

בטוחה לטובת מממן*

מאת

איל גבאי**

המאמר להלן עוסק בבטוחה לטובת מממן הרכישה הידועה בכינויה הלועזי: (PMSI) PURCHASE MONEY SECURITY INTEREST. המאמר בוחן את הכלל הנוהג בדיני בטוחות – "ראשון בזמן ראשון בזכות", ומכאן עובר לבדוק את ה-PMSI כחריג לכלל ואת ההסברים לחריג זה. ההסבר במרכזי לטענת המחבר הוא המונופול המצבי, המסביר בצורה הטובה ביותר את התמריצים לחרוג מהכלל במקרה זה. המאמר בוחן את הסדרת ה-PMSI במשפט האמריקאי והאנגלי, ועובר לבחון את התפתחות הפסיקה והחקיקה הישראלית בתחום. לסיום מצביע המחבר על שאלות בלתי מוסדרות בחוק הישראלי, ועל דרך פרשנותו של החוק לאור ההיבטים התיאורטיים שנבחנו.

א. מבוא

הכלל הרחב הנוהג בסדרי העדיפויות בין נושים מובטחים הוא הכלל "ראשון בזמן – ראשון בזכות"¹. דירוג כזה מוכר בשיטות המשפט השונות². אולם ניתן לראות כי כלל רחב זה אינו מוחלט, וכי במקרים מסויימים סוטים ממנו ומעניקים, משיקולים שונים, עדיפויות לקבוצות נושים אחרות, ואפילו

* החיבור נכתב במסגרת הסמגרין בטוחות לאשראי שניתן עליה פרופ' י' ויסמן באוניברסיטה העברית בשנת תשנ"ג.

החיבור זכה בפרס טפחות.

תודתי הנאמנה שלוחה לפרופ' ויסמן על הדרכתו ועצותיו המועילות.

** חלמיד השנה השלישית בפקולטה למשפטים ובחוגים לכלכלה ומנהל עסקים בשנת תשנ"ג, ועוזר הוראה בפקולטה למשפטים ובחוג לכלכלה.

1 ראו, לדוגמה, 902 (Boston, 1965) *G. Gilmore Security Interest in Personal Property*.

2 בחוקי מדינת ישראל: סעיף 6 לחוק המשכון, תשכ"ז-1967 (להלן חוק המשכון). ובארה"ב UNIFORM COMMERCIAL CODE S. 9-312 (להלן – UCC).

מאוחרות בזמן. דוגמה לכך ניתן למצוא בסעיף 354 לפקודת החברות [נוסח חדש] תשמ"ג-1983: שם מוענקת עדיפות לעובדי החברה עבור שכר עבודה עד לגובה מסוים (אולי בעיקר משיקולים סוציאליים, ואפילו העובדים אינם נושים מובטחים), ואחריהם ניתנת עדיפות לרשויות המס – ס"ק (2) ו-(3). אם כן ניתן לראות כי ישנם שיקולים המביאים לסטייה מכלל בסיסי זה.

אחד מהמקרים בהם סוטים מהכלל הוא כאשר ניתנת בטוחה לטובת מממן הרכישה (השם הלועזי: Purchase Money Security Interest, להלן PMSI). המושג אינו כה ברור והוא טעון הסבר קצר: כאשר המלווה מממן רכישת זכויות בנכס לטובת הלווה, ומקבל כבטוחה לפרעון מימון זה משכון בנכס, הרי רכש לעצמו את המעמד הנ"ל. המקרה הופך בעייתי אם ללווה יש התחייבות קודמת בגין הנכס, והמקרה הקלאסי הוא שעבוד צף על נכסי החברה³. לכאורה השעבוד הצף קדם לשעבוד לטובת מממן הרכישה, ולכן על פי הכלל הרחב צריך הוא להיות עדיף עליו, אולם אנו נראה כי שיטות המשפט השונות – הישראלית ואחרות – מכירות דווקא בעדיפות של מממן הרכישה.

השאלה המתעוררת היא מדוע ה-PMSI מהווה חריג לכלל "ראשון בזמן ראשון בזכות"? מהי ההצדקה התאורטית להעניק ל-PMSI מעמד יוצא מן הכלל בסדר העדיפות? בהמשך ננסה להצביע על מספר תיאוריות בעניין מעמד מיוחד זה.

לבסוף נחזור אל הדין הישראלי וננסה לבחון אם ההסדר הקיים בו אכן מבטא את מעמדו המיוחד של ה-PMSI.

אך ראשית לכול, על מנת שנוכל להבין את היוצא מן הכלל, נחאר בקצרה את הכלל.

ב. ראשון בזמן – ראשון בזכות

על דיני הבטוחות להתמודד עם מקרים שבהם יש לכאורה התנגשות בין זכויותיהם של נושים שונים במשכון. שיטת המשפט הייתה חייבת לקבוע כללי עדיפות להסדרת מצבים אלו, ואכן ניתן למצוא שלושה כללים מקובלים:

1. בין שני נושים בלתי מובטחים (ואפילו נניח שהאחד קדם לחברו בזמן) אין עדיפות, והשניים מתחלקים בנכסי החייב לפי יחס חובותיו להם⁴.
2. בין נושה מובטח לשאינו מובטח (ואפילו הנושה המובטח מאוחר בזמן) ישנה עדיפות בבטוחה (בשאר הנכסים יחול עליהם כלל 1) לנושה המובטח⁵.

3. אם כי התנגשות דומה תהא עם כל בטוחה בעלת אופי עתיר.

4. העיקרון הכללי נקבע בסעיף 76 לפקודת פשיטת רגל [נוסח חדש] התש"ם-1980, וסעיף 353 לפקודת החברות המפנה לעקרתו הכלליים שנקבעו בפקודת פשיטת הרגל. כן ראו: A. Schwartz "A Theory of Loan Priorities" 18 J. of Legal Stud. (1981) 209, (להלן Loan Priorities).

5. ראו Loan Priorities עמ' 209. אולם בהמשך הוא מותח ביקורת על הסדר זה וטוען כי אם קדם הנושה הלא מובטח בזמן ראוי לקבוע לו עדיפות על פני הנושה המובטח. שם בעמודים 211-240, וכן T.H. Jackson & A.T. Kronman "Secured Financing and Priorities: Among Creditors" 88 Y. L. J (1979) 1143 at 1161. (להלן Jackson Kronman).

3. בין שני נושים מובטחים (מדובר באותו נכס, שאם לא כן יחול כלל 2 וכל אחד יהיה עדיף בבטוחתו הוא) יהא עדיף, כעיקרון, זה שקדם בזמן. זהו הכלל המקובל בשיטות המשפט השונות. אך יש לדייק: העדיפות אינה ניתנת לקודם בזמן סתם, אלא לקודם בשכלול זכותו לפי ההליכים על פי החוק⁶, וזאת מטעמי פומביות.

מדוע נקבע כלל עדיפות זה?

בכל מצב שבו קיימים מספר נושים התובעים זכות משכון בנכס, נדרש כלל סידור שיקבע מי מביניהם קודם. ניתן להעלות על הדעת מספר כללי סידור: א. לפי גובה התביעה בנכס. ב. לפי העיסקה שהצמיחה את המשכון. ג. באופן שיוויוני. ד. על פי הקדמה בזמן.

בחרתי להביא להלן שתי תיאורות המסבירות מדוע נבחר בענין זה כלל העדפה כרונולוגי.

1. התחקות אחר רצון הצדדים:

על מנת לקבוע איזה מכללי הסידור שלעיל יביא את השוק ליעילות מרבית, עלינו לברוק לאיזה כלל היה השוק מגיע⁷ בתנאי שוק חפשי?

לבדיקת העניין נתבסס על ההנחה הבאה:

שער הריבית המתקבל בתמורה להלוואה נקבע על פי שני גורמים — תמורה עבור ערך הזמן של הכסף ופיצוי עבור הסיכון שבמתן ההלוואה, בשל החשש שלא

6 ראו פירושו של פרופ' רסמן לסעיף 6 בספר חוק המשכון, החשכ"ז-1967 (סדרת הפירוש לחוקי החוזים בעריכת ג' טדסקי, תשל"ה) 172-179 (להלן — רסמן-משכון). ראו סעיף 6(א) לחוק המשכון. כאשר הזמן הקובע הוא זמן השכלול — ראו סעיף 3(4) לחוק המשכון. כן ראו נוסחו של UCC "Conflicting Security Interests Rank According to S. 9-312(5)(a): Priority in Time of Filing or Perfection".

7 החוק צריך לחקוק את ההסכם שאליו היו הצדדים מגיעים אילו יכלו להתדיין ביניהם — Loan Priorities עמ' 210, וכן א. פרוקציה דיני חברות חדשים לישראל (תשמ"ט) 16 (להלן — פרוקציה). הסיבה: בכך יחסוך החוק לצדדים את עלויות העיסקה, שאותן היו מוציאים אילו היה עליהם לערוך ולגשת חוזה, אשר היה מביא לאותה תוצאה של החוק. כאן ובהמשך נקודת המבט תהיה כלכלית, והנחת הבסיס תהיה: 1. תחרות משוכללת, הווי אומר מספר רב של פועלים במשק (לורים ומלווים), שכל אחד מהם קטן ואינו יכול להשפיע על תנאי המסחר אלא חייב לקבלם כנתון. 2. שוק חפשי מביא ליעילות מרבית ולהקצאה אופטימלית של ההון במשק, כלומר לכך שהתפוקה השולית של ההון בכל מקום שווה. הווי אומר: העברת הון מפירמה לפירמה תביא לירידה בתוצר הכולל. אך תיתכן סיבה נוספת לקביעת החוק כפי שהוא, והיא (כפי שנראה בעניין הריספחויטיביות), שייתכן כי החוק נועד להוציא את המשק מפיתרון כלתי יעיל שהגיע אליו הוא (כשל שוק — הקצאת הון לא אופטימלית, אשר כוחות השוק אינם מסוגלים למנוע) — ראו פרוקציה שם.

תוחזר (או תוחזר באופן חלקי בלבד)⁸. אפשר, אם כן, להוריד את שער הריבית על ידי הצעת בטוחה שתוריד את הסיכון למלווה. כשהסיכוי של המלווה לקבל את חובו גדל הרי הסיכון שהוא נוטל יורד, ולכן ידרוש ריבית נמוכה יותר⁹.

נניח שהחוק היה מאפשר לצדדים לקבוע בעצמם את סדרי העדיפויות. נראה מה היה מתרחש אז¹⁰: ראובן מסכים להלוות לשמעון, אשר מציע כבטוחה נכס מסוים השווה בערכו לערך ההלוואה. שמעון מתעקש כי יוכל להציע למלווים עתידיים נכס זה כבטוחה, והם יהיו עדיפים על ראובן. אם ישתמש שמעון בזכות זו למעשה, יהפוך ראובן לנושה בלתי מובטח. למעשה יש לשמעון תמריץ להשתמש בזכות זו: בדרך זו הוא מגדיל את הסיכון של ראובן, ללא הגדלה מתאימה של הריבית המשתלמת. ברור, אם כן, שראובן יתנגד חד משמעית להסכם כזה, וידרוש הכנסת סעיף המונע משמעון את היכולת לתת עדיפות בנכס זה למלווה אחר.

דרך מחשבה זו תפעל אף אצל כל מלווה אחר אשר לו יוצע נכס זה כבטוחה. עדיפותו תהיה שנייה בתור, משום שגם הוא יסרב להידחק למקום השלישי, וכן הלאה.

אם כן, התוצאה תהיה שרשרת חוזים במשק, אשר כל אחד מהם מבטיח לקודם בזמן עדיפות על פני הבאים אחריו. חוק אשר יקבע כלל כזה — יחסוך לצדדים את עלויות העיסקה של הכנסת סעיף כזה לכל חוזה.

הבעיה היא כי הנחת היסוד של המודל אינה מוסכמה המקובלת על הכול, והיא שנויה במחלוקת רחבה. פרופ' Krippl¹¹ מותח ביקורת על המודל — הוא מצביע על כך שעל פי מחקרים לא קיים קשר ישיר בין הריבית לסיכון, ולכן הנחת המודל אינה נכונה. לביקורת זו שותף אף פרופ' White המצביע דווקא על מאפיינים אישיים פסיכולוגיים, שהם המביאים לשוני בסיכון שהמלווים נוטלים על עצמם

8 הריבית היא, מחד, שכרו של גורם הייצור "הון". כיוון שעם הון ניתן לייצר ולהפיק רווחים הרי שיש לשלם לו, ודרך התשלום היא ריבית. דוגמה לכך ניתן למצוא בשער הריבית שבו משתמשים בהיוון פיצויי נזיקין. מרכיב נוסף של הריבית בהלוואה הוא מרכיב הסיכון. כיוון שישנו סיכון שההלוואה לא תוחזר, יש לגלם סיכון זה בעלות ההלוואה בהתאם לרמת הסיכון הספציפית בכל מקרה. מרכיב אחרון הוא האינפלציה. ההצמדה נועדה לשמור על ערך הכסף. כיוון שההצמדה אינה משתנה ריאלית הרי בדין כלכלי ניתן להניח כי אינה קיימת.

9 תיאור זה אינו מקובל על כלל העוסקים בנושא, ומוצג על ידי Jackson Kronman וכן על ידי: A. Schwartz "Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories" 10 J. of Legal Stud. (1981) 1, 7, 50. אולם ביקורת חריפה נמתחה על ניתוח זה, כפי שנראה בהמשך.

10 תיאוריה זו והדוגמה שלהלן מובאים ב" Jackson Kronman, בעמ' 1162.

11 H. Krippl "Law and Economics: Measuring The Economic Efficiency of Commercial Law in a Vacuum of Fact" 133 U. of Pa. L. Rev. (1985) 929 p. 951.

ובשערי הריבית¹². בחשובה לביקורת אפשרית זו ניתן לטעון כי גם הפרת ההנחה על דרך קביעת הריבית תביא עדיין לאותה תוצאה של שרשרת חוזים במשק — כפי שסובר פרופ' Schwartz¹³.

לדעתי אין התיאוריה משוללת כל יסוד. אם נבחן לעומק מי הם המוסדות המלווים — ובמיוחד אלו המלווים לבעלי סיכון גבוה — נמצא כי מדובר במוסדות מימון¹⁴. מוסדות כאלו יכולים לפעול כחברות ביטוח כאשר דמי הביטוח הם חלק הריבית הנגבה עבור הסיכון. לכן אם הם פועלים בצורה רציונלית, הריבית הנוספת אכן תהיה פיצוי עבור הסיכון שהם לוקחים בהלוואה לבעלי סיכון גבוה¹⁵.

גם הפרת הנחת היסוד לגבי סוגי הריבית אינה משנה את התוצאה. עקב היותם של בני האדם שונאי סיכון¹⁶, המעדיפים כי מצבם המשפטי יהיה ברור ובעל ודאות משפטית, ללא שינוי חכוף, יעדיף כל נושה הסכם שלא יאפשר שינוי במעמדו על ידי הסכם בין הלווה למלווה אחר¹⁷. לכן, אם החוק לא יקבע את עדיפותו, ייאלץ הוא לעשות זאת בהסכם, על מנת שמעמדו לא ישתנה בניגוד לרצונו מבלי שיוכל להתנגד.

