-9F91-61C0067AEC45/0/Stat\\_StocksFloatRate\\_2006\\_10.htm](http://www.tase.co.il/NR/rdonlyres/2340CC9F-AA91-4EFB-9F91-61C0067AEC45/0/Stat_StocksFloatRate_2006_10.htm). ראו גם ענת פייער "ריכוזיות הבעלות על החברות הציבוריות - השוואה בין לאומית" (משרד האוצר - אגף שוק ההון, 17.1.2006), זמין ב: [www.mof.gov.il/hon/2001/hon\\_dep/memos/skira2005-12a.pdf](http://www.mof.gov.il/hon/2001/hon_dep/memos/skira2005-12a.pdf).

החברה מורכבת בדרך-כלל מעושי-דברו של בעל השליטה, אשר יכול להפעיל את החברה בצורה שתיטיב עם האינטרסים האישיים שלו, לפעמים תוך פגיעה בשאר בעלי המניות ובשאר הגורמים בעלי האינטרס בחברה. מצב זה גורם לכך שהבעיה הגדולה בחברות הציבוריות הישראליות נעוצה במישור שבין בעלי המניות לבין עצמם: בעלי השליטה מול שאר בעלי המניות.<sup>122</sup> זאת, בניגוד למצב בארצות-הברית, שבה הבעלות על המניות מפוזרת ואין בדרך-כלל בעל שליטה, כך שיש נתק גדול יותר בין ההנהלה לבין בעלי מניות החברה. במצב כגון זה הקיים בארצות-הברית, הקושי העיקרי שעל החוק להתמודד איתו הוא במישור שבין ההנהלה לבין בעלי המניות, כלומר, החשש שמא ההנהלה תנהל את החברה תוך פגיעה באינטרסים הלגיטימיים של בעלי המניות, שאליהם היא מחויבת מלכתחילה. על-כן, כאשר החוק בארצות-הברית מטפל בנושא החברות הציבוריות, עליו להתניחס למאפיין זה, וליצור תמריצים להנהלה לנהל את החברה בצורה ששומרת על האינטרסים של בעלי המניות.<sup>123</sup>

שלישית, תופעה ייחודית נוספת הקיימת בחברות הציבוריות הישראליות (ואשר אינה קיימת בארצות-הברית) היא העובדה שאותם בעלי שליטה קיימים בכמה חברות ציבוריות, ולמעשה מגזר החברות הציבוריות נשלט על-ידי קבוצת-מעטים.<sup>124</sup> קיימת אם כן קבוצת-שליטה במשק הישראלי, ויש קשרים רבים בין גורמי הכוח השונים, מה שמבדל עוד יותר את בעלי הכוח והשליטה משאר ציבור המשקיעים ומהגורמים האחרים המעורבים בפעילות החברה. כאשר לבעלי השליטה יש כוח כה רב – לא רק בתוך החברה הספציפית עצמה, אלא גם בחברות אחרות ובמשק בכלל – ברור שהסיכוי שההנהלה תפעל בניגוד לטובתם פוחת בצורה ניכרת. האינטרס להיטיב עם השולטים במשק גדל מאוד במצב כזה, שכן המנהל יהיה מעוניין לא לחבל באפשרויות העתידיות. גם נתון זה, אם כן, מחזק את החשש הקיים מבעיית נציג בין בעלי מניות השליטה (יחד עם ההנהלה) לבין בעלי מניות המיעוט והנושים.

#### (ב) מאפייני המגזר הבנקאי

תיאור ענף הבנקאות בישראל יחולק לשניים, לנוכח ההבדלים בין המצב לפני יישום המלצותיה של ועדת בכר בנוגע לרפורמה בשוק ההון לבין המצב לאחר יישומן.<sup>125</sup> מכיוון

122 ראו גם: Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. Fin. 537 (2004) (מחקר אמפירי שלפיו הפער בין התועלת מהחברה לבעל השליטה לבין התועלת לבעלי מניות המיעוט בישראל הוא בין הגבוהים בעולם).

123 ראו דוח הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל (12.12.2006), זמין ב: [www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_45.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_45.pdf) (להלן: דוח ועדת גושן).

ראו בפרט ס' 1.1.2 ו-3.1.3 להמלצות, המתייחסים לבעיה זו.

124 לפי מדד הריכוזיות של BDI, 19 משפחות שולטות בכ-34% מהכנסותיהן של 500 החברות הגדולות במשק. ראו: [www.ynet.co.il/articles/1,7340,L-3427442,00.html](http://www.ynet.co.il/articles/1,7340,L-3427442,00.html).

125 ראו דוח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון (2004), זמין ב: [www.mof.gov.il/bachar/pdf/bacharFullReport.pdf](http://www.mof.gov.il/bachar/pdf/bacharFullReport.pdf) (להלן: דוח ועדת בכר).

שהמלצות אלה טרם יושמו במלואן, חשוב לבחון את מאפייני המערכת הבנקאית משני צדדים אלה.

המערכת הבנקאית בישראל מתאפיינת בריכוזיות רבה ביותר.<sup>126</sup> ענף הבנקאות בישראל, אף שהוא מורכב מכמה בנקים ומבחינה פורמלית אינו נחשב לשוק מונופוליסטי, אינו מתאפיין בפעילות תחרותית ממשית.<sup>127</sup> הבנקים שולטים גם בשוק האשראי, וגם במרכיבים עיקריים בשוק ההון: קופות-גמל, קרנות נאמנות, חברות כרטיסי האשראי ועוד. כך, למעשה, הבנקים מהווים גורם דומיננטי ביותר בשוק ההון הישראלי. מאפיינים אלה של המגזר הבנקאי בפרט, ושל שוק ההון בכלל, מביאים לידי כך שהקצאת האשראי במשק נעשית על-ידי קבוצה קטנה יחסית של גורמים, מה שמצמצם את מגוון מקורות האשראי וגורם לייקורו. ייקור האשראי משפיע כמובן על יכולת הצמיחה של המשק ועל יציבותו הפיננסית.<sup>128</sup>

העובדה שהבנקים משמשים גם בתפקידים שאינם אמורים בהכרח להיות משויכים אליהם הינה בעייתית גם בהיבט נוסף, הקשור באופן ספציפי למגזר החברות הציבוריות. לא-אחת הבנק משמש בכמה כובעים שונים במסגרת אותה חברה (ציבורית), דבר העלול ליצור ניגודי אינטרסים בין תפקידיו השונים. כך, מצד אחד, הבנקים הם ספקי האשראי העיקריים במשק, כפי שצוין קודם, ולפיכך מהווים נושה של החברה, בדרך-כלל הגדול ביותר. מן הצד האחר, הבנקים, כבעלים של קופות-גמל וקרנות נאמנות, הם בעקיפין בעלי מניות בחברה כאשר הם בוחרים ככובעם זה להשקיע בחברה ציבורית כלשהי. לבנקים יש גם יועצי השקעות, אשר עשויה להיות להם נטייה לכיוון השקעות בחברות מסוימות. כמו-כן יצוין שהבנקים מתפקדים גם כחתמים של חברה המנפיקה ניירות-ערך בבורסה, וגם בפוזיציה זו יש להם אינטרסים שונים, העשויים להתנגש עם המחויבויות האחרות שלהם ועם אחריותם בשלל תפקידיהם.<sup>129</sup> עוד יודגש כי הבנקים הם חברות ציבוריות בעצמם, וגם לכך תיתכן השפעה.

