הגנה הולמת לחובות מובטחים בהבראת חברות

מאת

דוד האן*

כאשר חברה נקלעת לקשיים פיננסיים ומתקשה להמשיך בתפקודה המסחרי תוך עמידה בכל התחייבויותיה, היא עלולה להגיע לכדי פירוק. ברם, מכלול משפטי אחד המצוי בפניה הוא הבראה. הבראת חברות היא הליך משפטי שבו מתמודדת החברה באורח קיבוצי עם כלל בעלי התביעות כלפיה, נושאת ונותנת עמם, ובסוף מגבשת תכנית הבראה העומדת לאישורן של קבוצות התביעות השונות. זהו תהליך ממושך, שבמהלכו מוסיפה החברה להתקיים כעסק פעיל ולנהל את עסקיה תוך ניסיון לשמור על יציבות מרבית בנסיבות הנתונות. בהליך ההבראה מוסיפה החברה להשתמש בנכסיה, הן לצרכים תפעוליים והן לצורכי מימון. מצב זה מעורר רגישות מיוחדת בקרב הנושים בעלי השעבודים בנכסי החברה. זאת קשייה הכלכליים של החברה אין הם ממשים נכסים אלה, והחברה אף עושה בנכסים שימושים העלולים לפגוע בזכויותיהם. פגיעה כאמור טעונה פיצוי, וסעד ההגנה ההולמת נועד להוות פיצוי כזה.

מאמר זה בוחן את סעד ההגנה ההולמת בהקשרים העסקיים השונים שבו הוא נדרש בהבראת חברות. המאמר מנתח את ייעודו של הסעד, כמו גם את אופן יישומו הלכה למעשה. ענין מרכזי בהקשר זה הוא הערכת שוויו של הנכס המשועבד לצורך הגנה הולמת. לגישת המחבר, הערכת השווי הראויה בהקשר זה איננה השווי שהיה מתקבל במימוש היפותטי של הנכס בסכירה כפויה, אלא השווי המבטא את השימוש המיועד בנכס בסגרת ההבראה. הערכת שווי כמו זו המוצעת קשה ליישום ויש בה לא מעט מקדמי הערכה הנוגעים בוודאות של הצדדים המתדיינים. ברם, טענת המחבר היא כי דווקא חוסר־הוודאות המהדית בהקשר זה – ובמיוחד התופעה שבנסיבות מסוימות עמדותיהם האסטרטגיות של הצדדים המתדיינים תתחלפנה בין שלב ההגנה ההולמת בראשית הליכי ההבראה לבין שלב אישור תכנית ההבראה – יוביל את הצדדים להסכים ביניהם מראש על שווי ההגנה ההולמת שתציע החברה לנושה בעל חוב מובטח. עידוד הסכמה זו דווקא יפחית את ההתדיינות המשפטית בענין זה ויסייע לניהול הליכי הבראה אפקטיביים יותר. עם זאת, בנסיבות שבהן לא צפוי היפוך בעמדות האסטרטגיות של הצדדים, קישוב עמדותיהם האסטרטגיות אכן צפוי להיות חריף. בנסיבות אלה מציע המחבר להיזקק להערכת שוויו של החייב על ידי גורמי שוק האשראי המיצוניים להתדיינות בין הצדדים.

* מרצה, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר־אילן. תודה למשתתפי הסמינר המחלקתי בפקולטה למשפטים באוניברסיטת בר־אילן על העירותיהם המועילות. תודה לאלון סלומון על עזרתו המחקרית.