אי לזאת נוכל לקבוע כי אחת היא הסיבה שבגללה ניתן המשכון, בכל מקרה יעדיף מקבלו להכניס הוראה מתאימה אשר תקבע את עדיפותו, ולכן כלל אשר יקבע עדיפות זו בחוק יחסוך את עלויות העיסקה.

- 12 ראו: J. White "Efficiency Justifications for Personal Property Security" 37 Vand. L. Rev. (1984) 473 at 491-500. לעניין שנאת סיכון (Risk Aversion) ראו: W. Nicholson (1984) 250-262 *Microeconomic Theory* (Orlando 5th ed., 1992) (להלן — Microeconomic).
- 13 ראו Loan Priorities, בעמ' 210.
- 14 אכן, שיקול זה הביא לפריחת המלווים בשוק האפור, אשר סיפקו הלוואות ללווים בעלי סיכון גבוה בשער ריבית גבוה מהמקובל, שגילם את הסיכון הנוסף.
- 15 פרופ' Schwartz במאמר Loan Priorities בעמ' 217 מצביע על ארבע קטגוריות של מלווים: חברות מימון, בנקים, חברות ביטוח והציבור. טענתו היא כי שלושת הקבוצות הראשונות מגבילות את הלווה בדרך כלל, בלקיחת הלוואות במקום אחר. ניסיון לקבל הלוואה בסכומים משמעותיים מראה כי מלווים אלו ידרשו בטוחה.
- 16 זהו מושג כלכלי המשמש במיקרו כלכלה. אדם שונא סיכון הוא אדם המעדיף להימנע מ"משחק" שווה הסתברות — בו יוכל להרוויח סכום כסף או להפסידו. מצב זה נובע מעקרון התועלת השולית מן הכסף: כל שקל נוסף שיש לאדם מסב לו תועלת פחותה מתועלתו של השקל הקודם, ולכן במשחק שתואר לעיל סך התועלת מזכייה במשחק תהא פחותה מירידת התועלת כתוצאה מהפסד. לכן יעדיף אדם ממוצע להימנע ממשחק שכזה, שבו, כממרוצ, התועלת שלזכותו תפחת. להסבר מקיף ולתיאור מחמטי ראו: Microeconomic, בעמ' 255-262.
- 17 בהשאלה מדיני החוזים ניתן לראות את הרציונל בקיום חוזה לטובת צד ג' — פרק ד' לחוק החוזים (חלק כללי), תשל"ג-1973. שני צדדים יכולים ליצור חוזה לטובת צד ב' כזה שישפר מעמדו, אך לא חוזה לרעתו שיגרע ממעמדו. ראו ג' שלו דיני חוזים (חש"ן) 435-436, 443-444, 464.

2. שמירה על יחס מנוף סביר

ראשית נסביר מהו יחס מנוף. לכל פירמה שני מקורות מימון עיקריים – האחד הוא הון עצמי כנגד הנפקת מניות, המקנות לבעליהן את הזכות השיווית לנכסי החברה, והאחר הוא הון זר, אותו מספקים המלווים לפירמה. המלווים הם נושי החברה, ולהם היא חייבת לפרוע את חובה בתנאים שנקבעו מראש בהסכם ההלוואה. באמצעות שני מקורות אלו צוברת החברה נכסים, המייצגים, למעשה, את שוויה של החברה. יחס המנוף, המוגדר כחובות/נכסים, מודד את היחס בין חובות החברה – הווי אומר ההון הזר, ובין נכסי החברה – הווי אומר שוויה. יחס מנוף גבוה יצביע על העובדה שמקור ההון העיקרי של החברה הוא הון זר, וכי ההון העצמי (שהוא גם כרית הביטחון של הנושים) המושקע בחברה נמוך. לעומת זאת, יחס מנוף נמוך יצביע על כך שעיקר המימון של הפירמה מגיע מהון עצמי.¹⁸

התיאוריה שלהלן, המוצעת על ידי ד"ר חביב-סגל¹⁹, מניחה כי ההצדקה לדיני השעבודים היא בכך שהם אוכפים על הפירמה יחס מנוף (חובות/נכסים) סביר ונמוך ככל האפשר – זאת על ידי כך שמלווה מקבל בטוחה כנגד הלוואתו. כך אנו בטוחים שאל מול ההגדלה בצד החובות, ישנה הגדלה מקבילה בצד הנכסים – או לכל הפחות קיים נכס כנגדם (גם אם לא הגיע לחברה עקב ההלוואה). מדוע נעדיף שחברה תשמור על יחס מנוף נמוך? הנימוק המרכזי הוא כי בהגדלת יחס המנוף מחצינה החברה, למעשה, את הסיכונים שבפעולתה אל הנושים (רצוניים ולא רצוניים), העלולים להישאר מול שוקת שבורה, וללא נכסים להפרע מהם. מטרת החוק תהא, אפוא, לחזור ולהפנים סיכונים אלו, אם באיום בסנקציות כנגד בעלי החברה – כגון הרמת מס²⁰, ואם על ידי מניעת האפשרות לפיתוח יחס מנוף גבוה. ניתן למנוע אפשרות זו על ידי אי אספקת אשראי נוסף לפירמה, או על ידי קשירת אשראי נוסף בהגדלת מצבת הנכסים. מול אינטרס חברתי זה עומד האינטרס של החברה להגדיל את יחס המנוף, מאחר שעלותו של הון זר נמוכה יותר מעלותו של הון עצמי. כך מורידה החברה

18 ראו להלן מדוע בכלל יש הבדלים בין מקורות ההון, ומדוע החברה תגוון בין שניהם.

19 א' חביב-סגל "דיני השעבודים במימון הפירמה" עיוני משפט טו (תש"ן) 83 (להלן – סגל).

20 אמנם יש לשים לב ולדייק – הרמת מסך מתרחשת כאשר יש מימון דק (לעניין זה ראו

פרוקציה, בעמ' 52-62), הווי אומר כשהיחס חובות/הון עצמי הינו גבוה, אולם זה דומה

מבחינה מתמטית ליחס נכסים/חובות, שכן הנכסים ממומנים משני מקורות: הון עצמי והון

זר. היחס יהיה, אם כן, נמוך (וזה מקביל ליחס גבוה של חובות/הון עצמי) כאשר שיעור ההון

העצמי נמוך.

את עלות ההון הממוצעת שלה ומגדילה את שוויה²¹. מערכת השעבודים נועדה על פי תיאוריה זו, להפחית את עצמת התמריצים הללו, ולמנוע מהחברה להגיע למצב שבו יחס המנוף גדל בצורה משמעותית, העלולה להביא את החברה אל עברי פי פחת. לאור הרקע הנזכר ניתן להבין את טענתה של התיאוריה: נושה שוקל מתן הלוואה לחברה. הוא בודק את יחס המנוף של החברה, ובהתאם לכך קובע את שער הריבית, וכמו כן דורש בטוחה. כעת נניח כי אין לו כל עדיפות על פני נושים מאחרים. כשהנושה השני ייתן הלוואה לחברה יגדל יחס המנוף. את הגידול הזה ייקח הנושה השני בחשבון, ויגלם אותו בשער הריבית. לעומת זאת, הנושה הראשון לא צפה גידול שכזה ולא גילם אותו בשער הריבית, ולפיכך הריבית שקבע מלכתחילה אינה מייצגת את המצב החדש שנוצר. כעת נניח כי הנושה הראשון היה יכול לקבל אותה בטוחה, וסדר העדיפות בין הנושים יהיה שוויוני: יוצא שהנושה השני גילם בשער הריבית את כל הסיכונים עקב הגדלת יחס המנוף בעוד שהנושה הראשון נושא בכל הסיכונים, אבל בבטוחה יתחלקו שניהם שווה בשווה.

אך אם נקבע כי לנושה הראשון עדיפות בבטוחה, הרי הסרנו ממנו את הסיכון בגין הגדלת יחס המנוף, שכן הוא יודע שאפילו תפשוט החברה רגל, הוא

21 לפי המודל שפיתחו על ידי מודליאני ומילר, שווי החברה אינו חלוי במקורות המימון שלה – בין הון זר בין הון עצמי. העיקרון המנחה בבסיס התיאוריה הוא כי בעולם ללא מיסים וללא הוצאות עיסקה עלות ההון צריכה להיות שווה מכל מקור. הדבר נובע מהעיקרון הכלכלי של הקצאת משאבים כך שתפוקתו השולית שכל משאב תהא שווה. היות ו"שכר" של משאב הוא ערך תפוקתו השולית, ובמקרה של הון שכר הוא הריבית, הרי שעקב התפוקה השולית השווה של ההון, השכר – הריבית – יהיה שווה. ראו: F. Modigliani & M. H. Miller "The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment" 48 *Am. Econ. Rev.* (1958) 261. להסבר נוסף ראו פרקציה בעמ' 58-62. אולם, משנסיף לעולמנו את המס נמצא כי לחברה יש עדיפות למימון על ידי הון זר, זאת משום שחשלומי הריבית מוכרים כהוצאה לצורכי מס (ראה הדוגמה המובאת בפרקציה בעמ' 60). לפיכך, ערך הפירמה לא יהיה שווה לסך ההון המושקע ללא חתייחסות למקורו, אלא תהיה עדיפות להון זר, שיעלה את ערך הפירמה. שווי החברה ייקבע על ידי הנוסחה הבאה: $V_L = V_U + T^*D$ (שווי החברה עם מנוף [V_L] שווה לשווה ללא מנוף [V_U] ועוד שיעור מס החברות [T] כפול גודל ההון הזר [D]). ראו: Levy & Sarnat *Capital Investment & Financial Decisions* (U.K., 4th ed., 1990) 360-362, 396-400 (להלן – *Capital Investment*). וכן, כתוצאה מהכרה בהוצאות מימון לצורכי מס גם עלות ההון הממוצעת לחברה יורדת: אם נסמן ב-K_L את עלות ההון לפירמה ממונפת, ב-K_U את עלות ההון לפירמה ללא מנוף, ב-T^{*} את שיעור מס החברות, ב-D את ערך חוב הפירמה, ב-V_L את שווי החברה ללא מנוף נוכל לבטא בנוסחה את עלות ההון לפירמה ממונפת (לעומת פירמה שאינה ממונפת): $K_L = K_U(1 - T^*D/V_L)$. ניתן לראות כי ערך הסכום שבטורגריים קטן מאחד, ולכן $K_L < K_U$. כלומר, עלות הון לפירמה ממונפת נמוכה מעלות הון לפירמה ללא מנוף. ראו: *Capital Investment*, בעמ' 438.

"מכוסה" בשל הבטוחה. לכן, על מנת שנושים לא יועמדו בסיכון שלא הסכימו ליטול (דבר שיביא בסופו של דבר להימנעות מלהלוואות), על המשפט לקבוע סדר עדיפות בין הנושים. עדיפות שכזו גם תתמרץ את הנושה השני להבטיח את עצמו על ידי בטוחה אחרת, כדי לא לשאת בסיכון עקב הגדלת יחס המנוף, וכך תביא לשמירה על יחס מנוף נמוך²².

לדעתי, הנחתה של התיאוריה כי נושה מתנה את הלוואתו וקובע את תנאיה לפי יחס המנוף, אינה נקייה מספקות, ויותר מדויק לקבל את ההנחה שהריבית מסמלת את הסיכון, שהרי הסיכון של חברה אינו נקבע לפי יחס המנוף ויכול שיהיה מושפע מגורמים נוספים. כן יחס המנוף כוחן את ההיסטוריה של החברה, הנושה צופה פני עתיד, ובוחן את הדינמיקה של החברה. הנושה יבחן את הסיכוי והסיכון של החברה, ואת סיכוייו לקבל את כספו בחזרה (לדוגמה: מי היא הנהלת החברה, מהם הפרוייקטים בהם היא משקיעה ועוד²³).

כן ההנחה שנושה שני יעדיף הגדלת יחס המנוף, ואפילו יביא אותו הדבר לכלל סיכון שהחברה תפשוט את הרגל²⁴, אינה מדויקת. יש לזכור כי המלווים עובדים בשוק משוכלל פחות או יותר, ויש להם חלופות להלוואה, ולכן יעדיפו חברה בה הסיכון לפשיטת רגל – וכתוצאה ממנו הוצאות רבות הכרוכות בגביית החוב – נמוך, ואפילו הם יכולים לגלם את הסיכון בריבית. לכן הסבר כזה, המבוסס באופן מוחלט על יחס מנוף כרציונל, נראה לי מרחיק לכת.

אמנם, בפועל, הסדר הבטוחות מביא, לכאורה, לכך שיחס המנוף נשמר. אולם יחס המנוף עדיין אינו מהווה סיבה לקביעת כללי עדיפות בין הנושים, אלא רק משקף את רצונו של הנושה להיות מובטח, רצון שתוצאת הלוואי שלו היא הגדלת נכסי החברה. מה גם שיש לזכור, כי הבטוחה יכולה להיות נכס הקיים כבר בחברה, ולפיכך יחס המנוף כלל לא נשמר אלא הורע למרות קבלת הבטוחה!

22 ראו סגל, בעמ' 109-113.

23 בהמשך נסביר ביתר פירוט את ביקורתנו על גישה זו. בנקודה זו אסתפק בהדגמה של נושא אחד עקרוני אותו לא ניתן לבטא באמצעות יחס מנוף, והוא היחס בין ההכנסות השוטפות של החברה לבין חובותיה השוטפים. תיתכן חברה בעלת יחס מנוף מצוין אך הכנסותיה הצפויות בעתיד הקרוב נמוכות, ולעומת זאת רוב חובותיה הם לפירעון תוך זמן קצר ונכסיה הם מסוג שאינו קל למימוש. יחס המנוף, לכאורה, מעיד שלפנינו חברה איתנה, אולם עתידה הפיננסי בטוח הקצר מראה כי החברה בצרות, וכי אם לא יתרחש נס הוא תפשוט את הרגל. ברור כי לחברה כזו אין מלווה לא ירצה להלוות למרות יחס המנוף "הטוב".

24 ראו סגל, בעמ' 111: "הנושה הנוכחי (השני – א"ג) עשוי אף ליהנות מהגדלת יחס המינוף הנ"ל, מאחר שבעוד שהוא בלבד נהנה מהריבית המשקפת את יחס המינוף החדש, הוא משתתף באופן שיוויוני עם הנושים האחרים בסיכון פשיטת הרגל השיווירי שיצרה הלוואתו..."