מאפייני החברה הציבורית בישראל, ככזו שהינה בבעלות ריכוזית בדרך-כלל, משפיעים גם הם ומחזקים את כוחם הרב ממילא של הבנקים. לקופות-הגמל ולקרנות הנאמנות, כמשקיעים מוסדיים, יש פעמים רבות כוח הצבעה מכריע בחברה. חוק החברות קובע מנגנון שלפיו כאשר עומדת על הפרק החלטה אם לאשר עסקה חריגה<sup>130</sup> (באספה

126 בארץ קיימים למעשה חמישה בנקים עיקריים (הפועלים, לאומי, דיסקונט, מזרחי-טפחות והבינלאומי). בנקים אלה גם שולטים ברוב הבנקים הקטנים. כך, למשל, בנק הפועלים שולט בבנק אוצר החייל ובבנק מסד, הישיר הראשון נשלט על-ידי בנק לאומי ועוד.

127 על-פי מחקר שנערך בהולנד לאורך כעשרים שנה, התחרותיות בענף הבנקאות בישראל היא בין הנמוכות בעולם המערבי. ראו: [www.themarket.com/tmc/article.jhtml?ElementId=%2Ffibo%2Frepositories%2Fstories%2Fm1\\_2000%2Fss20061224\\_34543.xml](http://www.themarket.com/tmc/article.jhtml?ElementId=%2Ffibo%2Frepositories%2Fstories%2Fm1_2000%2Fss20061224_34543.xml)

128 ראו דוח ועדת בכר, לעיל ה"ש 125, בעמ' 14-16.

129 לגבי אחריותו של החתם ראו נעם שר אחריותם האזרחית של חתמים בהצעה ראשונה של ניירות-ערך לציבור (חיבור לשם קבלת תואר "דוקטור למשפטים", אוניברסיטת תל-אביב, 2004).

130 ראו הגדרת "עסקה חריגה" בס' 1 לחוק החברות.

הכללית), יובאו בחשבון קולותיהם של בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי בעסקה.<sup>131</sup> בדרך-כלל הגורמים היחידים כמעט שמשותפים באספות כלליות מעין אלה הם המשקיעים המוסדיים ובעלי השליטה, שכן בקרב בעלי המניות מן הציבור קיימת תופעה של אדישות. בעלי מניות אלה אינם מגיעים בדרך-כלל להצבעות שכן ההחזקה שלהם במניות נמוכה (ומכאן גם יכולת ההשפעה שלהם), כך שמבחינתם אין זה יעיל להשתתף בהצבעות, לנוכח ההוצאות המרובות מול התועלת הקטנה יחסית מבחינתם. בעלי השליטה לא יוכלו לרוב להצביע, כי כאשר מדובר בעסקה חריגה – שהיא בין המוקדים הבעייתיים ביותר המבטאים את המתח שבין הגורמים השונים בחברה הציבורית – הם יהיו פעמים רבות מעורבים בה באופן כלשהו. מכאן שהקול המכריע בהחלטות מעין אלה יהיה לרוב קולם של המשקיעים המוסדיים – אותם משקיעים מוסדיים שמשמשים גם כנושים של החברה, ואשר יש להם אינטרס שונה מאשר לבעל מניות רגיל. כך, למשל, בעלי המניות נוטים להעדיף סיכונים יותר מאשר נושים, כי יש להם אפשרות רק להרוויח, ולא להפסיד (למעט את הקרן), לנוכח עקרון האחרייות המוגבלת של החברה. הנושים, לעומת זאת, יעדיפו פעמים רבות שהמדיניות בחברה תהיה סולידית, ולא כזו הנוטלת סיכונים גבוהים מדי, כי במקרה שהחברה נופלת – הם עלולים ליפול יחד איתה. כיצד הנטיות המנוגדות הללו מתיישבות

זו עם זו כאשר מדובר בבנקים?<sup>132</sup>

מהתיאור שלעיל ברי כי מעמדם של הבנקים חזק כיום ביותר במציאות הישראלית, וזאת כמעט מכל נקודת-מבט אפשרית.

המצב המתואר לעיל נכון להיום, אך יש לבחון אם הוא עתיד להשתנות כתוצאה מיישומן העתידי של המלצות ועדת בכר. ועדת בכר היא ועדה בין-משרדית אשר מונתה באפריל 2004 לצורך גיבוש המלצות לגבי הפעולות הדרושות על-מנת לבסס מבנה תחרותי

131 ראו ס' 275(א)3 לחוק החברות, הקובע שעסקה של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה או שלבעל השליטה יש עניין אישי בה צריכה להיות מאושרת באספה הכללית (לאחר אישורה על-ידי הדירקטוריון ועל-ידי ועדת הביקורת) על-ידי שלישי לפחות מבעלי המניות המשתתפים בהצבעה שאינם בעלי עניין אישי בעסקה הנדונה.

132 יודגש כי המגמה – במיוחד כעת, לאחר תחילת יישום המלצותיה של ועדת בכר – היא לעודד את המשקיעים המוסדיים להיות מעורבים בניהול החברה, להצביע ולהשפיע על תפקודה. זאת, לנוכח הבעיה השכיחה של קיום בעל שליטה בחברות הציבוריות, והרצון (והצורך) להגן על בעלי המניות מקרב הציבור. המשקיעים המוסדיים, כמי שמחזיקים למעשה את כספי הציבור ובהיותם בעלי ידע ומשאבים, הם גורם אידיאלי לכאורה לפיקוח על החברה ולמעורבות בה. ראו ס' 5.1 להמלצות ועדת גושן, לעיל ה"ש 123. כמו-כן הוקמה לאחרונה ועדה מטעם משרד האוצר לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבותם של הגופים המוסדיים בשוק ההון, אשר אמורה לטפל, בין היתר, בנושא זה. הוועדה הגישה דוח-ביניים ב-1.4.2007. המלצות הוועדה הן, בין היתר, מיקוד חובת ההשתתפות של הגופים המוסדיים בנושאים שבהם יש ניגוד עניינים עם בעל השליטה וכן בנושאים שבהם עלולה להיות פגיעה בעמיתים; עידוד הגופים המוסדיים לגבש המלצות הצבעה, תוך היעזרות בגורמים מקצועיים; וכן הגברת השקיפות באשר לשיקולים המנחים אותם בהחלטות בנוגע להצבעה ולהשקעה. להמלצות הוועדה ראו: [www.mof.gov.il/hon/2001/gemel/memos/hemdani.pdf](http://www.mof.gov.il/hon/2001/gemel/memos/hemdani.pdf).