א. מבוא. ב. סעד ההגנה הולמת – מהותו וייעודו. 1. הייעוד: איזון בין קטבים מנוגדים; 2. הדרכים למתן הגנה הולמת; (א) תשלומי מזומנים; (ב) שעבוד נכס נוסף או חלופי; (ג) ערובת צד שלישי; (ד) כריית הון בבטוחה המקורית; ג. העדכת שווי הבטוחה: ניתוח עיוני. 1. כללי; 2. הערכת השווי כנגזרת של תכלית הסעד. ד. העדכת שווי הבטוחה: הסכמה בתנאי אי־ודאות. 1. הערכות שווי אסטרטגיות; 2. כללי משחק המעודדים הסכמה על העדכת השווי; (א) חוסר־ודאות הדדי כמעודד הסכמה; (ב) היפוך העמדות האינטרסנטיות; ה. העדכת שווי הבטוחה בהקשרי הבראה שונים. 1. הגנה הולמת עקב מכירת נכסים על ידי החייב; 2. הגנה הולמת ביחס לנכסים שבשימוש החייב; 3. הגנה הולמת עקב שעבוד הנכסים לממן חדש; (א) גישת חביב־סגל; (ב) הבדרה וחידוד מעשים לגישת חביב־סגל; (ג) ביקורת גישתה של חביב־סגל; (ד) הגישה המוצעת: הגנה על שווי העסק החי של הנושה המוקדם; ו. סיכום.

א. מבוא

הבראת חברות היא הליך משפטי שיש המדמים אותו לניתוח: החולה זקוק להתערבות רפואית דחופה שתטפל בשורשי מחלתו למען יוכל להירפא ממנה ולשוב לקו הבריאות. כך, להבדיל, גם אצל חברות שנקלעו לקשיים פיננסיים. כדי שחברה תוכל לשוב לפעילות עסקית רווחית ותקינה, לעתים יש צורך להתערב במרקם היחסים המסחריים והמשפטיים שבהם היא קשורה, לטפל ביחסים שמשפיעים על מצבה לרעה ולרכזם. לאחר טיפול משפטי כאמור, המאפשר לחברה לפתוח דף כלכלי חדש בחייה,[1] ניתן

1 מבחינה תוצאתית, לית מאן דפליג כי אישור תכנית הבראה לחברה פותח דף כלכלי־משפטי חדש בחייה. אפקט זה מכונה בספרות המשפטית באדצות־הברית "the fresh start". בכך דומה תוצאתו של הליך ההבראה לתוצאתו של הליך פשיטת־הרגל של בשר ודם. כאשר זה האחרון זוכה בסופו של ההליך בצו ההפטר נמחקים כל חובותיו הבלתי־פרועים שקדמו להליכי פשיטת הרגל ולא ניתן לתובעם עוד (סעיף 69 לפקודת פשיטת הרגל [נוסח חדש], תש"ם–1980. החייב יכול אפוא ליהנות מהתחלה כלכלית חדשה המשוחררת מכבלי העבר. לעומת זאת, מבחינת המדיניות הרצויה, קיימת מחלוקת קשה בספרות המשפטית בשאלה האם ראוי להפעיל שיקולי fresh start ביחס לחברה בע"מ, שבעלי מניותיה ממילא נהנים מאחריות מוגבלת. שיטה אחת גורסת כי אין להחיל מדיניות fresh start ביחס לחברה בע"מ. טעמה העיקרי הוא שבעוד בשר ודם יכול להשתחרר מנטלי העבר אך ורק *ex ante*, דרך ההפטר בפשיטת־רגל, בעלי המניות בחברה משתחררים מנטל התחייבויותיה של החברה *ex ante* מכוח עיקרון האחריות המוגבלת; ראו Thomas H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law* 230 (1986). השיטה האחרת סבורה, כי דרך הבראת חברות מושגות תכליות נוספות כגון שימור תעסוקה לעובדים ושימור ערכים כלכליים היודעים לטמון בחיסולה של החברה, כגון ידע מקצועי. ראו Elizabeth Warren, "Bankruptcy Policy", 54 *U. Chi. L. Rev.* 775 (1987). מחלוקת ערכית זו ראויה להתייחסות עיונית נפרדת מעבר לשימה זו. ניחדש לה לגופה, אי"ה, בהזדמנות קרובה.

nevo.co.il

להשיב את החברה אל מערכת יחסים מסחרית־משפטית תקינה ורגילה. הליך ההבראה מהווה אפוא פרק מעבר בין שתי תקופות זמן שבהן פועלת החברה תחת הוראות המשפט האזרחי הכללי, לאמור: בין התקופה המקורית שבה התנהלה החברה כעסק רגיל לבין התקופה שבה חוזרת החברה לפעול שנית כעסק כאמור (בתר־הבראה). דיני הבראת חברות, כחלק ממכלול דיני חדלות הפירעון, מתייחסים בעיקר לתקופת המעבר האמורה. מערכת דינים זו נועדה לקבוע את המסגרת שבה ניתן לערוך לחברה את הכירורגיה המשפטית־מסחרית כדי שתוכל להיחלץ מהמשבר הפיננסי שפקד אותה בתקופה העסקית המקורית.