ג. Purchase Money Security Interest — ההצדקה התיאורטית

1. הקדמה

אנסה להציג את התיאוריות המצדיקות את ה-PMSI כחריג לכלל זה של "ראשון בזמן — ראשון בזכות". יש להקדים ולומר שאין זה החריג היחיד — ניתן לראות כי גם במשכונות הקשורים לכלי שיט ניתנת עדיפות לכסף חדש על מנת שכלי השיט יוכל להמשיך לשוט.²⁵

הטיעון ש"כלי השיט חייב להמשיך לשוט" קשור, למעשה, לתיאוריית העדיפות לכסף חדש. הרעיון שבבסיסה של התיאוריה הוא כי ללא מימון נוסף כלי השיט יפסיק לשוט — והחברה תפסיק לפעול. על מנת שהחברה לא תגוע ותוכל להמשיך בחייה, וזאת גם לטובת נושיה הקודמים, עליה להיות מסוגלת לגייס הון חדש — והפיתרון שנמצא הוא מוסד ה-PMSI.²⁶

יש לומר כי מושג זה יכול ללבוש בפועל צורות שונות: לעיתים מדובר בנותן הלוואה, ולעיתים מדובר בספק המספק נכסים בהקפה (מכירה על תנאי) — הנקודה החשובה היא העיקרון העומד מאחורי הרעיון.²⁷

למרות שעדיפותו של ה-PMSI הוכרה כבר ב-1631 בפסק-הדין *Nash v. Preston*,²⁸ זכתה לטיפול מסיבי בסוף המאה הקודמת²⁹ ואף נדונה באופן יחסי רבות בספרות, הרי הצדקה תיאורטית לעדיפות זו לא נוסחה ופותחה. העדיפות נשענה אז בעיקר על פורמליסטיקה, תוך ניסיון להביא להרמוניה עם הכלל "ראשון בזמן — ראשון בזכות".³⁰ על כך אומרים הוג *Jackson & Kronman* כי למרות שנמצאו

- 25 כפי שאומר השופט Johnson (כאן ובהמשך התרגום הוא חפשי):
 "...בכל מקרה למשכון האחרון חזתן עדיפות... כלי השיט חייב להמשיך לשוט, זהו השיקול הנוכח על כל האחרים"
 דברי השופט בפסק-הדין: *The St. Jago de Cuba* 22 U.S. 409, 416 (1824). ציטוט זה מובא מתוך: T. H. Jackson & A. T. Kronman "A Plea for the Financing Buyer" 85 Y.L.J. 1, 2-7 (1975) (להלן — Financing Buyer).
 26 ראו הטיעון בפסק-הדין: *Holt v. Heley* (1914) 232 U.S. 637.
 27 ראו: G. Gilmore "The Purchase Money Priority" 76 Harv. L. Rev. (1965) 1333, 1343 (להלן — "גילמור"). המאמר הינו למעשה ניסוח שונה של הפרק המקביל בספרו של גילמור. בחרתי להביא את הציטוטים מהמאמר שכן הצורה בה הוא מנוסח וערוך מתאימה יותר לענייננו. וכן ראו 68 Am Jur 2d # 108.
 28 H. J. Reeves "The Priority Conflict Between a PMSI and a Prior Security Interest in Future Accounts Receivable" 22 Vand. L. Rev. (1969) 1157 at 1159.
 29 פסק-הדין הראשון שניתן בנושא והיותו שער לכל הבאים אחריו (שכנו: *The Rail Road Cases*, כיוון שרובם עסקו בחברות רכבות) הוא: *U.S. v. New Orleans R.R.* (1871) 79 U.S. 362 (להלן — פרשח *New Orleans*). לסקירת התפתחות זו בפסיקה האמריקאית ראו "גילמור", בעמ' 1338 ואילך, וכן ראו בהמשך בסקירת המשפט האמריקאי.
 30 בפרשח *New Orleans*, בעמ' 364-365, אומר השופט כי למעשה הנכס מגיע לידי החברה כשהוא כבר משועבד לטובת בעל ה-PMSI, ולכן הוא קודם לבעל השעבוד הצף (וכן ראו בהמשך דין רחב בסוגיה זו).

הצהרות רבות בזכות עדיפות הכסף החדש, הצדק משפטי וכלכלי לא נמצא לו³¹. ניתן, אם כן, לומר כי זוהי תופעה קיימת המייצגת את צורכי השוק, ולכלכלנים ומשפטנים נותר למצוא את ההסבר לה.

מבדיקה אמפירית ברשם החברות ובבורסה ניתן למצוא כי לרוב החברות הנסחרות בבורסה יש שעבדים צפים על רכושן³². אם לא נכיר בדרך כלשהי שבה תוכלנה חברות אלו לגייס הון חדש, הרי שלמעשה נשחק את כל החברות – הן לא תוכלנה להשיג כסף, אלא אם כן יסכים הלווה להסתפק בעדיפות שנייה. אם כן, ניתן לומר שתנאי השוק הם שהכתיבו את התפתחותו מוסד ה-PMSI ככורה המציאות!

בהמשך אנסה להביא כמה מהתיאוריות שפותחו להצדקת מוסד זה – ולהציג גם את הביקורת האפשרית עליהן.

2. תיאוריית הרחבת כרית הביטחון

תיאוריה זו אומרת כי בכל הקשור להתמודדות בעל השעבוד הצף עם בעל ה-PMSI, הרי הכרה בעדיפותו של בעל ה-PMSI לא תפגע בבעל השעבוד הצף מפני שהמממן החדש מספק בעצמו את המשכון שלו. אם ראו בעל השעבוד הצף, כאשר שעבד את נכסי החברה, מאגר מסוים של נכסים, אשר מהם חשב להיפרע במקרה הצורך, הרי כעת, משנכנס ל"משחק" גם המממן, לא נפגע מאגר זה, אלא הוסף אליו נכס – אשר מהווה בטוחה למממן, ולכן ציפיותיו הלגיטימיות של בעל השעבוד הצף לא נפגעו. אמנם שעבוד צף הוא מסגרת קולטת ופולטת, אך אין לבעל השעבוד הצף כל זכות קנויה לכך שאכן תתבצע קליטה של נכסים נוספים. החלטתו להלוות לחברה כסף נפלה על סמך בחינת נכסי החברה בנקודת זמן מסוימת, בהנחה כי הם יהיו לו בטוחה. אין לפגוע בציפייה כי היקף נכסים אלו לא יפחת, ולפיכך יש לכלול בשעבוד את תמורת הנכסים הקיימים או את שינוי הצורה שהנכסים ההתחלתיים עברו במסגרת השעבוד הצף. אולם אין כל חובה להגדיל את היקף הנכסים, ולפיכך נכס שמומן מהלוואה נוספת אינו צריך להצטרף למסגרת הנכסים, הנכללים בשעבוד הצף.

בצורה מתמטית מנוסחת התיאוריה כך: בעל שעבוד צף מלווה לחברה $X\$$ ובתמורה מקבל שעבוד צף על כלל נכסי החברה השווים $2 * X\$$ (כלומר כפול משווי של החוב). משנכנס המממן למשחק הוא מממן לחברה נכס בשווי $Y\$$, ומקבל בתמורה את הנכס כבטוחה. ניתן לראות כי מצבו של בעל השעבוד הצף לא השתנה וכי חובו עדיין מובטח בנכסים בשווי כפול.

תיאוריה זו נראית ברורה ומובנת מאליה, ונשמעת כהסבר אינטואיטיבי מוצדק לעדיפותו של ה-PMSI, אולם משום מה בספרות ובפסיקה אין משתמשים בה³³.

31 זאת במאמרם Financing Buyer בעמ' 2 הערה 8 שם. וכן ראו סגל, בעמ' 149.

32 מתוך בדיקה של 20 חברות שהתבקשו בשנת 1993 (בחירה אקראית מתוך אלו שהתבקשו), ל-13 היה שעבוד צף על נכסיהן, או שהייתה כוונה ליצור שעבוד כזה לטובת אגרות חוב שהתבקשו. מתוך בדיקה אקראית של 20 חברות הקיימות בבורסה זה מכבר, ל-16 חברות היה שעבוד צף על נכסיהן.

33 את התיאוריה מציג Krippe בעמ' 936, והוא גם מצביע על העובדה כי הכותבים השונים מתעלמים מתיאוריה זו. תיאוריה זו באה לידי ביטוי גם בדברי ההסבר להצעת החוק לחיקוק סעיף 169 לפקודת החברות – ה"ח תשמ"ח-1988 (כ"ב.8.88).

לדעת, תיאוריה זו לא התקבלה באופן רחב משום שנעוץ בה קושי אינהרנטי. ניתן להראות כי מצבו של בעל השעבוד הצף יכול להיות מורע. ראשית נסביר (על קצה המזלג – ככל הדרוש לענייננו) מדוע המלווה מקבל כבטוחה שעבוד צף, ואינו ממשכן נכסים ספציפיים. במקרה של שעבוד נכסים ספציפיים יקשה על החברה להמשיך לפעול. הדבר אמור ביתר שאת כאשר מדובר במלאי: אם תרצה החברה למכור חלקים ממנו, היא תיאלץ לשנות את הסכם המימון, וכן, כמובן, תיאלץ לשנותו בכל פעם שייכנס מלאי חדש לחברה. על מנת לחסוך בעלויות עיסקה אלו קיים השעבוד הצף. גם לבעל השעבוד הצף נחסכות עלויות פיקוח ועלויות עיסקה³⁴. הוא אינו צריך לבדוק ולעקוב אחר הנכסים הספציפיים הממושכנים, וכן אינו צריך לרוץ ולשכלל את זכותו בכל נכס חדש שנכנס למאגר נכסי החברה. הסיכון שהמלווה נוטל עליו הוא שיתכן מצב שבו שווי הנכסים הבאים והולכים ירד אל מתחת לשווי חובו. על מנת לצמצם את הסיכון הוא ידרוש שמאגר הנכסים יהיה גדול יותר מן ההלוואה שנתן, וכן יפקח על החברה כך שלא תוכל להבריח נכסים ממאגר זה. כמו כן יש לזכור כי הנושה יקבל שעבוד צף רק אם אין באפשרותו לקבל נכס אחר כבטוחה בלי לפגוע בחברה.

כעת נבחן מה קורה כאשר החברה נותנת עדיפות ל-PMSI. נניח שהמממן תורם כ-80% מההון הדרוש לרכישה, והחברה מספקת את ה-20% הנותרים. כעת יקבל המממן את הנכס כבטוחה, ונמצא שגרע בדרך זו את אותם 20% ממאגר הנכסים שהבטיחו את בעל השעבוד הצף. בדרך זו עלול בעל השעבוד הצף למצוא כי החברה רוקנה, למעשה, את מאגר הנכסים "שלו", וכעת כל נכסיה כפופים לעדיפות ה-PMSI.

תשובה אפשרית למצב כזה היא כי המממן לא יהיה זכאי למלוא הנכס כבטוחה, אלא רק לאחוז משוויו שמימן בפועל. היתר יבטיח, עדיין, את בעל השעבוד הצף, וכך ישמור על זכותו³⁵. במקרה שערך הנכס ירד, כל אחד מהשניים יהיה מובטח באופן יחסי לחלקו, וסיכון זה אינו שונה מהסיכון המסחרי הרגיל שכל מלווה המקבל נכס כבטוחה נוטל עליו. למרות נכונותה התיאורטית של תשובה זו, קשה לי לקבלה: בעולם ללא הוצאות עיסקה יכול היה להתקיים ללא בעייה מצב בו בעל השעבוד הצף מובטח ביחד עם נושים אחרים בחלקים שונים בנכסים שונים ומשונים. אולם אם נתייחס להוצאות העיסקה והפיקוח הכרוכות במעורבות בטוחות כזה, נראה כי על בעל השעבוד הצף מוטל נטל כבד – בכל נכס שלגביו יש עדיפות לבעל ה-PMSI עליו לבדוק מה חלקו שלו (למעשה, חלק החברה) במימון הנכס, ולהירשם אף הוא כבעל זכות בשיעור חלקו כמו בעל ה-PMSI (או לכל הפחות להבטיח שבעל ה-PMSI יירשם רק בשיעור זכותו). הדבר

34 ראו: C. Coogan "Article 9 of the UCC: Priorities Among Secured Creditors and the Floating Lien" 72 Harv. L. Rev. (1959) 838, 879-880.

35 פתרון למקרה דומה, בו לשניים יש מעמד של PMSI, האחר כמממן 50% מהרכישה והשני כמוכר הנותן אשראי בגובה 50% מערך הנכס, מובא ב"גילמור", בעמ' 1376.

חשוב משום שעם רכישת הנכס ילך בעל ה-PMSI וירשום את זכותו, ובעל השעבוד הצף צריך להקפיד כי הרישום אכן יסקף את חלקיות התרומה של בעל ה-PMSI, כדי שברבות הימים לא יצטרך להיכנס להתדיינות על היקף המימון לגבי כל נכס שיש לגביו שעבוד לטובת המממן. ניתן, כמובן, לטעון כי בעל ה-PMSI לא יוכל לשעבד לטובתו חלק גדול יותר של הנכס מכפי שמימן, אולם הנחה זו כפופה לכך שיש מי שיפקח על הרישום המדויק. בוודאי לא ניתן לצפות מבעל ה-PMSI שיקפיד על הרישום, וגם לחברה הזקוקה למימון הנוסף יכול להיות אינטרס להעלים עין מרישום בלתי מלא. נמצא כי על בעל השעבוד הצף להשליך את יהבו על רשם המשכונות ולקוות שהלה יערוך בדיקה מתאימה ומלאה ויוודא קיום עקיבה מלאה בין המימון לבין הנכס. לדעתי, ההנחה כי בדיקה שכזאת תיערך בכל מקרה הנה מרחיקת לכת, ובעל שעבוד צף יעדיף שגורל כספו לא יהיה תלוי בבדיקה שכזאת. בדיקה עצמאית של בעל השעבוד הצף בכל מקרה ומקרה ועמידה על זכויותיו כרוכה בהוצאות עיסקה רבות, ואלו בדיוק ההוצאות מהן רצינו להימנע! בעל השעבוד הצף אינו יכול ואינו רוצה לעקוב בצורה כה הדוקה אחר החברה. ההצעה שתארונו אינה ישימה לגביו, ולכן נוכל לומר כי מצבו הורע!

נחזור להדגים זאת בדוגמה המספרית שלעיל. כאמור, עבור הלוואת $X\$$ מובטח בעל השעבוד הצף במאגר נכסים של $2 \cdot X\$$. כעת נוטלת החברה ממאגר זה $0.2 \cdot Y\$$ ורוכשת, בעזרת המממן המספק $0.8 \cdot Y\$$, את הנכס ששווי $Y\$$. לבעל השעבוד הצף נותר מאגר נכסים של $(2 \cdot X\$ - 0.2 \cdot Y\$)$ המבטיח את השעבוד הצף – ובקשר אליו נותרו עלויות הפיקוח והעיסקה שלו כמקודם. כן הוא מובטח בנכס הספציפי Y , בערך $0.2 \cdot Y\$$, ונכס זה גורם לו עלויות עיסקה נוספות: עליו לפקח על כך שנעשה רישום לגבי זכותו, או לכל הפחות לגבי חלקיות זכותו ושל בעל ה-PMSI. על מנת לשמור על אותו שווי כולל של נכסים המבטיחים את הלוואתו, נוספו לו כעת עלויות נוספות – ומכאן שמצבו הורע!

לדעתי זוהי הסיבה מדוע תיאוריה זו אינה זוכה לסקירה מעמיקה בספרות ובפסקי-הדין השונים שניתנו בנושא. אולי לא ההסבר הכלכלי ולא הניסוח הפורמלי השפיעו, אלא העובדה המציאותית כי בפועל דעתם של בעלי השעבוד הצף אינה נוחה מעדיפות זו של בעלי ה-PMSI. הרגשה אינטואיטיבית זו הקשתה על כותבים לבוא ולומר, שבעלי השעבוד הצף אינם נפגעים כלל.