בשוק ההון.<sup>133</sup> להלן חלק מההמלצות העיקריות של ועדת בכר, אשר הוגשו בספטמבר 2004:<sup>134</sup>

- תאגיד בנקאי לא יוכל להחזיק אמצעי שליטה כלשהם בחברה לניהול קופות-גמל או בקופת-גמל, או בחברה שהיא מנהל קרן להשקעות משותפות בנאמנות, ולא יהיה בעל עניין בתאגיד שהינו בעל עניין בחברות מסוגים אלה.
  - גופים שעם בעלי העניין בהם נמנים תאגיד בנקאי או בעלי שליטה בתאגיד בנקאי, ואשר רשאים לעסוק בניהול תיקים בהתאם לחוק, לא ינהלו נכסים בעבור מבטח, קופת-גמל או קרן נאמנות (גופים מוסדיים).
  - יש לחוקק חוק שלפיו שליטה ואחזקה בשיעור נקוב מאמצעי השליטה בגוף מוסדי יתנו בקבלת היתר, אשר יינתן תוך התחשבות בנקיון-כפיים, בניגודי עניינים, בכשירותם ובמיומנותם המקצועית של דירקטורים ומנהלים, באיתנות פיננסית ועוד.
  - לא יינתן היתר לרכישת קופת-גמל, מבטח או קרן נאמנות אם נתח השוק של הרוכש, בעלי שליטה בו והגופים הנשלטים על-ידיהם יעלה לאחר הרכישה מעל שיעור מסוים מהשוק הרלוונטי (בחלק מהמקרים 15% ובחלק אחר 20%).
  - תאגיד בנקאי לא יוכל לעסוק בשיווק מוצרים פיננסיים מסוימים, אשר לגביהם הוא יוכל רק לייעץ. לעומת זאת, תאגיד כזה יוכל לייעץ ולמכור מוצרי ביטוח חיים ופנסיה (לאחר השלמת מכירתיו בקופות-גמל, ואם אינו בעל עניין במבטח).
- המטרה ביישום המלצותיה של הוועדה היא הפחתת הריכוזיות במשק וייעולו, וזאת באמצעות צמצום כוחם היחסי של הבנקים בשוק ההון וחתירה למזעור מצבים של ניגודי עניינים, כפי שתוארו לעיל בקצרה. רפורמת בכר אמורה לעודד ריבוי משתתפים בשוק ההון, בתחום התיווך והמוצרים הפיננסיים, מתוך הנחה שפתיחת השוק למתחרים נוספים תיצור בסופו של דבר שוק משוכלל יותר ותוויל את העלויות של המשתמשים במוצרי. עם זאת, חשוב לשים לב כי הדרת רגליהם של הבנקים מתחומים מסוימים (כגון קופות-הגמל וקרנות הנאמנות) משולבת בכניסתם של הבנקים לשוק חדש של שירותים פיננסיים – הביטוח הפנסיוני. כך שאף-על-פי שהרפורמה מקטינה משמעותית את חלקם של הבנקים בתחום שירותים מסוים, היא יוצרת להם כר פעולה חדש, אם כי מצומצם יותר.<sup>135</sup>

133 על הוועדה באופן כללי, ועל דרך בחינתה את הנושא, ראו: [www.mof.gov.il/bachar/asp/tamtzit1.asp](http://www.mof.gov.il/bachar/asp/tamtzit1.asp).

134 דוח ועדת בכר, לעיל ה"ש 125, בעמ' 5-11 לדוח.

135 בתחילה היו הבנקים אמורים לחכות חמש שנים מיום מכירת נכסיהם (קופות-הגמל וקרנות הנאמנות) לפני שיוכלו להיכנס לתחום הביטוח הפנסיוני. אך על-פי הסכם שנחתם לאחרונה בין משרד האוצר לבנק הפועלים, יוכל הבנק לייעץ ולשווק גם בתחום ביטוח החיים, נוסף על תחום הביטוח הפנסיוני, לכלל השכירים במשק החל באוגוסט 2010. בתמורה ימכור הבנק את אחזקותיו בבנק מסד עד סוף 2007 (על-מנת לצמצם את כוחו במגזר הבנקאי). ראו: [www.themarker.com/tmc/article.jhtml?ElementId=skira20070722\\_884571&origin=ibo&st.rToSearch=%E5%F2%E3%FA%2C%E1%EB%F8](http://www.themarker.com/tmc/article.jhtml?ElementId=skira20070722_884571&origin=ibo&st.rToSearch=%E5%F2%E3%FA%2C%E1%EB%F8). יצוין כי כרגע ההסכם אינו חל על בנק לאומי, אך הצפי הוא שגם בנק זה יצטרף אליו בעתיד. ראו: [www.globes.co.il/serve/globes/docview.asp?did=1000236650&fid=585](http://www.globes.co.il/serve/globes/docview.asp?did=1000236650&fid=585).

מאידך גיסא, עם החלשתם של הבנקים, תגבר הדומיננטיות של חברות הביטוח, למשל, אשר ירכשו את קופות הגמל או קרנות הנאמנות אשר הבנקים ייאלצו למכור.<sup>136</sup> עם זאת, גורמים נוספים ושונים ייכנסו לשוק, מה שצפוי להפוך אותו לתחרותי יותר.<sup>137</sup>

כיום אנו נמצאים כמה שנים לאחר תחילת יישומה של הרפורמה, והדומיננטיות של הבנקים בשוק הפיננסי רבה עדיין. ההערכה היא שהדרך עוד ארוכה עד להיווצרות שוק הון תחרותי משוכלל, כחזונו של מגבשי המלצות במשרד האוצר. אף שהבנקים אינם שולטים עוד בקופות הגמל ובקרנות הנאמנות, כוחם בשוק רב ביותר.<sup>138</sup> מדובר בעיקר בשני הבנקים הגדולים – בנק לאומי ובנק הפועלים.

לסיום, ברצוני להתייחס לדבר נוסף העשוי להשפיע בעתיד על מרכזיותם של הבנקים כגורמים המקצים את מירב האשראי בישראל: הנפקות אגרות החוב הקונצרניות, אשר הולכות ומתרבות בשוק ההון.<sup>139</sup> בהנפקות אלה, הציבור אשר רוכש את אגרות החוב משמש למעשה בעל חוב של החברות העסקיות המנפיקות. מדובר אם כן באפיק אשראי נוסף ומקביל לאשראי הבנקאי, אשר בא מהמגזר הפרטי (בעיקר באמצעות המשקיעים המוסדיים). נראה כי היקף ההנפקה של אגרות חוב אלה ונטילת האשראי מן הציבור ילך ויתרחב בשנים הקרובות, וזאת על חשבון הבנקים. יודגש כי על אף הפיחות במעמד של הבנקים כמעניקי האשראי היחידים כמעט במשק, מדובר עדיין בגוף החזק ביותר, אשר מקצה את מירב האשראי העסקי.<sup>140</sup> אולם ככל שתלך ותתחזק נטייתן של החברות בישראל לפנות לשוק על מנת להשיג אשראי, ולא לבנקים, כן יפחת כוחם של הבנקים, והשוק יהיה תחרותי יותר וצפוי להתנהג בצורה יעילה יותר.<sup>141</sup>

136 נוסף על כך קיים חשש שמא ייווצרו שיתופי פעולה בין הבנקים לבין חברות הביטוח באופן שיסכל את מטרותיה של ועדת בכר. ראו: [www.themarker.com/tmc/article.jhtml?log=ta&ElementId=skira20070312\\_836069](http://www.themarker.com/tmc/article.jhtml?log=ta&ElementId=skira20070312_836069).

137 אכן, הדומיננטיות של הבנקים בתחום כבר נחלשת. ראו, למשל: [www.themarker.com/tmc/article.jhtml?log=tag&ElementId=t120070123\\_8782621](http://www.themarker.com/tmc/article.jhtml?log=tag&ElementId=t120070123_8782621).

138 כך, למשל, משרד האוצר שקל לא להתיר לבנקים לייעץ בקשר לפנסיה של שכירים בחמש השנים הקרובות, בין היתר בשל הדומיננטיות של הבנקים הגדולים על הבנקים הקטנים יותר בתחום זה, אשר הפחתתה הייתה מתכליתיה העיקריות של הרפורמה מלכתחילה, ובשל יכולתם של הבנקים להטות את הציבור לכיוון אפיקי השקעה אחרים, תוך משיכת כספים מסיבית מקרנות הנאמנות, אשר אינן עוד בידם. ראו: [www.themarker.com/tmc/article.jhtml?log=tag&ElementId=skira20061220\\_803410](http://www.themarker.com/tmc/article.jhtml?log=tag&ElementId=skira20061220_803410).