כלל המסגרת הבסיסי להליך ההבראה הוא זה: תחת התמודדות מסחרית ומשפטית דו־צדדית – בין החברה לבין כל אחד מהמצויים עמה בקשרים (נושים פיננסיים, עובדים, ספקים וכו') – ינותחו הזכויות של אותם גורמים במסגרת קולקטיבית רב־צדדית. במצב שבו אין לחברה די משאבים כדי להיענות לתביעות המשפטיות של כל הגורמים, יש לבחון את הזכויות המשפטיות השונות תוך ראיית התמונה כולה, קרי: תוך התחשבות גם בזכויות של בעלי התביעות האחרות. זהו שלב הפתיחה של הליכי ההבראה. עם הכניסה להליכי ההבראה חדל כל נושה לפעול לעצמו נגד החייב, ומכוח הדין פועלים עתה הנושים כמכלול נגד קופת החייב. המכשיר המרכזי המבטיח את מניעת עריקתו של כל נושה מההליך הקולקטיבי הוא עיכוב ההליכים הכללי שמחיל הדין למשך תקופת המעבר שבה חלים דיני הבראת חברות. עיכוב ההליכים מונע בעד כל נושה אינדיבידואלי להמשיך בהליכי גביית חובו ומימוש זכויותיו כלפי החברה החייבת ללא אישור מבית המשפט בו מתקיים הליך ההבראה. לאחר פתיחת ההליכים מוסיפה החברה החייבת להתנהל כעסק פעיל, בחסות עיכוב ההליכים ותחת עינו הפקוחה של בית המשפט. בשלב־ביניים זה ניתן לגייס אשראי חדש למימון המשך פעילות החברה, להוסיף להתקשר עם ספקים ועובדים במסגרת הפעילות השוטפת ולמכור נכסים במהלך העסקים הרגיל. ניהול משא ומתן עם נושי החברה בדבר גיבוש תכנית הבראה לחברה תופס חלק מרכזי מהאנרגיות המושקעות בשלב ביניים זה. אכן, בתום משא ומתן כאמור תוצג תכנית הבראה שעיקרה פירוס המשך תפעולה של החברה והתמודדות משפטית עם תביעות הנושים כלפיה. תכנית ההבראה המוצעת תובא לאישור הנושים. אישור תכנית ההבראה הוא התכלית האמיתית ונקודת הסיום של תקופת המעבר, בה פועלת החברה תחת המשטר המיוחד של דיני הבראת חברות.

כאמור, בשלב פתיחת ההליכים מוחל על הנושים מנגנון קולקטיבי באמצעות עיכוב ההליכים. קולקטיביזציה זו מונעת – או למצער מעכבת – את בעלי התביעות השונות ממימוש זכויותיהם כלפי החייב במסלולי אכיפת החיובים השגרתיים. מבחינה כלכלית, עיכוב משפטי של מימוש זכויות חושף את בעלי התביעות לסיכונים של החמרת ההידרדרות הפיננסית של החייב בתקופת המעבר. אם יוסיף העסק החייב לצבור הפסדים

רשימה זו לא תידרש למחלוקת זו אלא במידה הנדרשת לביסוס טענת שהן מעניינה הספציפי של הרשימה.

nevo.co.il

כספיים במשך תהליך ההבראה, ינגוס הדבר בהיקף מקורות הפירעון הזמינים לבעלי התביעות השונים.[2]