3. תיאוריית הרווח המשותף

תיאוריה זו אינה שונה מהותית מהתיאוריה עליה הצבענו לעיל, אך היא פותרת באופן מסוים חלק מהבעיות עליהן הצבענו, וכן מניחה מספר הנחות עובדתיות חזקות מאוד המהוות לה בסיס. התיאוריה טוענת כי הלוואות למימון אינן מגדילות את הסיכון לבעלי הלוואות קודמות, וכן כי המלווים הקודמים אדישים לאפשרות כי הלוואה למימון נכס חדש תילקח במקום אחר³⁶.

36 ראו Loan Priorities, בעמ' 242.

קביעות התיאוריה הן: 1. ישנה התאמה בין הנכס הנרכש שניתן כבטוחה לבין ההלוואה, ולכן במקרה של פשיטת רגל המלווה יכולה על ידי קבלת הנכס, ולא ישפיע על החלוקה בין הנושים האחרים. ההנחה כאן היא כי שווי הנכס אינו יורד אל מתחת לשווייה של ההלוואה ההתחלתית. הנחה זו מבוססת על כך שבדרך כלל הנכסים הנקנים בצורה כזו אינם נכסים מסוכנים ששוויים עלול להשתנות מאוד. 2. בדרך כלל, הרכוש הנרכש באופן זה משמש להמשכת פרויקט קיים, דבר שהוא לטובת הנושים הקיימים, ולא להתחלת פרויקט חדש, העלול להעמיד את הפירמה (וכך גם את נושיה) בסיכון. לכן לא יתנגדו הנושים הקודמים להזרמת הון זו. 3. הזרמת הון בצורה כזו חוסכת עלויות אשראי. בדרך כלל המלווים מלווים סכומים גדולים לצורך פרויקטים, זאת לאחר חקירה ובדיקה מעמיקות של הפירמה ושל הנושים האחרים. הם נמנעים מלחת הלוואות בסכומים נמוכים, שכן הללו מחד לא תצדקנה בדיקה מעמיקה, ומאידך, ללא בדיקה, הן עלולות להיות מסוכנות. לעומת זאת הלוואות מימון כזו תוכל להיות על סכומים נמוכים ללא בדיקה – וכך תיחסבנה עלויות הבדיקה והפיקוח. 4. לעתים נכסים כאלו הם מיוחדים, כך שהמוכר המקורי, התופס את הנכס שוב לאחר פשיטת הרגל, יוכל להפיק ממנו סכום גדול יותר, בהיותו מומחה בתחום. לעומתו, נושים, ובמיוחד מוסדות, יתקשו לטפל בנכסים כאלו. הנושה הראשון ירוויח מכך שלקופת החברה ייכנס יותר כסף משהיה נכנס אילו מכרו את הנכס במהלך פשיטת הרגל. טיעון נוסף בכיוון זה הוא של פרופ' Scott, האומר כי למוכר המקורי עלויות פיקוח נמוכות בהשוואה לנושים אחרים בשל היכרותו עם הנכס, וכך הוא חוסך לשאר הנושים את עלויות הפיקוח המיוחדות על נכס זה.³⁷

מכל הקביעות הללו מסיק פרופ' Schwartz כי מתן עדיפות ל-PMSI לא יפגע בנושים מוקדמים, וכי במצבים מסוימים יראו הללו תועלת בהצטרפותו למעגל נושי החברה.³⁸

ההנחה הבעייתית היא זו שלפיה הנכסים שיירכשו אינם כאלו שיגררו את החברה לדרך הרפתקנית. המצב בפניו החברה נמצאת הוא שהמלווים הרגילים שלה מסרבים להלוות לה כסף נוסף. דבר מעין זה יתרחש כאשר המלווים יעריכו כי הסיכון להתזרזות הכסף גדל. לו היה מדובר בנכסים פעוטים, או בנכסים הדרושים להמשך התיפקוד השוטף, לא היה מקום לחשש מעין זה. אולם, כפי שפרופ' Schwartz בעצמו טוען, הנכסים בהם מדובר הם נכסים יחודיים. נכסים כאלו, בדרך כלל, נועדו להביא לתפנית במהלך הפעילות בחברה, דבר שאולי יביא לנטילת סיכונים גוספים. לגישה כזו יתנגדו המלווים הקודמים החוששים כי החברה עלולה להיקלע לקשיים, ולפיכך יסרבו לעזור לה בדרכה החדשה. יתרה מזו: אף

37 ראו R. Scott "A Relational Theory of Secured Financing" 86 Colum. L. Rev. 901, 963. לדעתי אין לקבל טיעון זה, כיוון שבכל מקרה לא היו עלויות פיקוח לנושים אלמלא היה

בדם נכס זה, כך שקשה לדבר על "חיסכון" בעלויות.
38 Loan Priorities, בעמ' 243.

מימון על ידי זר יפריע להם, שכן ייתכן ששינוי בקו הפעילות של החברה יעמיד בסכנה את כל נכסיה – כולל אלו המשועבדים לנושים הקודמים. לפיכך, הטענה כי לנושים הקודמים לא יהיה אכפת שהחברה תרכוש נכס כזה אינה נקייה מספקות.

4. תיאורית המונופול המצבי (situational monopoly)

תיאוריה זו הוצעה על ידי Jackson & Kronman³⁹. הטענה המרכזית שלה היא כי ללא מתן עדיפות ל-PMSI ייתכן מצב שבו בעל השעבוד הצף יקבל מעמד של מונופול כלפי הלווה בכל הקשור לאספקת הון נוסף. הלווה לא יוכל לגייס הון בתנאי תחרות משוכללת, ויאלץ לשלם ריבית מופרזת לבעל השעבוד הצף תמורת הון נוסף.

המונופול נוצר משום שלבעל השעבוד הצף עלויות פיקוח נמוכות יותר כאשר הוא בעל עדיפות ראשונה בכל הרכוש, כולל הרכוש החדש שנרכש, ואילו המממן החדש יקבל רק עדיפות שנייה. כלומר: יהיה הברדל בעלויות בין השניים, ולכן הצעתו של בעל השעבוד הצף תהיה בריבית נמוכה יותר מזו של המממן הפוטנציאלי, אך עדיין תהיה גבוהה יותר מריבית השוק. נמחיש את המצב הנזכר:

ראובן הוא בעל שעבוד צף על כל נכסי החברה, ונהנה מהסכם המעניק לו עדיפות ראשונה בכל נכסי החברה – הנוכחיים והעתידיים. כעת נניח כי החברה רוצה לגייס הון נוסף על מנת לרכוש נכסים חדשים. העלות השולית של ראובן לפיקוח על הבטוחה שיקבל בגין ההלוואה תהיה עלות הפיקוח על הרכוש החדש בלבד (שכן את הפיקוח על הרכוש הקודם הוא כבר עושה בגין השעבוד הצף הקודם). כעת נבדוק מה יהיה מצבו של מממן פוטנציאלי – שמעון. שמעון – שיספק את המימון הדרוש לרכישת הנכסים החדשים – לא יוכל לקבל עדיפות ראשונה במלאי זה, בשל ההסכם עם ראובן, ולכן יקבל עדיפות שנייה בכל הרכוש הקודם והחדש (הוא לא יסתפק רק ברכוש החדש, שכן עדיפותו היא שנייה ולכן ירצה כבטוחה נכס שערכו גבוה בהרבה משווי ההלוואה). עלויות הפיקוח שלו תהיינה, אם כן, עלויות פיקוח על כל הרכוש, חדש וישן כאחד, וזאת בגין הלוואה שמימנה רק את הרכוש החדש. ברור שהעלויות עבורו תהיינה גבוהות יותר מאלו של בעל השעבוד הצף.

במצב כזה יוכל בעל השעבוד הצף לדרוש ריבית מעל ריבית השוק, עד לגובה הריבית שהיה המממן דורש על מנת לכסות את עלויות הפיקוח הגבוהות. יוצא שהלווה יאלץ לשלם ריבית הגבוהה מהריבית בשוק. הלווה, בידעו את המצב שאליו ייקלע לכשירצה להשיג מימון נוסף, ייקח שיקול זה בחשבון בבואו לזכות את הסכם ההלוואה הראשון עם מי שירצה לקבל שעבוד צף, וינסה להוריד את

39 Jackson Kronman, בעמ' 1167 ואילך. התיאוריה שתובא להלן והדוגמה הממחישה לקוחות ממאמר זה. תיאוריה זו מובאת גם בדברי ההסבר לה"ח לחיקון סעיף 169 לפקודת החברות, לעיל בהערה 19.

הריבית ההתחלתית על מנת שתאזן את הריבית הגבוהה שייאלץ לשלם בהמשך. המלווה הפוטנציאלי לא ירצה להוריד את הריבית מתחת לתנאי השוק, בתקווה כי בעתיד יוכל לגבות ריבית גבוהה יותר – שכן מי יערוך לידו כי אכן יידרש להלוות סכומים נוספים שהריבית עליהם תאזן את ירידת הריבית כעת? הוא יעדיף לקבל כעת את ריבית השוק (בבחינת טוב ציפור אחת ביד...), ולוותר על מעמדו המונופוליסטי. הוא יתיר ללווה לגייס בעתיד הון נוסף לצורך רכישת נכסים, ולתת את הנכסים כבטוחות בעדיפות ראשונה למממן, כתנאי שמתן הבטוחות עבור מימון זה לא יפגע במאגר הנכסים ההתחלתי שראה לנגד עיניו.

מכאן שכלל אשר יקבע את מתן העדיפות ל-PMSI רק ישקף את רצון הצדדים, או ימנע מצב של כשל שוק⁴⁰, שבו, אם מסיבה כלשהיא הצדדים לא כללו בהסכם ביניהם הוראה המתירה מתן עדיפות ל-PMSI, ייווצר מונופול שיביא את השוק לאי יעילות.

גם תיאוריה זו לא התקבלה ללא ביקורת, אם כי היא הגימוק הקונבנציונלי להענקת העדיפות ל-PMSI⁴¹. כפי שאראה, יש לתיאוריה בסיס איתן, ורובה של הביקורת אינו מוצדק.

הביקורת שלהלן מובאת על ידי ר"ר חביב-סגל⁴², הבוחנת את הרקע התיאורטי המונח בבסיס התיאוריה ומעלה מספר נקודות ביקורת:

1. הנושה בשעבוד הצף נהנה מהגדלת נכסי החברה, ומדוע ימנע את הגדלתם⁴³?

לדעתי, בביקורת זו אין ירידה לעומק הטיעון המונופוליסטי: עצם הטיעון אינו כי בעל השעבוד הצף ימנע את הרחבת נכסי החברה, אלא כי הוא יעדיף ליהנות מפירותיה של הלוואה כזו בעצמו, בריבית מעל מחיר השוק – כל עוד ללווה משתלם לשלם ריבית זו (כיוון שהוא יוצא מנקודת הנחה שהתשואה שלו על ההון תהיה גבוהה יותר⁴⁴).

2. לא ברור כיצד יכול בעל שעבוד צף להגיע למעמד של מונופול, שהרי משמעות עדיפותו היא רק כי ייהנה מעדיפות ראשונה, אך עדיין ניתן יהיה לתת לאחרים עדיפות שנייה, והם רק יאלצו לבדוק אם מאגר נכסי החברה מצריך מתן הלוואות נוספות⁴⁵.

כאן התשובה פשוטה והיא הומחשה על ידי הדוגמה שלעיל: מצב זה יגרום ליצירת מונופול בשל שוני בעלויות השוליות של שני המלווים הפוטנציאליים

40 כשל שוק בהקשר הנזכר הוא מצב שבו כוחות השוק אינם מצליחים להגיע בעצמם לפיתרון היעיל בסיטואציה מסוימת, ונכנסים למצב שבו אם נסתכל על תמונת המצב הכללית – תמצא שהשוק אינו במצב היעיל ביותר אליו יכול להגיע.

41 ראו סגל, בעמ' 150.

42 שם.

43 שם, בעמ' 151.

44 ראו: Capital Investment CH. 16-17.

45 סגל, בעמ' 151.

(המממן בפרוטנציה מחד ובעל השעבוד הצף מאידך) במתן הלוואה חדשה. העובדה שלבעל השעבוד הצף העלות נמוכה יותר יוצרת מצב של מונופול.⁴⁶
3. הנימוק המונופוליסטי אינו מסביר מדוע יש לתת עדיפות דווקא ל-PMSI, ולא לכל שעבוד ספציפי מאוחר יותר.⁴⁷

כאן, לדעתי, התעלמה המבקרת מהנחות בסיסיות שאינן שייכות ספציפית לתיאוריה זו: העיקרון הבסיסי הוא כי המממן מוסיף למאגר נכסי החברה ואינו גורע מכרית הביטחון של בעל השעבוד הצף.⁴⁸ לעומת זאת, אם נעניק שעבוד ספציפי למי שלא מימן נכס נוסף לחברה אלא מימן את הטיפול השנתי של עובדיה, הרי שנפגע בציפייתו הלגיטימית של בעל השעבוד הצף שלא יגרעו ממאגר הנכסים שראה מול עיניו כשנתן את ההלוואה.

4. מדוע לטפל בתוצאות של המונופול במקום לעקור את המונופול עצמו?⁴⁹ טיעון זה מושך, אך אינו פשוט ליישום. קשה לתאר חקיקה אפקטיבית שתמנע גביית ריבית מונופוליסטית, ותהיה ניתנת לאכיפה בצורה אפקטיבית. מתן העדיפות ל-PMSI אכן מונע את התמריץ להיווצרות המונופול, וכך אכן מונע את התהוותו. אמנם ניתן לטעון כי הפגיעה בבעל השעבוד הצף, שהצבענו עליה בביקורת על התיאוריות הקודמות, תהווה הצדקה לטפל במונופול בדרך אחרת שלא תביא לפגיעה כזאת, אולם התיאוריה שלפנינו נזקקת לפגיעה זו בבעל השעבוד הצף, שכן הפגיעה היא היא המנטרלת את התמריץ להיווצרות מונופול. בשקילת סך התועלת החברתית יש העדפה לפגיעה בבעל השעבוד הצף אם אינו רוצה לתת מימן נוסף, זאת כדי שהפירמה לא תיאלץ לקפוא על שמריה עקב מעמדו המונופוליסטי של ספק המימן.

5. שיקולי פיקוח אינם נימוק נכון, שכן לא תמיד מונחים נושים וחייבים בקביעת תנאי האשראי על פי שיקולים אלו.

טיעון זה תוקף את הנחת היסוד של הנימוק המונופוליסטי, אולם גם אם הוא נכון במקרים מסוימים הוא אינו נכון תמיד: נניח שהמלווה הפוטנציאלי מעריך כי אינו יכול לפקח על הלווה מטעמים אישיים שלו. הדבר מגדיל את סיכונו, ולכן ידרוש ריבית נוספת, אך אם תהיה ריבית זו מעל תנאי השוק יעדיף הלווה לחפש כסף זול יותר. אם השוק מעריך כי מטעמים הקשורים בחברה קשה לפקח עליה, יעלה השוק כולו את שער הריבית הנדרשת מחברה זו. מכאן יוצא, שאם המלווים פועלים בצורה רציונלית-כלכלית, עלויות הפיקוח, או הסיכון שהשוק צופה בגין אי פיקוח, יהיו מגולמים בתנאי ההלוואה. לכן, לדעתי, אין לשלול את הנחת היסוד של התיאוריה.