139 ראו: [www.haaretz.co.il/hasite/pages/ShArtPE.jhtml?itemNo=836743&contrassID=2&subContrassID=6&sbSubContrassID=0](http://www.haaretz.co.il/hasite/pages/ShArtPE.jhtml?itemNo=836743&contrassID=2&subContrassID=6&sbSubContrassID=0).

140 ראו: [www.haaretz.co.il/hasite/pages/ShArtPE.jhtml?itemNo=837490&contrassID=2&subContrassID=17&sbSubContrassID=0](http://www.haaretz.co.il/hasite/pages/ShArtPE.jhtml?itemNo=837490&contrassID=2&subContrassID=17&sbSubContrassID=0) וכן: [www.bankisrael.gov.il/deptdata/stability/indic/t03h.xls](http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/stability/indic/t03h.xls).

141 למרות הגאות בשנים האחרונות בהנפקות של אגרות חוב קונצרניות, יש החוששים כי מדובר למעשה בבוועה וכי עלולה להיווצר פגיעה בשוק, שכן המשקיעים המוסדיים, בניגוד לבנקים, אינם מתמחים בתמחור הסיכון בעסקות אשראי, כך שהם עלולים להסתבך ברכישת אגרות

המסקנה המתבקשת לנוכח המאפיינים של ענף הבנקאות בישראל, כפי שתוארו לעיל, היא שמדובר בשוק שאינו מתאפיין בתחרותיות כרגע, אלא בריכוזיות וכנראה בחוסר יעילות, אם כי ייתכן שבשנים הקרובות תהיה התפתחות חיובית בעניין זה. במצב הנוכחי, ייתכן שצפי לתגובה מסוימת כתוצאה מתמריצים כלשהם לא יתגשם בארץ כפי שהיה מתגשם כנראה במשק בעל סממנים תחרותיים יותר. יודגש כי העובדה שבארץ קיימת מערכת בנקאית ריכוזית אין משמעותה שלילית בלבד. במערכת כזו יש גם יתרונות, כגון יכולת טובה יותר של הבנק לקבל מידע על הגורמים שהוא מעורב בהם ולפקח עליהם,<sup>142</sup> וכן יציבות גדולה יותר של המערכת הבנקאית.<sup>143</sup> בעת בחינת ההשפעה העתידית של החלת דין כלשהו על המערכת הבנקאית בישראל יש להתחשב לכן הן ביתרונות הקיימים במערכת זו והן בחסרונותיה. התעלמות מהם עלולה להוביל לתוצאות לא-יעילות.

## פרק ד: התניה על דיני חדלות-פירעון בהתחשב במאפייני הכלכלה והדין בישראל

בפרק הקודם תוארו מאפיינים מרכזיים של הכלכלה והדין בישראל בהקשר של היחסים בין החברה לבין נושיה. בפרק הנוכחי נתייחס להשפעתם של מאפיינים אלה על הסוגיה של יכולת ההתניה על דיני חדלות-פירעון. תחילה נבחן בנפרד כל מרכיב שנידון קודם, תוך הדגשת משמעותו לגבי הדיון הכללי ברשימה ביחס ליכולת ההתניה על הדין. בהמשך נתייחס באופן ספציפי להשלכה של הניתוח הקודם על כל אחד מסוגי ההתניות אשר נבחנו קודם לכן במאמר.

חוב מסוכנות, וכמובן – לסבך את הציבור המשקיע דרכן. ראו: [www.haaretz.co.il/hasite/pages/ShArt.jhtml?itemNo=388985](http://www.haaretz.co.il/hasite/pages/ShArt.jhtml?itemNo=388985).

142 ראו: Robert Marquez, *Competition, Adverse Selection, and Information Dispersion in the Banking Industry*, 15 REV. FIN. STUD. 901 (2002), available at [rfs.oxfordjournals.org/cgi/reprint/15/3/901.pdf](http://rfs.oxfordjournals.org/cgi/reprint/15/3/901.pdf).

143 ראו: Nicola Cetorelli, *Competition among Banks: Good or Bad?* 2 Q. ECON. PERSP. 38 (2001), available at [www.chicagofed.org/publications/economicperspectives/2001/2qpart4.pdf](http://www.chicagofed.org/publications/economicperspectives/2001/2qpart4.pdf). מערכת הבנקאות בישראל נחשבת יציבה, בין היתר דווקא בזכות היותה ריכוזית. משום כך גם הנטייה היא שלא יהיו במערכת בנקים קטנים, אשר אינם יציבים ואינם תורמים למעשה לתחרות בשוק. ראו סקירה שנתית (2005) על מערכת הבנקאות בישראל שנעשתה על-ידי בנק ישראל – המפקח על הבנקים, פרק א, חלק א, זמין ב: [www.bankisrael.gov.il/deptdata/pikuah/skira05/ch\\_aa.pdf](http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/pikuah/skira05/ch_aa.pdf).

## 1. מאפייני הכלכלה והדין והשפעתם האפשרית על הסוגיה הנידונה

בקשר לדין בישראל, לטעמי, הדבר הבסיסי ביותר שניתן להצביע עליו הוא שהדין הישראלי מגן יותר על האינטרסים של הנושים (pro-creditor) בהשוואה לדין האמריקאי, אשר מתחשב מאוד באינטרסים של החייב (pro-debtor). דבר זה בא לידי ביטוי בשני היבטים של הדין הישראלי אשר נבחנו בפרק הקודם: מינוי של בעל-תפקיד חיצוני בשני הליכי חדלות-פירעון, והגנה רחבה יותר על זכויותיהם של נושים מובטחים, לפחות בהקשר של הליכי פירוק. מה משמעותם של שני ההיבטים הללו?

מינוי בעל-תפקיד – מערכת האיוונים שיש לבחון משתנה ככל שמדובר בצורך להתייחס לאינטרסים האישיים של המנהלים ולטובות-ההנאה שהם עשויים לגבות בהסדר נבחר כלשהו. מהי ההשלכה של העובדה שהמנהל בהליך הוא בעל-תפקיד הממונה על-ידי בית-המשפט, ולא ההנהלה הרגילה של החברה? מן הצד האחד, ניתן לומר שהחשש מפני קבלת החלטות בצורה שאינה יעילה לחברה (ובעקבות כך גם לנושים) ממוזער במקרה של ישראל. סביר להניח שבעל-תפקיד לא ינקוט צעדים שעלולים לפגוע בשווי החברה, שכן על-פי שווי זה נקבע שכרו-הוא.<sup>144</sup> כמו-כן ניתן לטעון שלבעל-תפקיד תהיה נטייה פחותה לפעול לטובת נושה מסוים, מכיוון שהוא מגיע מחוץ לחברה ואין לו (לכאורה) ניסיון קודם שעלול לפגוע בשיקול-דעתו. על כך מיתוספת העובדה שבעל-תפקיד פועל בפיקוחו של בית-המשפט, ואמור לקבל את אישורו לרוב הצעדים שהוא עושה, כך שיכולתו לפעול תוך מניפולציות שונות קטנה יחסית.<sup>145</sup> גם הרצון של בעל-תפקיד להוכיח את יכולותיו הניהוליות הביצועיות וליצור לעצמו מוניטין חיובי יכול למלא תפקיד בהקשר זה.<sup>146</sup>

מן הצד האחר, ניתן לומר כי לבעל-תפקיד, בדומה להנהלה, יש אינטרס להמשיך את פעילות החברה, שכן גם הוא מעוניין להשיא את ערכה, אשר לפיו ישולם שכרו. ככלל, בעל-תפקיד ירצה שהחברה תמשיך לפעול תחתיו על-מנת להמשיך לקבל – או אף להגדיל – את ההטבות שהוא מקבל דרכה. דבר זה עלול לבוא לעיתים על-חשבון היעילות והתועלת של שאר הגורמים הרלוונטיים. נוסף על כך, מדובר בחבורה מצומצמת מאוד של בעל-תפקידים אשר ממונים על-ידי בית-המשפט. היות החבורה מצומצמת וסגורה יוצר סוג של מלכוד: מצד אחד, התמקצעותם בתחום רבה יותר ואיכות הניהול שלהם אולי טובה יותר (שהרי ניהול חברות במשבר מצריך מיומנויות ספציפיות ומיוחדות); אולם מצד אחר, נוצרת קליקה סגורה, ודבר זה יוצר חסרונות. אחד החסרונות הבולטים הוא הקשר שנוצר עם הנושים החזקים, קרי, הבנקים. הבנקים הם שמזרימים פעמים רבות את האשראי

144 שכרו של בעל-תפקיד מורכב משיעור מסוים מתקבולי ההכנסה שהתקבלו במזומנים בתקופה מסוימת, וכן משיעור מסוים מהתקבולים שהתקבלו בעקבות מימוש נכסים או מסך כל הנשייה שחולקה בפועל לנושים בהתאם לאחוז שחולק להם ביחס לנשייתם המוכחת. ראו תקנות החברות (כללים בדבר מינוי כונסי נכסים ומפרקים ושכרם), התשמ"א-1981, ק"ת 4212.

145 על חובותיו של בעל-תפקיד בהליך פירוק ראו: Steven Rhodes, *The Fiduciary and Institutional Obligations of a Chapter 7 Bankruptcy Trustee*, 80 AM. BANKR. L.J. 147 (2006).

146 אם כי אין ספק שעניין זה ממלא תפקיד דומה גם בהקשר של המנהלים הרגילים.

לצורך מימון ההליך (אשראי שמשמש, בין היתר, גם לתשלום שכרו של בעל-התפקיד עצמו), ונוסף על כך הם נושים חוזרים, כמעט בכל תיק, כאשר גם בעל-התפקיד חוזר על עצמו וגם הנושה חוזר על עצמו, עשויים להיווצר יחסים קרובים יותר בין שניהם, והדבר עלול להוביל במקרים מסוימים גם לניגודי אינטרסים בין בעל-התפקיד/הנושה החזק לבין הנושים האחרים. נוסף על כך, במקרים רבים, כגון במקרה של כינוס נכסים, בעל-התפקיד מתמנה בהמלצתו של הנושה המובטח,<sup>147</sup> כך שתיתכן קרבה יתרה בין סוג נושים זה לבין בעל-התפקיד, שעלולה להשפיע לרעה על יכולתו לקבל החלטות בצורה אובייקטיבית, כמצופה ממנו.<sup>148</sup>

ניתן לסכם את האמור לעיל באשר למינוי בעל-התפקיד בהליך חדלות-פירעון בצורה הבאה: בניגוד למצב שבו ההנהלה נשארת בתפקידה, כאשר מתמנה בעל-התפקיד, פוחת לכאורה החשש שהוא יעשה פעולות מסוימות או יחליט החלטות כלשהן רק כדי לגבות טובת-הנאה. חשש זה אינו מתאיין אומנם לגמרי, לנוכח האינטרסים האישיים של בעל-התפקיד, אולם נראה כי הוא פוחת, משום שהאינטרסים והקשרים שלו בחברה ועם הגורמים השונים הקשורים אליה מובהקים פחות מאלה של ההנהלה. מכל מקום, אין להתעלם כליל מהחשש שקיים בכל-זאת באשר לפעולות בעייתיות אפשריות גם מצידו.

היקף תחולתו של צו עיכוב הליכים – העובדה שצו עיכוב הליכים אינו חל על נושים מובטחים במקרה של כניסה להליך פירוק מגדילה את פערי האינטרסים בין הנושים המובטחים לבין אלה שאינם מובטחים. נטייתם הבסיסית של הנושים המובטחים להעדיף הליך פירוק על הליך הבראה מועצמת בשיטה משפטית כמו שלנו, שבה הפער בין הזכויות אינו נוגע רק במהות הזכות, אלא גם באופן ובתזמון של מימושה. ברגע שיש הסדר נפרד בעניין כזה בכל אחד מההליכים, נוצר באופן מיידי מתח נוסף בין הנושים השונים, אשר מושפעים בהכרח מתחולתו. פערי הכוחות בין הנושים המובטחים לבין אלה שאינם מובטחים מוחרפים אף הם לנוכח העדיפות הניתנת לנושים המובטחים.

קעת ביחס למשק הישראלי. בהקשר זה ברצוני להזכיר תחילה כמה נקודות שעלו בפרק הקודם, ולאחר-מכן לפתח אותן ולקשרן לסוגיה העומדת לדיון: (1) מגזר החברות הפרטיות הוא מגזר מרכזי בישראל, ולכן יש להתייחס לבעיות הספציפיות המאפיינות אותו במסגרת קביעת המדיניות המשפטית. (2) במגזר החברות הציבוריות הקושי המרכזי שיש להתמודד איתו הוא בעיית הנציג הקיימת בין בעל מניות השליטה לבין בעלי מניות המיעוט, וכן בין בעל מניות השליטה והנהלה לבין הנושים, לנוכח ריכוזיות האחזקה במניות. (3) ענף הבנקאות בארץ ריכוזי גם הוא, ומתאפיין בסממנים של העדר תחרות, בעיקר בכל הקשור להקצאת אשראי. (4) נכון לעכשיו, לבנקים בישראל יש דריסת-רגל במגוון הקשרים בשוק ההון, אם כי מאפיין זה ישתנה כנראה בעתיד הקרוב.

חברות פרטיות וציבוריות בישראל – שתי ההבחנות לעיל ביחס לחברות אלה קשורות

147 כינוס נכסים הוא הליך שבו בעל-התפקיד מתמנה לבקשתו של נושה בעל שעבוד צף לשם מימוש זכויותיו בנכסים.

148 על חובתו של בעל-התפקיד לנהוג בצורה שוויונית כלפי כלל הנושים ראו: *In re Michelex Ltd.*, 195 B.R. 993, 1009 (1996).