46 שם.

47 אמנם הצבענו לעיל על העובדה שמעמדו של בעל השעבוד הצף אכן נפגע, אולם יש לשים לב כי גם בדוגמה שהבאתי לעיל סך כל נכסי החברה שיחתרו לאתר שנקא את תביעת בעל ה-PMSI (בהנחה שערך הנכסים אינו משתנה) חוזר לאותו גדל של מאגר המבטח.

48 סגל, בעמ' 151-152.

ביקורת נוספת נמתחת על ההסבר של התיאוריה לדרישת העקיבה, והקביעה כי דין זה הוא קוגנטי (להסברת דרישת העקיבה ראו להלן). כפי שאראה בהמשך, ניתן להסביר באמצעות התיאוריה גם קביעות אלו.

5. תיאוריית יחס המנוף

תיאוריה זו מוצעת על ידי ד"ר חביב-סגל⁴⁹. בבסיס התיאוריה עומדת ההנחה כי הדין קובע עדיפות לנושים לפי תרומתו של כל אחד מהם לשמירת יחס מנוף (נכסים/חובות) סביר. ה-PMSI יזכה לעדיפות הגבוהה ביותר בהיותו האוכף החזק ביותר של יחס כזה.

התיאוריה, אם כן, מעניקה חשיבות ראשונה למממן הרכישה, כיוון שהאשראי שהוא סיפק אכן שימש בפועל למימון הנכסים הנוספים, בעוד סתם מלווה המקבל נכס כבטוחה (או שעבוד צף) יכול שלא הגדיל בפועל את נכסי החברה אלא מימן את העלאת המשכורות האחרונה... הדגש, אם כן, הוא על הקשר הישיר בין ההלוואה המגדילה את החובות אך במקביל מגדילה את הנכסים.

הדוגמה המספרית הבאה ממחישה היטב את התיאוריה:

נניח כי לחברה \$1000 חובות ו-\$2000 נכסים. יחס המנוף ההתחלתי שלה עומד, אם כן, על $1000/2000 = 0.5$. כעת נניח כי החברה לוקחת אשראי נוסף בגובה \$100 ומממנת בעזרתו ארוחת צהריים מפוארת, יחס המנוף יעמוד כעת על: $1100/2000 = 0.55$. כעת נניח כי מדובר במממן רכישה שכל ה-\$100 ישמשו לרכישת נכס חדש. כעת יעמוד היחס על: $1100/2100 = 0.524$. כלומר, ניתן לראות כי נשמר יחס מנוף נמוך יותר.

הסבר זה, אם כן, מראה כי ה-PMSI עדיף על פני כל שעבוד אחר בהיותו המוסד המבטיח עלייה נמוכה ככל האפשר ביחס המנוף בגין הלוואה נוספת. השקפה זו אמנם מסבירה מדוע עדיף ל"חברה" (במובן society) שהלוואות מימן רכישה תועדפנה על פני הלוואה רגילה, אולם אין שיטה זו מסבירה מדוע יהיה עדיף לפירמה עצמה גיוס הון בצורה כזו, או מדוע יעדיף בעל שעבוד צף לוותר על עדיפותו הראשונית⁵⁰. למעשה, נקודת המבט של דעה זו נמצאת מחוץ למערכת פירמה-נושים, ואינה מסבירה מדוע, לפי שיטה זו, נגיע להקצאה יעילה (במובן פרטו — Pareto). לכן גם כאן, לטענתי, נרחיק לכת אם נבסס את עדיפות ה-PMSI רק על יחסי מנוף, שכן שוב זה אינו השיקול היחיד בקיום פירמה, מה גם

49 שם, בעמ' 154-158.

50 סגל (שם, בעמ' 155) אמנם טוענת כי שמירת יחס מנוף הוא אינטרס של כל הנושים הקודמים, אולם, ראשית, אין זה מסביר מדוע יסכימו בכלל להעלות את יחס המנוף, וכן הדבר "מתנגש" עם טיעונה הקודם שהבאנו בפרק "ראשון בזמן" — ראשון בזכות — כי משנקבע סדר עדיפות כרונולוגי בין נושים מובטחים, הופך הנושה הראשון אדיש לעניין הגדלת יחס המנוף.

שהכול יסכימו כי אין לשאוף ליחס מנוף 0, אלא מקובל וטוב שלפירמה יהיה יחס כלשהו, אשר גודלו האופטימלי עומד בסימן שאלה⁵¹.

אם נשאל את עצמנו לטובת מי פועלת השמירה על יחס המנוף, נראה כי המלווים המובטחים הקודמים אדישים להגדלתו. הגדלת יחס המנוף עלולה אולי לדרדר את החברה לכדי פירוק, אולם לצורך מצב שכזה קיימת הבטחה, והמלווים לא ייפגעו. כלומר, אין לנושים הקודמים אינטרס בשמירה על יחס מנוף. בעל ה-PMSI אינו עושה כל שירות למענם, אלא אולי רק למען הנושים הלא מובטחים, ולכן לא ברור מדוע עליו להיות קודם בתחרות עם בעל השעבוד הצף? למעשה, הנושים האחרים אדישים לפעולת בעל ה-PMSI, שכן הנכס שהוסיף למצבת הנכסים כלל אינו מבטיח אותם, שהרי הוא מהווה את הבטחה למממן (אולי יבטיח אותם הנכס, אך רק באופן שיורי, אם יישאר משהו לאחר שיגבה החוב למממן – מה שמוטל בספק, שהרי הנכס שווה ערך להלוואה, וזאת לפני שירד ערכו כתוצאה משימוש, ולפני הוצאות המימוש).

יתרה מזאת: גישת המנוף טוענת כי עדיף לשמור על יחס מנוף נמוך ככל האפשר, ולפיכך יש לתגמל את התורם למטרה זאת. לרעתי, עלולה גישה זו להביא לקפיאת החברה על שמריה. לחברה רצוי, לעתים, שיהיה בידה הון שאינו כבול לשימוש מסוים או לנכס מסוים, ושאינו תוכל לפעול. אם נביא את הצעתה של ד"ר חביב-סגל לקיצוניות, הרי המצב הטוב ביותר מבחינת יחס המנוף יהיה מצב שבו כל ההלוואות שנטלה החברה מובטחות על ידי נכסים ספציפיים. במצב כזה נשללת כל גמישותה של החברה וכל יכולתה להגיב על תנאי שוק משתנים במהירות, שכן באותו מצב אידיאלי תצטרך החברה למצוא לפני כל צעד מלווה שיממן אותו. אי אפשר לומר כי ישנה הערפה אפרורית לצורת מימון כזו או אחרת, אלא הדבר תלוי בחברה שמדובר בה, באופי הסביבה שהיא פועלת בה, בשלב בחיי החברה ומעל לכול בציפיותיה לעתיד. האם ניתן לומר כי שמירה על יחס מנוף נמוך היא הדבר החשוב ביותר?

טענה נוספת היא זו שכבר עמדנו עליה לעיל: יחס מנוף אינו חזות הכול כיוון שהוא צופה פני עבר ואינו צופה פני עתיד, ואילו מבטם של הנושים ושל אחרים על החברה הוא צופה עתיד וכך הוא צריך להיות: מהם סיכוייה של החברה? מהם הסיכונים? מהם כיווני ההתפתחות שלה? וכד'.

6. אין חברה יכולה למשכן יותר ממה שיש לה

גישה זו מציעה פיתרון פורמליסטי לעדיפות ה-PMSI. גישה זו טוענת כי למעשה בעל השעבוד הצף אינו זוכה כלל ל"שים יד" על הנכס.

הרעיון הוא שהחפץ הממומן על ידי מקבלו כבטחה מגיע לידי החברה כשהוא כבר ממושכן לטובת המממן, ולכן משנכנס תחת כנפי השעבוד הצף, נכנס כשהוא כבר משועבד, ואין בעל השעבוד הצף רוכש בו עדיפות, אלא משני הוא

51 ראו סגל, בעמ' 107, ובמיוחד הערה 107 שם.

למממן.

מקורה של התיאוריה בפסק-דין בפרשת *New Orleans*, שם אומר השופט:

...משכנתא המכוונת לחול על רכוש שיירכש לאחר החלטה, חלה על רכוש במצב בו הוא מגיע לידי בעל המשכנתא. אם הרכוש כבר נתון למישכון אחר, הרי המשכנתא אינה יכולה לבוא במקום מישכון זה, ואפילו מאוחר לה בזמן. היא רק חלה על הזכות אותה קנה הלווה...⁵²

מטרת התיאוריה היא בניית קונסטרוקציה משפטית המסבירה כיצד אנו חורגים מהכלל של ראשון בזמן — ראשון בזכות, ומעניקים עדיפות למישכון המאוחר. הרעיון העומד מאחורי התיאוריה הוא כי הצדדים יכלו למעשה לבצע עסקה טיבונית: המממן היה מוכר את הנכס לצד שלישי, שהיה ממשכן את הנכס לטובת המממן, ואז מוכרו ללווה כאשר הוא ממושכן. במקרה כזה אין ספק כי בעל השעבוד הצף כפוף למישכון.

לדעתי, אין בשיטה זו כדי להסביר מדוע עלינו לתת עדיפות לבעל ה-PMSI, ואין היא אלא מצביע עושה, להצביע על דרכים לתת עדיפות זו. נניח כי בעל השעבוד הצף היה כולל בהסכם המישכון איסור לרכוש נכסים משועבדים, האם גם אז יש הצדקה לתיאוריה? כלומר, התיאוריה אינה נותנת הצדקה פוזיטיבית לעדיפות.

גם ביה"מ בישראל, כשאימץ באופן פסיקתי את עדיפות ה-PMSI בפסק-הדין ב"ל 603/71 ג. בנק א"י-בריטניה⁵³, השתמש בתיאוריה זו. באותו פסק-דין קובע בית המשפט בפי מ"מ הנשיא, השופט זוסמן:

...כאשר החברה קונה נכס בלא לשלם את מלוא המחיר, הרי למעשה לא קנתה אלא נכס משועבד... במקרה כזה הואיל ותכסי החברה לא נתעשרו בפועל אלא במידה שהמחיר שולם... ואף בעל השעבוד הצף אינו זוכה להעדפה כלפי המוכר...⁵⁴

אם כן, השיקולים הם בין זמניים — נטען כי בעל השעבוד הצף מקבל לידו נכס ששועבד קודם שהגיע לידי הלווה, ואז אין לו זכות קדימה בו. גישה זו הנה פורמליסטית, ולכן אינה יכולה, כאמור, להוות הסבר מדוע על ההסדר המשפטי להיות כזה. ניתן גם להקשות עליה מנקודת מבט פורמליסטית: מה קורה כאשר לא מדובר במוכר, אלא במי שמלווה כסף לצורך רכישה. במקרה זה, על מנת שהחברה תוכל למשכן את הנכס לטובת המממן, צריך הנכס לעבור

52 ראו פרשת *New Orleans*, בעמ' 364-365.

53 ע"א 603/71 ב"ל ג. בנק א"י-בריטניה, פ"ד כו (2) 864 (להלן — פרשת בנק א"י-בריטניה).

54 שם, בעמ' 477. את עיקר הדין במשפט הישראלי ראו בהמשך.

קודם לרשותה, ואז כאשר הוא מגיע לידיה "נקי" תופס אותו השעבוד הצף⁵⁵! כיוון שהטיעון הוא פורמלי, תהא גם התשובה לביקורת פורמלית: ניתן לומר כי למעשה הנכס עובר לבעלות המממן (ואפילו מסר את הכסף לחברה על מנת שתרכוש את הנכס – כעין קונסטרוקציה של שליחות) והוא מוכר אותו לחברה. הוא אינו מוכר אותו מכירה מלאה, אלא מכירה הכפופה לזכותו כבעל משכון (טיעון זה בעייתי בכל הנוגע לעסקות הדורשות רישום כמקיים העיסקה).

7. עדיפות למסתכן

לדעתי יש בתיאוריה הבאה כדי להציע פיתרון אינטואיטיבי לשאלת העדיפות. בדרך כלל נותני הלוואות מקבלים כבטוחה נכס העולה לפחות פי שניים על שווי ההלוואה⁵⁶, ובכך הם מבטחים את עצמם מפני ירידת ערכו, מבטיחים כי יהיה להם ממה להיפרע בגין הוצאות מימוש ועוד. אולם כאשר מדובר בבטוחה למממן, הרי הבטוחה הוא הנכס שאותו מימן, כלומר: שווי הנכס כשווי הבטוחה, ואין שולי ביטחון. וכך, לאחר שימוש בנכס, משיורד ערכו, כבר נמצא המלווה בסכנת אי פירעון. כמו כן אין הוא מבוטח מפני שינויים בערך הנכס, כלומר הוא נוטל על עצמו סיכון רב יותר מכל נושה אחר. את הסיכון הסכים לקחת מסיבותיו הוא, אם מפני שהוא המוכר של הנכס וכדרך זו הצליח למכרו באשראי, ואם בשל אמונתו בחברה או במה שהנכס יוכל לתרום לה. בכל מקרה המממן נוטל על עצמו סיכון. בגין סיכון עורף זה יש לפצותו, והדרך לפיצוי היא מתן העדיפות. כנגד גישה זו ניתן, אולי, לטעון כי את הסיכון יש לאזן במתן ריבית נוספת, אולם לדעתי בכך אין די, שהרי אם החברה לא תוכל לפרוע את חובה, כל הריבית שהובטחה לא תועיל אם לא תהיה למממן כל עדיפות.

8. סיכום

הבאתי לעיל גישות שונות להצדקת מתן העדיפות ל-PMSI. לדעתי ההסבר צריך להיות כלכלי, היות שאנו עוסקים ביחסים הכלכליים בין החברה לנושיה השונים ובין הנושים לבין עצמם.

הצבעתי על שתי התיאוריות המרכזיות: האחת היא תיאוריית המונופול המצבי, שהיא, לדעתי, תיאוריה מבוססת, וניתן לרחות את רוב דברי הביקורת עליה. השנייה היא תיאוריית יחס המנוף, בעלת ההסבר הכלכלי, ששיקוליה הם שיקולי טובת הכלל. שיקולים אלו יכולים להיות אמת מידה לתרומתו של כל נושה לחברה, אך אין בהם כדי לחייב מתן עדיפות לסוג מסוים של נושים, כיוון, שכפי שהראינו, לחברה אין עדיפות קבועה לצורת מימון מסוימת, ועדיפות קבועה

55. ביטרמן "שעבוד קבוע שנרצח בניגוד לאיסור שכשעבוד הצף" הפרקליט לד (חשמ"א) 100,

103 (להלן – ביטרמן). כפי שאראה כאן ובהמשך קשה לקבל את טיעוני מר ביטרמן.

56. זהו הכלל הנקוט בבגקים למשכנתאות. ניתן לקבל משכנתא שגובהה 50% מגובה הנכס (יש לזכור כי נכס מקרקעין נחשב לאחד הבטוחים ביותר).