לדעתי זו לזו מבחינת נפקויותיהן. המשמעות המרכזית שלהן היא שבישראל יש לרוב האחדה בין ההנהלה לבין בעלי מניותיה. במקרה של חברות פרטיות מדובר בהאחדה מיהותית בדרך-כלל, ובמקרה של חברות ציבוריות מדובר בהאחדה מהותית עם בעלי השליטה. במקרה של חברה פרטית החשש נוגע בעיקר ביכולתם של בעלי המניות לפגוע באינטרסים של הנושים על-מנת להשיג תועלות אישיות לעצמם. כאשר להנהלה יש גם אינטרס שיורי בחברה – וזה לרוב המצב בחברות אלה – הרצון שלה להרוויח גדל אומנם, אך כך גם מוכנותה ליטול סיכונים גדולים יותר לשם כך. חשש דומה קיים (אם כי במידה פחותה אולי, לנוכח ההסדרים החוקיים השונים החלים על שני סוגי החברות ולנוכח הרכבה של הנהלת החברה עצמה) גם בחברה ציבורית ממוצעת בישראל. על כך נוסף גם החשש מניצול מעמדו של בעל השליטה לקיפוחם של בעלי מניות המיעוט. כאשר יש הפרדה בין ההנהלה לבין בעלי המניות, ייתכן שחשש זה פוחת, מכיוון שאין להנהלה עצמה אינטרס גדול מדי בנטילת סיכונים מיותרים. לדעתי, כאשר בעלי המניות עצמם הם שמנהלים את החברה, החשש מפני הפעלת שיקול-דעת בצורה שאינה מיטבית גדול יותר.

המגזר הבנקאי – הדומיננטיות והריכוזיות אשר מאפיינות את המגזר הבנקאי מעצימות את פערי הכוחות והמידע בין הנושים המובטחים לבין אלה שאינם מובטחים. פערים אלה קיימים לא רק לנוכח מעמדם של נושים אלה בחדלות-פירעון, אלא גם לנוכח עוצמתם של הבנקים אף ללא קשר לחדלות-פירעון. אין למעשה שום נושה שיכול להשתוות לתאגידיים הבנקאיים ביכולות הפיננסיות כמו-גם במידת התחכום. נוסף על כך, מעבר להשפעה הברורה של מצב זה על היחסים בין הנושים, מאפיינים אלה משפיעים גם על היחסים בין החברה לבנקים, הן בשלב של קדם-ההליך והן במסגרתו. אין ספק, למשל, שאם קיים מגוון צר ביותר של מקורות אשראי לחברות, הדבר משפיע על תפקודן ועל החלטותיהן. כמו-כן, מאפייני הבנקים עשויים להגביל את מרחב הפעולה של החברה, גם במצב של חדלות-פירעון, דבר שעשוי לעיתים להתברר כחיובי. ניתן לומר שלבנקים יש תפקיד מרכזי בחברה הן בזמן פעילותה הסדירה והן בהיכנסה לקשיים כלכליים. תפקיד זה אינו תחום ליחסים בין הבנק לבין קבוצת-אינטרס אחת בחברה, אלא חולש ומשפיע על כל ההיבטים השונים במסגרתה.

## 2. מסקנות אפשריות לגבי סוגי ההתניות השונים

חלק זה מוסיף על מה שנאמר בסיכום-הביניים של פרק ב (להלן: סיכום-הביניים), בהסתמך על המאפיינים אשר נסקרו קודם לכן ביחס למצב בישראל. התניה על צו עיכוב הליכים – אחת הבעיות העיקריות בהענקת יכולת התניה זו נובעת מכך שברור כי הנושים שיזכו לנצל את היכולת הזו ואת ההטבות הגלומות בה לטובתם (אולי על-חשבון שאר הנושים) יהיו הנושים החזקים יותר. הם אלה שמתוחכמים מספיק ויכולים לתמחר את עלויותיהם ואת הסיכונים מול הסיכויים בכל פעולה שהם מבצעים. להם זה גם עולה פחות באופן יחסי, כי יש להם בדרך-כלל מידע רב יותר מראש. הנושים החזקים הם הנושים הפיננסיים, שהם בדרך-כלל גם נושים מובטחים. נשאלת השאלה

מדוע בכלל להעניק לנושים אלה יכולת התניה על עיכוב הליכים, אם ממילא הם יהיו זכאים בדרך-כלל לעדיפות על שאר הנושים מעצם היותם נושים מובטחים? לכאורה, הדיון בארץ מתייטר לגבי נושא זה, כי ממילא הנושים החזקים – שהינם קהל-היעד הראשוני של תניות מסוג זה – זוכים בהטבה זו בהליך פירוק, שהוא עדיין הליך חדלות-הפירעון המרכזי. נראה שאם ממילא ברוב המקרים יהיו נושים אלה זכאים לכך, אזי העלויות ex ante לא ממש ישתנו בפועל מבחינת החברה. אין טעם לתמחר מחדש זכות שממילא כבר ניתנת לנושה. העובדה שבתי-המשפט אינם מאשרים על-פירוב כניסה להליך הבראה ללא הסכמת הנושים המובטחים מובילה אף היא למסקנה שיכולת התניה כזו לא תוביל כנראה להזלת עלויות מבחינת נושים אלה. לנושים המובטחים, קרי הבנקים, יש ממילא כוח רב להשפיע על ההליך, ולכן נראה שיכולת התניה כזו לא ממש תעלה או תוריד מבחינתם.

מדוע אם כן להעניק בכל-זאת את יכולת ההתניה הזו? לעניין זה נחזור למסקנה שצינינו בסיכום-הביניים, שלפיה ייתכן שהענקת זכות זו תשמש קלף-מיקוח במשא-ומתן לפני כניסה להליך חדלות-פירעון. במקרה שהזכות אכן תוכל לשמש לצורך זה, אין סיבה למנוע אותה בישראל על-פי נתוני השוק שהזכרנו. במקרה של ישראל ניתן אף לומר שהענקת יכולת כזו תסייע בצמצום הפערים בין הנושים החזקים לחלשים יותר, שכן במקרים מסוימים יוכלו גם האחרונים לשפר את מצבם במקביל לשיפור מצב החברה. הענקת יכולת התניה במקרים אלה תסייע לדעתי בקידום מטרותיהם של דיני חדלות-פירעון.

התניה על המשך קיום החוזה – כפי שצוין לעיל, ההנחה היא שהאינטרסים האישיים של בעל-התפקיד בהמשכת פעילות החברה משמעותיים פחות מאלה של ההנהלה. לפיכך ייתכן מאוד שבשיטה משפטית שבה ממונה בעל-תפקיד פוחת החשש שמא החברה תחליט להמשיך בפרויקטים לא-יעילים<sup>149</sup> בשל סיבות שאין מקום להביאן בחשבון במסגרת הליכי חדלות-פירעון. אם כן, לכאורה, גם אין סיבה להעניק לצד האחר סמכות מכרעת בעניין זה, כי בעל-התפקיד יוכל לשקול את השיקולים של כלל הנושים ולהכריע מה הצעד הטוב ביותר לחברה. דבר זה נוגע כמוזן יותר בתכלית ex post של דיני חדלות-פירעון, ולא בתכלית ex ante, שכן ייתכן שמבחינת הצד האחר לחוזה עדיף מצב שבו יכולת כזו מוכרת, ואם היא אכן מוכרת, יגרום הדבר להזלת עלויות האשראי.

בנקודה זו יש רלוונטיות רבה לדומיננטיות של הבנקים במשק. בין שמדובר בבעל-תפקיד ובין שמדובר בהנהלה המקורית, הבנק יוכל להשפיע כנראה על החלטות החברה, ובכלל זה גם על החלטות הקשורות להמשך ביצוע פרויקטים. לבנק יש בדרך-כלל גם מידע רב על מצבה הכלכלי של החברה, דבר המשפר אף יותר את יכולתו לפקח על החלטותיהם של הגורמים הרלוונטיים. דבר נוסף המחזק את הטיעון שלפיו הבנק יכול למלא תפקיד מכריע במקרה כזה הוא העובדה שהוא עצמו אינו יכול כמעט להיקלע במקרים כאלה לפוזיציות "הצד האחר לחוזה". הבנק אינו מבצע על-פירוב פרויקטים עם החברה, אלא מממן את פעילותה. לו עצמו, לפיכך, לא יהיה כמעט שימוש בזכות ההתניה המאפשרת

149 יצוין כי לבעל-התפקיד יש סמכות על-פי חוק לוותר על חוזה מכבידים של החברה (כאישור בית-המשפט), וסמכות זו התפרשה ככוללת גם זכות לאמץ חוזה שיועילו לחברה. ראו ס' 360-365 לפקודת החברות.

לבטל את החוזה במצב של חדלות-פירעון, כי בשלב זה הוא כבר השלים בדרך-כלל את כל חיוביו על-פי החוזה (שכן בדרך-כלל מדובר בהזרמת אשראי), וכעת הוא רק נושה, כלומר, כעת הוא רק צריך לקבל, כך שבטלותו של החוזה לא תיטיב עימו ממילא. תניה מסוג זה רלוונטית בעיקר במצבים שבהם הצד בר-הפירעון אינו מעוניין להמשיך לקיים את חיוביו על-פי החוזה בשעה שהוא אינו יודע אם החובות כלפיו ימולאו. אם אכן כך, אזי ניתן לומר שמעבר למידע הרב שיש לבנק וליכולות הפיקוח שלו, ברוב המקרים גם לא יהיה לו עניין ישיר בחוזה המדובר. לעומת זאת, יהיה לו עניין כלכלי באותו חוזה, לפחות כל עוד החוב כלפיו לא נפרע. אם כן, בארץ יש שני מאפיינים אשר משתלבים לדעתי זה בזה. המאפיין הראשון הוא שיש בעל-תפקיד, ולרוב החשש מהחלטות מוטות שלו, שאינן לטובת החברה, קטן מזה שקיים כאשר ההנהלה המקורית נשארת בתפקידה. המאפיין השני הוא שיש גורם שיכול להשגיח ולוודא כי ההחלטות שמתקבלות הן אכן לטובת הנושים. גורם זה הוא הבנק, אשר בכלכלה הישראלית יש לו תפקיד מרכזי. לכן, דעתי היא כי אין להעניק לצד האחר יכולת התניה בעניין המשך קיום החוזה עם החברה. לכל-היותר ניתן לדעתי להעניק לבנקים יכולת לחוות את דעתם בסוגיות כאלה העולות במהלך ההליך, על-מנת לנצל את התחכום והידע שלהם על החברה (ולנוכח האינטרס האישי שלהם בהשאת ערכה).

התניה בדבר הליך חדלות-הפירעון – בשיטה המשפטית הנהוגה בישראל, התניות חוזיות מסוג זה יכולות להועיל, שכן יש בארץ בעיה הנוגעת בתמרוץ מנהלים להיכנס בזמן להליך חדלות-פירעון. בעיה זו נובעת מכך שההנהלה מוחלפת בכל מקרה במסגרת ההליך, ולכן נטייתה תהיה לדחות את הכניסה אליו כמה שיותר.<sup>150</sup> אם אפשר לקבוע מראש תנאים לכניסה להליך, הדבר יכול לנטרל את הנטייה הזו, ולחסוך עלויות לחברה. אך כפי שנאמר בסיכום-הביניים, דעתי היא כי אין טעם בקביעה לכתחילת של הליך חדלות-הפירעון ופרטיו, שכן אז אין כמעט שום משמעות אפקטיבית למהלך, שהרי לא ידוע עדיין מה באמת יתאים לחברה במועד שבו יהיה הדבר רלוונטי. לכל-היותר ניתן לקבוע התניות חוזיות המחייבות את ההנהלה בדיווח לנושים, למשל, אם שיעור חובותיה של החברה עובר אחוז מסוים ביחס לנכסיה. בצורה זו יהיו הנושים עם היד על הדופק, ויכולו להיכנס להליך העדיף מבחינתם (מבין השניים הקיימים) אם מצבה של החברה יתדרדר. כך יפחת החשש שמא ההנהלה תעכב כניסה להליך ובכך תשית עלויות נוספות על החברה.

הדרך הרלוונטית יותר בסוג זה של התניות היא באמצעות חוזה לאחר הכניסה לחדלות-פירעון, שאז הסכמה לגבי פרטי ההליך יכולה להיות יעילה. כיצד ישפיעו במקרה כזה המאפיינים שהזכרנו קודם? ראשית, הפערים הגדולים בין הנושים בישראל עלולים לגרום לתוצאות שליליות בעניין זה, מבחינת היכולת להסכים בחוזה על ההליך המיטבי. גם אם נניח שמבחינה מעשית הדבר אפשרי (ועלויות העסקה אינן גורמות לביטול מראש של

150 יצוין, עם זאת, כי יש גם תמריץ שלילי להנהלת החברה לדחות כניסה להליך, בדמות הגשה פוטנציאלית של תביעות בגין הפרת אחריותם כלפי החברה, במיוחד בהסתמך על ס' 373-374 לפקודת החברות. ראו, למשל, ע"א 3016/90 ארנרין נ' המנהל המיוחד של והכונס של כוכב השומרון בע"מ (בכינוס ובפירוק), תק"על 94 (3) 904 (1994) (חיוב מנהל חברה באחריות אישית כאשר הסיבה העיקרית להתמוטטות החברה הייתה המשכת עסקי החברה).



המהלך), קיים עדיין חשש שהנושים הגדולים ינצלו את כוחם הרב ממילא במצב כזה. נושים אלה עלולים לדאוג לאינטרסים שלהם, תוך פגיעה בשאר הנושים, ואולי גם תוך פגיעה בערך החברה או בהשאת ערכה. כך, למשל, אם תותר בחירה בחוזה בין שני ההליכים המוכרים לנו כיום – פירוק או הבראה – אזי ההבדל בין זכויותיהם של הנושים המובטחים בפירוק לבין זכויותיהם בהבראה (למשל, לעניין יכולתם לממש את השעבוד) יניע אותם כנראה ללחוץ לכיוון של פירוק. ספק אם הם ישקלו את האפשרות שאולי דווקא הבראה עדיפה לחברה.

במצב שבו הדין מבוסס על חוזים בין הצדדים, יתעצמו הפערים בין הבנקים לבין שאר הנושים. המחוקק בחר להגן על לקוחות הבנקים באמצעות חקיקה מנדטורית, בדיוק מהסיבה שהבנקים מתוחכמים בהרבה מלקוחותיהם ולכן יש להגן בחוק על האינטרסים של הלקוחות.<sup>151</sup> אומנם, השחקנים המשתתפים במגזר העסקי יהיו בדרך-כלל מתוחכמים יותר מלקוח ביתי ממוצע, אך עדיין אי-אפשר להשוות בין היכולת והכוח של הבנק לבין יכולתו של כל גוף אחר כמעט במשק. כאשר מדובר בכריתת חוזים, סביר שיכולת זו תשמש לטובת העצמתו של הבנק, ולא לשם העצמתם של הגורמים הקטנים יותר (והחלשים ממילא). ככל שיש אפשרויות רבות יותר "לשחק" עם הזכויות והחובות של כלל הגורמים המעורבים בחברה, הבנק רק יתחזק, מכיוון שהוא יוכל להשפיע יותר על החברה. כוח זה יהיה משמעותי ביותר אם תינתן לנושים אפשרות להכריע בחוזה באשר להליך חדלות-הפירעון.