שעלולה דווקא להקשות על פעולתה. כן אין לחברה העדפה א-פריוורית לשמירת יחס מנוף נמוך כעיקרון. לפיכך אין גישת יחס המנוף יכולה להיות הסבר בלעדי. נעבור כעת לבחינת ההסדרים המשפטיים השונים שהתקבלו במשפט הזר ובישראל. ננסה לבחון את ההסדר הישראלי לאור ההסדרים הזרים, ולאור הרציונלים שהעלינו, ולהציע תיקונים אם ידרשו.

ד. המשפט האמריקאי

המשפט האמריקאי החל להכיר במוסד ה-PMSI בסוף המאה שעברה, ועברו יותר מ-70 שנה עד שהכללים שהתפתחו בנושא הפכו לחקיקה (ה-UCC), שבחלקה הלכה בעקבות הפסיקה, ובחלקה שינתה אותה. נסקור את התפתחות הפסיקה, ואחר כך נדון בחוק ה-UCC.

1. התפתחות הפסיקה:

כפי שהראינו לעיל, מתחרהו העיקרי של ה-PMSI הוא בעל השעבוד הצף. לכן, אם שיטת משפט אינה מכירה בשעבוד צף, אין מקום לדבר על תחרות עם PMSI או על כללי עדיפות ביניהם. בתחילה שלט במשפט האמריקאי הכלל כי "אדם אינו יכול להעביר רכוש שאין לו"⁵⁷. אט אט סטו בתי המשפט מכלל זה, מתוך הכרה במציאות הכלכלית, והכירו בהתניות המשעבדות רכוש עתידי, תוך הטלת הגבלות על יכולת זו.

למן ההכרה בשעבוד הצף, ברור היה כי במוקדם או במאוחר תתעורר תחרות בינו לבין ה-PMSI. פסק-הדין הראשון שעסק בנושא הוא כאמור פסק-הדין בפרשת *New Orleans*. פסק-הדין עסק בחברת רכבות שמישכנה את רכובה הנוכחי והעתידי. לאחר כמה שנים יזמה הממשלה, שהיתה בעלת אגרות חוב, הליך של פירוק החברה, ואז התברר שכמה כלי רכב נמכרו לחברה על ידי הממשלה, ותמורתם ניתנו לממשלה אגרות חוב על כסף הרכישה שלא שולם – ואלו הקנו לממשלה זכות משכון בכלי רכב אלו. הממשלה טענה כי כלי רכב אלו אינם צריכים להיכלל במאגר הרכוש, שיימכר במהלך פירוק החברה, על מנת לספק את תביעות הנושים. בית-המשפט צריך היה לקבוע סדר עדיפויות בין הממשלה כבעלת בטוחה כמממנת, לבין בעלי אגרות החוב, בעלי השעבוד הצף. בית-המשפט קבע כי לממשלה עדיפות, מהטעם שהזכרנו לעיל. בית-המשפט לא הביא אסמכתא כלשהי לדבריו, אולם התיאוריה שהשתמש בה התקבלה.

כלל זה אומץ ב"משפטי רכבות" נוספים. השדה להתפתחות משפטית זו היו דווקא חברות רכבות, משום שזה היה התחום הראשון שבו הפסיקה, ואחריה המתוקקים האמריקאיים, הכירו בשעבוד הצף, וכמו שראינו, מיד אחריו מופיע ה-PMSI.⁵⁸

57 "גילמור", בעמ' 1333.

58 שם, בעמ' 1341.

החוקה הראשונה בנושא נעשתה ב־S.7 Uniform Conditional Sales Act. החוק קבע עדיפות מוחלטת ל־conditional seller על פני זכויות אחרות קיימות, בלא דרישה כלשהי לרישום. כמו כן אימץ החוק את כלל הפגיעה הממשית בעניין שאלת המחוברים, אותה פירש כפגיעה בלתי הפיכה, וקבע כי ניתן יהיה להסיר את הרכוש אפילו הוא חיוני לחברה ולמכנה שהורכב בו⁵⁹. לאחר שנקבעו כללי יסוד אלו במשפט האמריקאי, עבר המשפט האמריקאי לחקיקה מפורטת בשנת 1956. כללי העדיפות השונים ותנאיהם קובצו לתוך ה־s.9 Uniform Commercial Code.

2. UNIFORM COMMERCIAL ACT (UCC)

כאמור, סעיף 9 לחוק הוא העוסק בנושא כללי העדיפויות למיניהם, ובין השאר עוסק הוא גם ב־PMSI. כעיקרון, סעיף 9 מכיר בשעבוד צף בצורה רחבה יותר מאשר הפסיקה⁶⁰, ולכן התעוררו ביתר שאת שאלות של עדיפות בין השעבוד הצף לבין ה־PMSI. במקביל להכרה רחבה זאת נקבעה עדיפות ברורה ל־PMSI, כפי שנאמר בהערות הרשמיות לחוק⁶¹:

...בעוד שסעיף זה מכיר בצורה רחבה במישכון נכסים עתידים, הוא גם מעניק, כפי שהיה עד כה, עדיפות לזכויות המממן...

עדיפות זו ניתנה ל־PMSI בשורה של הוראות העוסקות במלאי ממושכן, במשכון אחר, ובמחוברים. הגדרת ה־PMSI ניתנה בסעיף 9-107:

A security interest is a purchase money security interest to the extent that it is

(a) taken or retained by the seller of the collateral to secure all or part of its price; or

(b) taken by a person who by making advances or incurring an obligation gives value to enable the debtor to acquire rights in or the use of collateral if such value is in fact used.

מהגדרה זו עולות מספר נקודות:

1. למעמד PMSI זוכה לא רק המוכר או מי שמשלם לידי, אלא גם מי שנתן כסף לידי הלווה, והלה רכש את הנכס. מממן כזה יוכל גם הוא לקבל את עדיפות ה־

59 שם, בעמ' 1364.
60 UCC 9-204 וכן ראו "גילמור", בעמ' 1370.
61 ההערות הרשמיות הן לנוסח החוק המקורי, כפי שהן מובאות ב"גילמור", בעמ' 1371. ההערות הן לסעיף 9-213.

PMSI, בתנאי שיוכיח שכסף זה אכן שימש בפועל לרכישת הנכס. דרישה זו מוכרת בספרות כדרישת העקיבה.

נשאלת השאלה: מדוע אנו דורשים את הדרישה? Jackson & Kronman מסבירים כי הדרישה נועדה לאפשר למלווה השני – המממן – להלוות, בלא לפגוע בנושה הראשון. אם יקח המלווה השני מן הראשון עדיפות בנכס העולה בערכו על המימון שהזרים השני לחברה, הרי שהטיל עליו את כל הסיכונים ופגע בזכותו. החובה להוכיח שכספו שימש לרכישת הנכס מונעת את המלווה השני מלקבל עדיפות רבה מן המגיע לו. אם יקבל בטוחה בגובה הלוואתו בלבד, לא יפגע במלווה הראשון. Jackson & Kronman מביאים דוגמה להמחשת ההסבר: נניח שהמלווה מימן השבחת נכס של \$1000 על ידי הלוואה של \$100. אם נעניק לו כבטוחה שבה תהיה לו עדיפות את כל הנכס, השווה כעת \$1100, נפגע בנושים שהובטחו על ידי \$1000 הראשונים. הפגיעה גדולה במיוחד במקרה שבו שווי הצידוד אינו מגיע מלכתחילה, או יורד לאחר מכן, אל מתחת ל-\$1100, שכן יוצר מצב שבו המממן העלה את ערך הרכוש ב-\$100 או פחות, אך הוא מובטח על ידי רכוש רב יותר וזאת על חשבון נושים מובטחים קודמים. אינו רוצים ליצור על ידי מצב מעין זה מתן עדיפות. דרישת העקיבה תבטיח כי המממן השני יקבל עדיפות אך ורק בשיעור מימונו.⁶²

ד"ר חביב-סגל אינה תוקפת את ההסבר הנזכר, אך כיוון שהיא שוללת לחלוטין את תיאוריית המוגנופול המצבי, אין היא מוכנה לקבל הסבר הנגור ממנה, וזאת מכיוון שהסברם של Jackson & Kronman מציג, לדעתה, את דרישת העקיבה כאלמנט משני:

...לדעתנו, יש לנסות ולהסביר את עדיפות השס"ן (שעבוד ספציפי במסגרת הלוואה לרכישת נכס - א"ג) בראש ובראשונה מתוך אופיו המיוחד: דרישת העקיבה שבו היא המקור לעדיפותו, ולא תנאי משני לה...⁶³

אודה ולא אבוש שלא ירדתי לסוף טיעונה. לעניות דעתי, דרישת העקיבה באה להבטיח כי יתקיים יחס ישיר בין המימון לבין הבטוחה. ברצוננו להעניק עדיפות ל-PMSI בשל הסיבות והתיאוריות שמנינו. הדרך להבטיח כי העדיפות אכן תוקנה אך ורק בבטוחה שנוצרה עקב מימון זה, היא דרישת עקיבה מהמימון אל הנכס, לא פחות ולא יותר. הדרישה לדעתי אינה מעניקה עדיפות ל-PMSI, אלא רק מבחינה אותו מכל מימון אחר של הפירמה שאינו מגדיל את מצבת הנכסים ולכן לא יקבל עדיפות!

ד"ר חביב-סגל טוענת כי הדרישה נועדה ליצור קשר בין האשראי לבין הנכס המשמש לו לבטוחה, וקשר זה, לדעתה, מצדיק את העדיפות⁶⁴. לדעתי, לא הקשר

62 Jackson & Kronman, בעמ' 1174-1176.

63 סגל, בעמ' 152.

64 שם, בעמ' 156.

מסביר את העדיפות, אלא, לשיטתה, התיאוריה שאותה העלתה לגבי יחס המנוף. דרישת העקיבה נגזרת מתיאוריה זו ותפקידה להצביע על אותו מימון שאמנם הגדיל את צד החובות, אך במקביל הגדיל גם את צד הנכסים.

2. נקודה נוספת העולה מנוסח הסעיף היא כי לא מדובר דווקא ברכישת הנכס, אלא גם ברכישת זכויות בו. מכאן עולה שלא רק רכישה מוחלטת אלא גם רכישת זכות, כגון חכירה, תוכל להיחשב רכישה לצורך החוק.

לאחר שהגדיר החוק מהו PMSI, עובר הוא להגדיר מתי תנתן לו עדיפות ובאילו תנאים:

סעיף 9-312(3) – ה-PMSI במלאי:

סעיף זה עוסק ברכישת PMSI במשכון שהוא מלאי. כפי שאמרנו לעיל, שעבור צף יהיה חשוב ונפוץ למצב שבו נכסים רבים נכנסים ויוצאים אל הפירמה וממנה. המקרה הנפוץ ביותר יהיה מלאי, ולכן נצפה למצוא במקרה זה התנגשות רבה בין ה-PMSI לשעבוד הצף⁶⁵.

ראשית נציין כי סעיף החוק עבר שינוי בשנת 1972. במסגרת השינוי זכו לתיקון בעיות שעליהן הצביעו הכותבים בראשית דרכו של החוק. התנאים הנדרשים על מנת להקנות עדיפות ל-PMSI הם: א. הזכות שוכללה (כתנאים הקבועים על פי החוק) עד למועד בו מקבל הלווה את הנכס לידי. ב. המממן הודיע בכתב למחזיק הזכות הנוגדת (תוך תקופת זמן הקבועה בחוק, ואינה דרושה לענינו) על כוונתו לרכוש PMSI ברכוש המפורט.

ניתן לראות מתנאים אלו כי דורשים בראש ובראשונה שכלול הזכות, כמו לגבי כל משכון אחר, דרישה שלא תמיד נמצאה בפסיקה שקדמה לחוק. דרישה נוספת, חשובה לא פחות, היא הדרישה למתן הודעה, מה שלא נדרש קודם לכן. מכאן נשאלת השאלה: מדוע נדרשת הודעה? השאלה מתחזקת לאור העובדה כי כאשר מדובר במשכון שאינו מלאי, לא נדרשת הודעה לבעל הזכות הנוגדת. ההסבר שניתן לדרישת ההודעה בדברי ההסבר הרשמיים הוא שהדבר נועד להביא לידיעת נושים קודמים שהתכוונו להמשיך ולהזרים אשראי להמשך רכישת נכסים הנכנסים תחת אותו שעבוד, כי אשראי זה הזרם על ידי נושה אחר הנהנה מעדיפות של PMSI.

לדעתי, ההיגיון שמאחורי דרישת ההודעה הוא שאי אפשר לשנות את מעמדו וחזיותיו של אדם בלי ליידעו על השינוי. בעל השעבוד הצף יודע שהראשון בזמן הנו הראשון בזכות. לפני שהלווה את הכסף ללווה יכול היה לבדוק ולאמת את היותו הראשון. כעת, ללא ידיעתי, בפעולה בין הלווה למממן, השתנה מעמדו המשפטי, והשעבוד הצף שלו כבר אינו זוכה לעדיפות בכל נכסי החברה, אלא קיים נכס שיש לו בו רק עדיפות שנייה. ההיגיון מחייב להודיעו על כך. המחויב להודיע מי שמצבו מאפשר לו לדעת בצורה הטובה ביותר בזכויותיו של מי הוא

65 בניגוד לציפיה זו אפשר לטעון, שלא סביר שיידרש מימון מיוחד דווקא למלאי. אפשר לצפות שיהיה צורך במימון מיוחד בעיקר לרכישת נכסים התורגמים ממסגרת מלאי הפירמה.

"פוגע", ועל כן מחובתו להודיע זאת, ולאפשר לנושה הקודם לקחת זאת בחשבון.⁶⁶

ד"ר חביביסגל מעלה אפשרות נוספת: ייתכן שדרישת ההודעה באה למנוע מצב שבו הנושה הקודם מוכטח בעזרת נכס עתידי, אך את המימון לרכישת אותו נכס עתידי לוקחת החברה דווקא מהמממן השני שיקבל מעמד של PMSI. מצב כזה פירושו שהחברה הונתה את הנושה הקודם.⁶⁷

לשאלה מדוע נדרשת ההודעה דווקא כאן עונה המחבר כי מצב כזה של מימון רכוש שאינו מלאי אינו נפוץ, ולכן אין צורך בהודעה.⁶⁸ לדעתי אין מקום להסבר כמותי אלא יש להתייחס למהות! אם אכן, לדעתנו, אין לשנות את מצבו של הנושה הראשון בלא שידע על כך, אין זה משנה האם בתחום מסוים יש מקרים רבים כאלו או מעטים. חשוב העיקרון, ויש לדאוג לכל מקרה לגופו, והנושה הקודם זכאי להודעה בשל העיקרון גם אם הנכס שנגרע ממנו אינו מהמלאי! גם דברי ההסבר הרישמיים אינם מבהירים מדוע אין כאן דרישה להודעה, שהרי אם נושים קודמים מחכוניים להזרים אשראי נוסף, לדוגמה – לצורך הכנסת ציוד חדש לקו הייצור (שעליו כבר יש להם שעבוד צף) והדבר נעשה על ידי המממן המקבל עדיפות בתור PMSI מחקיים אותו רעיון שהצריך, לדעת מחברי דברי ההסבר, הודעה, למרות שאין מדובר במלאי.