השפעה כללית על כל סוגי ההתניות – הרעיון המרכזי העומד מאחורי הגישה הדוגלת במתן יכולת התניה על דיני חדלות-פירעון מבוסס על הוזלת עלות האשראי. כפי שצוין בתחילת הרשימה, ההנחה היא שמתן אפשרות התניה יגרום להוזלת עלות האשראי, שכן הצדדים יוכלו לתמחר את הסיכון שלהם בצורה טובה יותר וליצור ביניהם מערכת יחסים מיטבית מבחינתם. לדעתי, העובדה שקיימת מערכת בנקאית ריכוזית בישראל עלולה לסתור את הצפי הזה. במערכת ריכוזית כזו, עלות האשראי ממילא גבוהה יותר מאשר בשוק תחרותי. בהתאם, ייתכן שבניגוד למצב בשוק תחרותי, שבו ודאות גדולה יותר מבחינת הבנק מובילה להוזלת האשראי מצידו, בנק בשוק הישראלי ינהג בצורה שונה. מכיוון שהמערכת הבנקאית ריכוזית, יש לבנק יכולת לנצל את כוחו ושליטתו בשוק האשראי, ולא להזייל עלויות ללקוחותיו, אף שלכאורה הוא היה אמור לעשות כן. מכיוון שיש רק חמש קבוצות-שליטה במערכת הבנקאית, נראה שכל שחקן במערכת זו יתנהג בצורה דומה, ולמעשה הרף יישאר גבוה מאוד, והמערכת הבנקאית לא תפנים את השינוי בדין בצורה המצופה.<sup>152</sup> גם אם נקבל את ההנחה שהוזלה כזו אכן תתרחש, היא תהיה נמוכה מן המצופה בהתבסס על נתוניו של שוק תחרותי. במצב כזה ייתכן שההוזלה לא תהיה "שווה" את המחיר אשר נלווה כנראה למתן יכולת התניה מכל סוג שהוא.

כנגד זה יודגש כי אם הבנקים אכן יפחיתו את הריבית כתוצאה ממהלך של הקניית

151 ראו, למשל, חוק הבנקאות (שירות ללקוח), התשמ"א-1981, ס"ח 1023.

152 לטענה דומה ראו: David Hahn, *When Bankruptcy Meets Antitrust: The Case for Non-Cash Auctions in Concentrated Banking Markets*, 11 STAN. J. L. BUS. & FIN. 28 (2005).

יכולת התניה חוזית, ההשלכה בשוק כגון זה הישראלית תהיה משמעותית הרבה יותר מאשר בשוק תחרותי משוכלל. עוצמת הבנקים בשוק הישראלי גדולה עד כדי כך שייתכן שגם הוולטה קטנה יחסית – אפילו אם תינתן רק על-ידיהם, ולא על-ידי שום גורם אחר – תשפיע בצורה חיובית ניכרת על היעילות במשק, והתועלת תגדל באופן משמעותי.

התשובה לשאלה אם יש לאפשר התניה על דיני חדלות-פירעון תלויה אם כן בשאלה עד כמה השוק הישראלי לא-תחרותי. בנקודה זו יש להתייחס להתפתחות בשוק האשראי החוץ-בנקאי, אשר אם תימשך ותתנהל בצורה יעילה, עשויה להגביר עד-מאוד את התחרותיות בשוק האשראי. אם אכן יתממשו התחזיות החיוביות בעניין זה, הוודאות הגלומה בהתניות החוזיות עם החברה עשויה להשפיע בצורה חיובית על הוולטה האשראי מצד הגורמים השונים המעורבים. כאשר יש כמה שחקנים חזקים המתחרים באותו שוק, הסיכוי להוולטה בעניין זה גבוה יותר, בהנחה שהשוק מתנהל באופן תקין.

נוסף על כך יש להתייחס לכך שכל יכולת חוזית שתוענק בחוק תעצים כנראה את כוחם של החזקים ממילא, ועלולה להגדיל את הפערים בין הנושים השונים של החברה. דבר זה אינו ייחודי דווקא לישראל, אך ייתכן שבשראל הוא מודגש ביתר שאת מכיוון שהנושים הפיננסיים חזקים בדרך-כלל בצורה משמעותית מן השאר, גם בלי קשר ליכולת זו.

השפעה כללית אחרונה של המצב בישראל על קביעת הדין הראוי נובעת ממאפייני החברות הישראליות. מהמאפיינים שנבחנו קודם נובע שבחברות הישראליות יש בדרך-כלל איחוד אינטרסים בין בעלי המניות לבין ההנהלה – הן משום שמגור גדול מורכב מחברות פרטיות דווקא, והן משום שהבעלות בחברות הציבוריות הינה ריכוזית בדרך-כלל. במצב של חדלות-פירעון (או ממש סמוך אליו) אין לבעלי המניות שום סיכון למעשה, אלא רק סיכוי. ממילא זכותם בחברה שיורית בלבד, ובסיטואציה כזו היא נטולת ערך כמעט. הנהלה שמורכבת מבעלי המניות עצמם, או שהינה שלוחה אישית שלהם, עלולה ליטול סיכונים גבוהים מדי בצורה שאינה יעילה. לבעלי המניות אין מה להפסיד, וכאשר הם גם מנהלים את החברה, כמו בישראל, הדבר ישליך על יכולתם לקבל החלטות לטובת החברה. יש להביא בחשבון נקודה זו כאשר בוחנים הסדר שלפיו ההתניות החוזיות ייקבעו בתקופת פעילות החברה, עוד קודם לכניסה להליך.

## פרק ה: סיכום

ברשימה זו בחנתי את הנושא של הקניית יכולת התניה על דיני חדלות-פירעון. הדיון בנושא זה נחלק לכמה תחומים שבהם תהיה ליכולת זו השפעה משמעותית ביותר על ניהולה של החברה – הן בזמן שהיא בת-פירעון והן לאחר כניסתה למצב של חדלות-פירעון. קיימים נימוקים שונים לחיוב ולשלילה של הקניית יכולת כזו, ולמידת השפעתה של יכולת זו על החתירה להגשמת תכליותיהם של דיני חדלות-פירעון. ניתוח נורמטיבי של הנושא חייב להיעשות לדעתי תוך בחינתו בהקשר הישראלי, הן המשפטי והן הכלכלי. ברשימה

זו בחנתי כמה מאפיינים עיקריים במשפט ובכלכלה הישראלים, אשר עשויה להיות להם השלכה על הבחירה במדיניות המועדפת בעניין יכולת ההתניה החוזית. הרשימה הצביעה על היבטים אחדים בישראל אשר אין להתעלם מהם כאשר בוחנים מהי השיטה המשפטית המועדפת להשגת מטרותיהם של דיני חדלות-פירעון. על-מנת לברר אם היבטים ייחודיים אלה משפיעים על ההחלטה בדבר מתן יכולת התניה על הליכי חדלות-פירעון בישראל, ועד כמה הם משפיעים, דרוש מחקר כלכלי-אמפירי אשר יבדוק את מידת עוצמתם של היבטים אלה ואת השלכתם המדויקת על התכליות שהוזכרו. הנחתי ברשימה כי ייתכן מצב שבו יוחלט להקנות רק חלק מאפשרויות ההתניה, ואולי אף רק אחת מהן, ולא את כולן. נוסף על כך, יכולת ההתניה, אם תינתן, יכולה להיתחם בהגבלות שונות בהתאם לבעיות הכלליות המאפיינות מצב של חדלות-פירעון, וכמובן בהתאם לבעיות ולהיבטים השונים הייחודיים לישראל.