סעיף 9-312(4) – משכון שאינו מלאי:

גם כאן זוכה ה-PMSI לעדיפות, והתנאי היחידי הנדרש ממנו הוא שכלול הזכות עד לזמן שבו הלווה מקבל לידו את הנכס, או תוך תקופת חסד של 10 ימים. אם כן, ההבדל העיקרי בין מקרה של מלאי למקרה אחר הוא היתור על דרישת ההודעה, ומתן תקופת חסד לשכלול הזכות בת 10 ימים.

מדוע תקופת חסד זו קיימת, ומדוע דווקא כאן ולא במלאי? הסיבה לכך אינה ברורה, ולאור הגרסות השונות בדרך לחקיקה נראה כי הסיבה לאי קיום התקופה במלאי מקרי בלבד.⁶⁹

הסיבה למתן תקופת חסד לשכלול היא, כפי הנראה, מתן אפשרות למממן, שאינו תמיד מוכן להתארגן ולשכלל את זכותו, במיוחד כאשר אינו יודע מתי הנכס יעבור לידי הלווה, למהר ולשכלל את זכותו (לרשום ציוד האמור להגיע מחו"ל, וכדומה).

לסיכום ניתן לומר כי החוק מכיר באופן כמעט מוחלט בעדיפותו של ה-PMSI, והוא דורש דרישות שונות על מנת לקיים עדיפות זו – עקיבה, הודעה במקרים מסוימים, וכמובן שכלול.

66 "גילמור", בעמ' 1381.

67 סגל, בעמ' 165.

68 "גילמור", בעמ' 1386.

69 שם, בעמ' 1387.

ה. המשפט האנגלי

בניגוד למשפט האמריקאי, במשפט האנגלי כמעט איננו מוצאים התדיינות או ספרות בנושא ה-PMSI. פסק-הדין המנחה בנושא (עליו הסתמך גם השופט זוסמן בפרשת בנק א"י-בריטניה) הוא: 2 Ch. 25 [1912] *Re Connolly Bros. Ltd.* פסק-הדין עוסק בשטרי קניין של מקרקעין שנמסרו על ידי מוכר המקרקעין למלווה, והחברה מסרה לידיו מסמך האומר כי יצרה למענו משכנתא שביושר על המקרקעין, וזאת על ידי מסירת שטרי הקניין לידיו. בפסיקה מאוחרת יותר – 60 שנה לאחר מכן – חוזר בית-המשפט ומאשר את ההלכה: *Security Trust Co. v. Royal Bank of Canada*.⁷⁰

בספרות האנגלית מובא פסק-הדין הנזכר כאסמכתא, ונקבע הכלל כי שעבוד צף (או כל מי ששולל מהחברה את היכולת ליצור שעבדים מאוחרים עדיפים) יהיה כפוף לעדיפות של משכנתא הנוצרת לטובת מממן הרכישה, בין אם המממן הוא המוכר, ובין אם הוא מממן חיצוני⁷¹, ואפילו ידע המממן שקיים מישכון קודם⁷². הסיבה הפורמלית הניתנת לעדיפות היא שהחברה נמצאת תחת חובה משפטית לשלם את מחיר הנכס. חובה זו צמחה עוד לפני שהחברה רכשה את הנכס, ולכן היא קודמת בזמן לזכות שצומחת על הנכס של בעל המשכנתא, היות שזכותו צומחת רק עם קבלת הנכס לידי החברה (ראה התיאוריה "אין חברה יכולה למשכן יותר ממה שיש לה").

אולם הטיעון האמיתי, שבגללו העדיפו בתי-המשפט את המממן, הוא, לדעת המלומדים האנגליים, הטיעון הבא: לנושא הראשון לא תצמח כל טובת הנאה אם זכותו כראשון תיאכף, היות שבמקרה כזה יסרב המממן לממן את הרכישה, וכך החברה לא תוכל לרכוש את הנכס ולנושא הראשון לא תהיה בטוחה כלל, גם לא כשני בתור⁷³.

ו. המשפט הישראלי

המשפט הישראלי החל להתעסק בעדיפות זו מאוחר יחסית: הפסיקה הכירה בעדיפות בפרשת בנק א"י-בריטניה. האירוע עצמו התרחש בשנות ה-60, ופסק-הדין ניתן בשנת 1972.

ניתן לומר כי המשפט הישראלי עבר תהליך דומה לזה שעבר המשפט האמריקאי – הכרה בפסיקה, ורק אחר כך בחקיקה.

נבדוק מה הייתה אותה "הכרה" בפסיקה. אחר כך נצביע על השינויים שחולל החוק, ונעלה את השאלה אם הוא בא במקום ההכרה הפסיקתית, ואם יש לה

70 1 All E. R. 381 (1976).

71 ראו s.1100 (4th. ed.) Halsbury's Laws of England (7(2).

72 ראו 485 (4th. ed., London, 1985) *Pennington's Company Law* (להלן – Pennington).

וכן ראו 475 (4th. ed., London, 1979) *Gower's Principles of Modern Company Law*.

73 ראו Pennington, בעמ' 486.

עדיין נפקות כלשהי למרות החקיקה. לאחר מכן ננסה להצביע על שאלות המתעוררות למקרא החוק הישראלי לאור התיאוריות שהעלינו לעיל, ולאור ההשוואה למשפט הזר.

1. הפסיקה — פרשת בנק א"י-בריטניה:

ההכרה הראשונה ב-PMSI, והעדפתו על פני השעבוד הצף, נקבעו בפרשת בנק א"י-בריטניה. בפרשה זו משכנה חברה לסחר יהלומים את רכושה בשעבוד צף לטובת בנק לאומי לישראל, והתחייבה שלא לשעבד או למשכן בכל שעבוד אחר את רכושה הנוכחי והעתיד ללא הסכמת הבנק המלווה. במשך הזמן שעברה חלק מרכושה להבטחת חובות אחרים לטובת בנק א"י-בריטניה. בנק א"י-בריטניה ידע על איסור השעבוד המוטל על החברה, אך ידע גם שבמקרה זה אישר בל"ל את השעבוד הנוסף. לאחר זמן מה משכנה החברה לטובת בנק א"י-בריטניה קרקע שלה, הפעם ללא הסכמת בל"ל. בית-המשפט רחה את שייכותו של סעיף 123(3) לפקודת החברות לעניינו, ובהסתמך על ההלכה האנגלית בפרשת *Re Connolly Bros Ltd* נתן עדיפות למשכנתא שלטובת בנק א"י-בריטניה. על הנימוק הפורמלי שנתן בית-המשפט כבר עמדנו לעיל.

יש לשים לב למספר קביעות חשובות שקבע בית-המשפט: א. אפילו ידע הנושה השני על האיסור שבהסכם השעבוד הראשון, בכל זאת זכותו גוברת. ב. אין אבחנה בין מוכר למלווה לצורך מכירה. ג. אמנם בנסיבות פסק-הדין דובר על מקרקעין, אולם השופט דיבר בהרחבה על כל נכס.

ההתפתחות הבאה חלה בפסק-הדין בפרשת מקבלי נכסים זמניים של אלקטרוניקס בעל מנת נ. אלסינט בעל מנת⁷⁴ (להלן — פרשת מקבלי נכסים). אמנם פסק-הדין אינו עוסק ישירות בעניין העדיפות בין המשכון הצף לבין ה-PMSI, אולם הוא עוסק בכל הקשור לידיעה של קונה על זכות בתמורה ובתום לב, כשאלה הוא יודע על הסעיף בהסכם השעבוד הצף האוסר ממשכון אחר. פסק-הדין קבע כי אין הידיעה הקונסטרוקטיבית חלה על פריט זה, שכן הוא אינו טעון רישום. לכן, מכיוון שהקונה לא ידע על האיסור, זכותו עדיפה. בעקבות פרשה זו תוקן צו החברות (פרטי משכנתאות ושעבודים), תשי"א-1951, כך שאיפשר לרשום הגבלות מעין אלו אצל רשם החברות, וכן תוקן סעיף 123 (כיום בנוסח החדש — סעיף 169) המקנה לשעבוד הצף עדיפות במקרה של רישום כזה: "...יהיה השעבוד הצף עדיף על שעבוד שנוצר בניגוד לאותה הגבלה".

כאן עולה השאלה הקשורה לעניינו: האם התיקון הנזכר לעיל, שנועד להפוך את הלכת מקבלי נכסים, חל גם על הלכת בנק א"י-בריטניה, כלומר גם בעל ה-PMSI לא יהיה עדיף על השעבוד הצף כלשונו של התיקון, או שמא לא פגע החוק בעדיפותו לפי הלכת בנק א"י-בריטניה?

74 ע"א 471/73, פ"ד כט (1) 121.

בנושא זה חלוקות הרעות: פרופ' ויסמן⁷⁵ טוען כי הלכת בנק א"י-בריטניה ממשיכה לחול, זאת מאותה סיבה פורמלית, שהביא השופט זוסמן בפסק-הדין: השעבוד לטובת המממן אינו מאוחר לשעבוד הצף, שכן התגבש לפניו עוד לפני הגעת הנכס לידי החברה, ולכן החוק העוסק בשעבודים מאוחרים – לא יחול. חזוק לגישה זו מוצא פרופ' ויסמן בכך, שבהצעת החוק לא מצוין כי ישנה כוונה לבטל את הלכת בנק א"י-בריטניה. כמו כן ניתן לראות כי התיקון מכונן לטפל במצבים שבהם הטוען לזכות נשען על אי ידיעה של ההגבלה שבהסכם עם בעל השעבוד הצף, ואילו בהלכת בנק א"י-בריטניה מדובר במפורש על מקרה שבו ידע המממן על איסור שכזה, ולכן השינוי אינו פוגע בהלכה.

לעומתו טוען נ. ביטרמן כי משחוקק התיקון לסעיף 78 אין ההלכה עומדת עוד⁷⁶. יתרה מזו, מר ביטרמן טוען כי לאור חוק המשכון לא היה שום צורך לשאוב את הלכת בנק א"י-בריטניה מהמשפט האנגלי, שכן חוק המשכון סותם לאקוונות אפשריות: סעיף 5 לחוק הקובע את תקנת השוק במשכון. רק במקרים המפורטים בסעיף זה תהיה לאדם שלישי עריפות על פני הנושה, ואין להוסיף חריגים תוצרת אנגליה⁷⁷.

לדעתי, לפחות מבחינות מסוימות, אין לקבל את גישתו של מר ביטרמן. אמנם אפשר לומר כי לאור לשונו של התיקון לסעיף 123, תיקן זה את הלכת בנק א"י-בריטניה. אולם לאור הרציונלים שהעלה השופט זוסמן, ושאליהם לא התייחס התיקון לחוק, אין לראות כוונת שינוי או שינוי בפועל של ההלכה הפסיקתית. כמו כן, דווקא הוא, המבקר את ההלכה באופן פורמליסטי וטוען כי לא ניתן לומר שהמממן רכש את זכותו לפני הנושה (ראה הסבר לעיל), אינו דק בתקנת השוק העוסקת דווקא בנכסים נדים. בנוגע למקרקעין עליו לפנות לחוק המקרקעין, והיות שהלכת בנק א"י-בריטניה דנה במקרקעין (אם כי, כפי שהראינו, השופט זוסמן אינו מגביל אותה למקרקעין דווקא), הרי הביקורת לאור חוק המשכון אין לה על מה שתסמוך.

2. החקיקה: סעיף 169(ד) לפקודת החברות

תיקון מספר שלוש לפקודת החברות [נוסח חרש] הוסיף את סעיף 169(ד), שנועד לטפל בעדיפותו של שעבוד נכס שנעשה להבטחת אשראי שאיפשר את רכישת הנכס. הסעיף קובע:

(ד) על אף האמור בסעיף קטן (ב), שעבוד נכס שנעשה להבטחת אשראי

75 ויסמן "דין שעבוד צף המגביל עיסקאות" משפטים יא 554, 560-561.

76 ביטרמן, בעמ' 110-111. ש' לרנר משאיר בעייה זו בצריך עיון, ומצביע על המחלוקת בין השניים: ש' לרנר "מהותו של המכר המותנה" משפטים יג (תשמ"ד) 305, 313 (להלן – "מכר מותנה").

77 ביטרמן, בעמ' 108-109.

שאיפשר רכישת נכס, יהיה עדיף על שעבוד צף קודם, אם האשראי שימש בפועל לרכישת הנכס המשועבר, והוא בין אם האשראי ניתן על ידי המוכר ביד המוכר ובין אם שניתן בידי אדם אחר...

סעיף 169(ב) קובע:

...ואולם אם נכללה במסמך היוצר שעבוד צף הגבלה על זכות החברה ליצור שעבדים, והגבלה זו נכללה בפרטים שנמסרו לרישום השעבוד הצף, יהיה השעבוד הצף עדיף על שעבוד שנוצר בניגוד לאותה הגבלה אחרי רישום הפרטים בידי הרשם.

כמה נקודות עולות מלשון הסעיף, והן מעוררות עניין מיוחד לאור התיאוריות וההשוואות שהבאנו לעיל:

1. דרישת העקיבה: ניתן לראות כי גם החוק דורש דרישה זו (בנוסף החוק – "שימש בפועל"). כמו כן אין החוק מבדיל בין מוכר למממן אחר. שתי נקודות אלו מקבילות לדרישה האמריקאית, ואף מחייבות לאור הרציונלים שדגנו בהם. פרופ' ויסמן מציע עמדה אחרת⁷⁸, ואומר כי אין הבדל אם כבטוחה יוענק למממן נכס אחר באותו שווי במקום הנכס שממנו שימש לרכישתו, ובלבד שהעשיר את נכסיו הלווה בסכום זה. לדעתי, אין לקבל גישה זו. אין שני נכסים השווים בערכם ובסיכון בשל תנודות שוויים, ויש לקשור את המממן לסיכון הקיים בנכס שאותו מימן. ואם תאמר שמדובר באותם שני נכסים והם זהים ממש, או לשם מה צריך לבצע החלפה שכזו?

2. "לרכישת הנכס המשועבר": נוסח החוק כאן עוסק ברכישת הנכס, ולא ברכישת זכויות בו. בכך שונה החוק הישראלי מהחקיקה האמריקאית, ואינו מתיישב עם ההיגיון הכלכלי: אם החברה רוצה לרכוש זכויות אחרות בנכס, מדוע לא נאפשר זאת? הרציונלים שהעלינו לעיל טובים לכל זכות שניתן לכמתה, ואשר אפשר יהיה לשעבדה לטובת המממן. ניתן אולי להתגבר על הבעיה ולומר כי נפרש כ"נכס" כל זכות בעלת ערך, אולם לאור הפירוש המילולי למושג "נכס" נראה לי הסבר זה דחוק. לכן מן הראוי, לדעתי, לתקן את החוק בנקודה זו, ולהוסיף באופן מפורש את המושג "רכישת זכות". במיוחד מאחר שהדין הישראלי מאפשר מיסכון זכויות⁷⁹.

78 י' ויסמן "הסכמי ליסינג" דיני בנקאות, עמותת מסיימי הפקולטה למשפטים בירושלים (מרץ 1990), 13, 23 (להלן – ויסמן-ליסינג).

79 שאלה זו אקטואלית במיוחד בארץ, כפי שמראה פרופ' ויסמן בויסמן-ליסינג, בעמ' 22, בשל העובדה כי במקרים רבים רכישת מקרקעין ממנהל מקרקעי ישראל, היא למעשה רכישת זכות חכירה. גם לדעתו יש לנסח את הסעיף בצורה רחבה יותר שתכלול רכישת כל זכות. וכן ראו סעיפים 9(ב)(4), 17 ו-20 לחוק המשכון, וכן סעיף 1(ב) לחוק המחאת חיובים, תשכ"ט-1969. לדין ביחס בין השניים ראו ויסמן-משכון, בעמ' 20 ואילך.

3. בסעיף לא מופיע דרישת ההודעה כלל. העדר דרישה זו אינו מובן, שכן כל הבעיות שהביאו לדרישה זו בחוק האמריקאי קיימות גם בישראל. מצב של נושים קודמים המתכוונים להזרים אשראי נוסף קיים גם כאן. גם הבעיות שבשינוי מעמדו של בעל השעבוד הצף ללא ידיעתו קיימת, וייתכן גם שהנושה יכניס להסכם איסור לשעבדים נוספים, ויכלול אותו בפרטים הרשומים. במקרה זה תהיה לו, לכאורה, עדיפות על פני שעבדים מאוחרים, לפי הוראת סעיף 169(ב). גם האפשרות של הונאת נושים וקבלת מימון משניהם, שאותה אנו רוצים למנוע לפי דברי ד"ר חביב-סגל, קיימת כאן. אמנם לפי פקודת החברות צריך המממן לשכלל את זכותו (ראה סעיף 178 לפקודת החברות הנותן נפקות רק לשעבדים שנמסרו לרשם לרישום), ולכן הרישום אצל הרשם יהיה מעודכן, והודעה כלבד ללא רישום אצל הרשם לא תועיל למממן. אולם זה עדיין לא מסביר מדוע לא נדרוש גם הודעה במקביל, שכן אמנם עקרון הידיעה הקונסטרוקטיבית חל לגבי פרטי רישום אלו, אך סביר להניח כי בעל השעבוד צף לא יבדוק אצל הרשם כל שני וחמישי שמא שונתה עדיפותו. אי לכך, לדעתי, יש מקום להוסיף את דרישת ההודעה לסעיף.

4. מיקום ההוראה והקשרה: ההוראה עוסקת אך ורק בתחרות בין ה-PMSI לשעבוד הצף, וכן עוסקת היא רק בחברות ונמצאת בפקודת החברות. הסיבה היא, כנראה, שהמחוקק ראו מול עיניו את ה-PMSI כמתחרה אך ורק עם שעבוד צף, והיות ששעבוד כזה אפשרי, כפי הנראה, רק בחברות⁸⁰, נראה היה שפקודת החברות היא המקום הטבעי לקבוע בו הוראה כזו. אולם זוהי גישה מוטעית. למעשה, גם אם לא נכיר בשעבוד צף שלא על ידי חברה, עדיין יכולה להתעורר בעיית עדיפות של PMSI מול זכות מישכון אחרת. תחרות כזו עשויה להתעורר כאשר בעסקת המישכון הראשונה יש אלמנט עתידי⁸¹. אלמנט עתידי קיים כאשר הנכס עדיין אינו בידי החברה, אך יש לה זכות לקבלו (לדוגמה: חוזה מכר שלפיו אמור הנכס לעבור לבעלותה בעתיד). במצב כזה ניתן להתחייב למשכן את הנכס בעתיד, ואז זו רק התחייבות אוכליגטורית לבצע דבר בעתיד. ניתן למשכן את הזכות לקבלת הנכס (לדוגמה: חוזה המכר), וכשתתממש הזכות יעבור המישכון אל מה שיתקבל – לפי סעיף 9(ב) לחוק המשכון.

80 השווה ריסמן-משכון, בעמ' 33-39, המראה כי לכאורה, לפי חוק המשכון, ייתכן שגם אדם פרטי יוכל ליצור שעבוד צף.

81 ראו גישת ש' לרנר, "מכר מותנה", בעמ' 309, כי בתי המשפט ייטו להכיר במישכון נכסים עתידיים. כן ראו סגל, בעמ' 161. כמו כן יכולה להתעורר שאלת היחס בין PMSI לבין מישכון רגיל. ש' לרנר במאמרו הנ"ל עוסק ביחס בין מוכר במכר מותנה לבין נושים אחרים, וטענתו היא כי יש להעדיף את המוכר על פני נושים אחרים (המוכר הוא למעשה בעל PMSI). נושא דומה נידון בע"א 277/73 כהנס הנכסים הרשמי ג. טפחות, פ"ד כס (1) 85, שם נידון היחס בין משכנתא לא רשומה (שביושר) שנוצרה לטובת הבנק המממן ובין נושים רגילים, ונקבעה עדיפות לנושים האחרים.

התנגשות תתרחש כאשר מחד החברה תמשכן את זכותה, ומאידך יממן אחר את הרכישה בפועל, ויהיה בכך בעל PMSI. במצב כזה תהיה תחרות בין מי שמושכנה לו הזכות לבין המממן⁸². מה יהיה הדין במצב כזה? לכאורה יש לחפש את הפתרון בחוק המשכון, אולם החוק הקובע בסעיף 6 את סדרי העדיפויות אינו נותן עדיפות ל-PMSI, אלא הולך בעקבות הכלל "ראשון בזמן" – ראשון בזכות". האם מכאן יש להסיק כי ה-PMSI יאבד מעדיפותו? כתשובה אפשרית ניתן לומר כי הפיתרון נעוץ בפרשת בנק א"י-בריטניה. דברי השופט זוסמן בפסק-הדין רחבים דיים על מנת לחול על כלל הנכסים, והרציונל הניתן מאפשר להעניק את העדיפות גם במקום שבו המתחרה שונה משעבוד צף. לכן אפשר לומר כי ההלכה המעניקה עדיפות ל-PMSI ממשיכה לחול. את סעיף 169(ד) לפקודת החברות נפרש כמנסח את ההלכה לצורך פקודת החברות, אך לא שולל את חלוקתה על ענפים אחרים. לפי פירוש זה אפשר יהיה לקבוע, כי ההלכה תשמש אסמכתא לעדיפות ה-PMSI גם בהמשך⁸³. הבעייה העיקרית היא חוק המשכון. אמנם פסק-הדין ניתן לאחר חוק המשכון, אולם האירועים הנידונים התרחשו לפניו, כך שיתכן שאי אפשר להסתמך על פסק-הדין בניגוד לחוק. אמנם בפסק-הדין אין כל התייחסות לחוק המשכון, ואולי ניתן ללמוד מכך כי ההלכה אינה תלויה בו, אולם, כאמור, אם נראה את חוק המשכון כבא להסדיר את כל הנושא, יקשה עלינו לתת קיום להלכה מחוץ לדלת אמותיו.

לכן מומלץ כי המחוקק ייתן את דעתו לסדרי העדיפויות לאו דווקא כאשר מדובר בחברה ובשעבוד צף.

יש לציין כי במקרה של התנגשות בין PMSI לבין משכון בעל אלמנט עתידי שאינו שעבוד צף, הרי הרציונל של מתן עדיפות בשל המצב המונופוליסטי אינו חל, ולפיכך יש לבחון את אופן הסדרת המצב לאור תיאוריות אחרות, והללו עשויות לחייב סדר עדיפות שונה.

5. קוגנטיות ההוראה: לפי לשון הסעיף נראה כי ההוראה היא קוגנטית ואינה פתוחה לשינוי על ידי הסכם. אולם לפי דעת ד"ר חביב-סגל ניתן להתנות באופן חלקי על ההוראה⁸⁴.

לדעתה אין להתנות באופן נרחב על זכויותיהם של קבוצות נושים שלמות, אך ניתן להתנות בנכסים ספציפים תנאי האוסר ליצור זכות מממן עדיפה. ההסבר, לדעתה, הוא כי סדרי העדיפויות בין הנושים הם עניין של מדיניות, והם נקבעים, על פי התיאוריה שלה, לפי תרומתם לשמירת מנוף פיננסי נמוך. מכיוון שכך,

82 יש לדייק בנקודה זו, וכאן, לדעתי, טעתה ד"ר חביב-סגל בדוגמה שהביאה. אם התחייבה החברה למשכון בעתיד נכס כלשהו, אין לפנינו אלא התחייבות אובליגטורית, ואין כאן שני מישכונים מתחרים. לעומת זאת, אם לחברה יש כבר זכות לקבל נכס, כגון שהומינה אותה, ואת הזכות הזו היא ממשכנת ואז ובא המממן, ומממן את עסקת הקנייה, אז תצמח תחרות בין השניים.

83 ראו סגל, בעמ' 163-164.

84 שם, בעמ' 160.

ההתנאה אפשרית רק אם אינה פוגעת בשיקולי המדיניות. קביעה כי לא ניתן לשעבד נכס ספציפי כזה או אחר לטובת המממן אינה פוגעת באופן כללי בעדיפות ה-PMSI, אלא רק מטפלת במקרים ספציפיים.

לדעתי, אין לקבל את תהליך ההסקה המתואר. ד"ר חביב-סגל מכירה בכך שההוראות צריכות להיות קוגנטיות, ובכל זאת מאפשרת שינויים ספציפיים. בחריגה זו טמונה סכנה של רמאות נושים. טול, לדוגמה, מקרה שבו החברה קובעת בהסכם עם הנושה הראשון, כי לא תיצור PMSI בנכס X שיגיע לידיה. מאוחר יותר יבוא מממן תמים, אשר בהסתמכו על הוראות החוק המעניקות עדיפות לו ולשכמותו יממן את רכישת הנכס X בהאמינו כי הדבר יקנה לו עדיפות. כבוא היום יגלה כי דווקא בנכס זה אין לו עדיפות כלל בשל הסכם כלשהו שנעשה בעבר. ניתן לטעון כי ממילא עליו לרשום את זכותו אצל רשם המשכונות, ובדיקה נוספת שם לא תשנה את עלות ההלוואה שינוי ניכר, אולם הטענה אינה נקייה מבעיות. המממן יצטרך לבחון את הסכם השעבוד הצף ולוודא שאינו כולל הגבלה על רכישת PMSI בסוג הנכסים שמימן או בנכס המסוים הזה. גם המצב בשטח יקשה עליו: האם נדרוש ממנו כי יבדוק בכל רשומותיהם של כל חמשת רשמי המשכונות? כפי שהסברנו לעיל, בדרך כלל ה-PMSI הוא המוכר או שמדובר בנכס ספציפי ביותר. כל בדיקה נוספת מייקרת את האשראי הניתן ועלולה לסכל את מתן המימון. אנו עלולים להגיע בדיוק לאותה תוצאה בלתי רצויה שאותה מביא ד"ר חביב-סגל בשם פרופ' Buckley: עלויות גבוהות של חיפוש אינפורמציה. שלילת הקוגנטיות במקרים ספציפיים, שד"ר חביב-סגל דוגלת בה, תשלול את הביטחון המשפטי מקטגוריה שלמה, וחוסין להלוואות, שאלו יתנו, עלויות גבוהות של חיפוש אינפורמציה. המממנים יאלצו לחפש את האינפורמציה כדי להבטיח את עצמם מפני תנאים שיפגעו בזכויותיהם.

אם נתייחס לתיאוריה המונופוליסטית נראה מהו הסיכון שבהצעה זו. אפשרות של התנאה, ולו גם קטנה ביותר, תאפשר לכל מלווה כנגד שעבוד צף להכניס התניות כאלו להסכמי השעבוד כדבר שבשגרה, ובכך לייקר את עלות ההלוואה למלווים מאוחרים יותר בשל עלויות חיפוש האינפורמציה. הריבית שידרשו מממנים אלו תהיה גבוהה יותר, ותאפשר גם לו להעלות את הריבית שיציע כמתחרה שלהם. כלומר, הצעה כזו תבסס את יכולתו של נושה מוקדם לבסס לעצמו מעמד מונופוליסטי. לכן, לדעתי, יש לשלול את האפשרות להתנות על הסעיף, ולו גם במקרים ספציפיים.

ז. סיכום

בחיבור זה הצבעתי על מנהג שהתפתח, והוא מתן נכס שמומן על ידי מלווה כבטוחה למלווה. תיאורתי את הכלל העיקרי בסדרי העדיפויות בין נושים מובטחים: "ראשון בזמן – ראשון בזכות". הבאתי שתי תיאוריות לקיום הכלל – התחקות אחר רצון הצדדים, ושמירה על יחס מנוף סביר. בשלב הבא הסברתי מדוע מוצדק כי ה-PMSI יהווה חריג לכלל, ויגבר על

שעבודים שקדמו לו. התיאוריות העיקריות שהבאתי הן תיאוריית המונופול המצבי, שלרעתי ניתן ליישב את הביקורת הנמתחת עליה, ותיאוריית יחס המנוף, שהראתי כי היא לבדה אינה יכולה לתת הסבר משכנע, אך בצירוף טיעונים נוספים היא בהחלט מהווה טיעון כבד משקל. כמו כן הזכרתי תיאוריות נוספות, שלרעתי, ההסבר שהן נותנות אינו יכול להוות רציונל, אלא רק פתרון משפטי ספציפי למצבים מסויימים. במשפט המשווה סקרתי את המשפט האמריקאי. בדקתי את התפתחות הפסיקה, ואת החקיקה ה-UCC שבאה בעקבותיה. עמדתי על הגדרת ה-PMSI ועל דרישת העקיבה שבו, וכן על החלוקה בין PMSI במלאי, הדורש הודעה, לבין זה שאינו במלאי, שאינו דורש הודעה. הסברתי את דרישת העקיבה ואת דרישת ההודעה, וניסיתי לבדוק מדוע הדרישה קיימת רק במלאי.

הראיתי את הבסיס להלכה האנגלית, תוך הפניית תשומת הלב לכך שההתייחסות לנושא בספרות ובפסיקה מועטה, במיוחד בהשוואה לארה"ב.

סקרתי את התפתחות הנושא במשפט הישראלי, החל מפסק-הדין בפרשת בנק א"י-בריטניה, דרך שינוי החקיקה ועד לחקיקה האחרונה בסעיף 169(ד), וניסיתי להצביע על מקרים שבהם, למרות תיקון החוק, אפשר אולי להחיל את הלכת בנק א"י-בריטניה. הצבעתי על מספר נקודות בחקיקה הטעונות הבהרה: יש להבהיר כי לא מוזכר רק במקרה של רכישת נכס, אלא גם במקרים שבהם נרכשה זכות בנכס. יש להכניס את דרישת ההודעה בחוק. יש להעניק עדיפות ל-PMSI גם מחוץ לחוקי החברות, וגם מחוץ לתחרות עם השעבוד הצף בלבד.

הבאתי את הדעה כי על ההוראה להיות דיספוזיטיבית – כלומר לאפשר התנאה על נכסים ספציפיים. מנגד ניסיתי להראות כי אין לאפשר מצב כזה, מאחר שהדבר יעלה את עלות ההון ויפגע בביטחון המשפטי, תוך חיזוק מעמדו המונופוליסטי של הנושה הראשון.

1

2

3

4