הבעייתיות שבסיכון הכלכלי לנושים הכרוך בהבראה, מתחדדת ביחס לחובות המובטחים של העסק החייב.[3] בישראל, כאשר חברה נקלעת לפירוק עקב חדלות פירעון, אין הדבר משפיע על זכותו של נושה לאכוף את חובו המובטח דרך מימוש הבטוחה המשועבדת לו.[4] לעומת זאת, כפי שכבר הובהר, עצם מהותו של הליך ההבראה שולל את יכולת האכיפה האינדיבידואלית של כל חוב, וחובות מובטחים בכלל זה. הימשכות הליכי ההבראה על פני זמן חושפת את החוב המובטח לסיכונים כלכליים שונים. סיכונים אלה יכולים לנבוע מהנסיבות האובייקטיביות שצופן העתיד, כגון נזק שייגרם לבטוחה עקב שריפה או פגיעה אחרת; לחלופין, יכולים הסיכונים להתבטא בכישלון הליכי ההבראה, הצטברות הפסדים נוספים שייגרמו לעסק במהלכם ומימושה הכפוי של הבטוחה במחיר נמוך אף יותר מזה שניתן היה להשיג אלמלא נסיונות ההבראה. כמו כן חשוף הנושה, כפי שנראה להלן, לחשש עימות בין זכויותיו המשפטיות בבטוחה לבין זכויותיהם של נושים חדשים הממנים את הליכי ההבראה. סיכונים כלכליים אלה טעונים פיצוי כלכלי,[5] ודיני ההבראה נדרשים לכך. לשם הגנה על ערכם הכלכלי של החובות

2 אף מחוץ להבראה, ככל שחולף הזמן נחשפים משקיעים ובעלי תביעות לסיכון הכלכלי של צבירת הפסדים על ידי החייב. מחוץ להבראה, יכול בעל התביעה לקדם פני רעה זו באמצעות שילוב תניות חוזיות המגדירות שינויים פיננסיים מסוימים במצבו של החייב כאירועים המזכים את בעל התביעה במימוש זכויותיו, לאכוף את חובו ולגבות את כספו מיידית מהחייב. פרקטיקה זו מקובלת בהלוואות הבנקאיות ובתנאי אגרות־החוב המצויות בשוק. ברם, בעייתיות מיוחדת מתעוררת בהבראה עקב כך שהדין משעה את תוקפן של תניות אלה ובכך הופך כלכלית את בעלי־התביעות, במהלך הליך ההבראה, ל"נושים בעל־כורחם". ראו *In re Timbers of Inwood Forest Associates, Ltd.*, 808 F.2d 363, 381 (5th Cir. 1987); David G. Carlson, "Security Interests in the Crucible of Voidable Preference Law", 1995 *U. Ill. L. Rev.* 211, 354, note 592; Thomas O. Kelly III, "Comment: Compensation for Time Value as Part of Adequate Protection During the Automatic Stay in Bankruptcy", 50 *U. Chi. L. Rev.* 305 (1983).

3 המינוח המקובל בשיח הנוגע לחדלות פירעון הוא נושה מובטח. ראו, למשל, הגדרת "נושה מובטח" בסעיף 1 לפקודת פשיטת הרגל. אולם, ראוי לדייק ולהתייחס לחובות מובטחים ולחובות שאינם מובטחים. בהליכי חדלות פירעון זוכה הנושה למעמד מועדף, מובטח, רק ביחס לשיעור חובו שכנגדו מצוי שווי בנכס המשועבד לטובתו. יתרת חובו של הנושה תהיה חוב לא־מובטח. ראו סעיף 8 לפקודת פשיטת הרגל; תקנות 84 ו־89(2) לתקנות פשיטת הרגל, התשמ"ה–1985. עוד בעניין היחס בין החזקות לבין שווי נכס המבטיח את הנושה על דרך העיכבון, ראו ע"א 1776/97 **ליבוביץ בית מלאכה לתפירה נ' גדעון אוברזון תעשיות אופנה**, פ"ד נד(3) 49.

4 סעיף 20(ב) לפקודת פשיטת הרגל, המוחל גם על הליכי פירוק חברה מכוח סעיף 353 לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג–1983. ראו ע"א 5821/92 **חי־די נ' פישלר**, פ"ד מט(5) 833.

5 Thomas H. Jackson "Of Liquidation, Continuation, and Delay: An Analysis of Bankruptcy Policy and Nonbankruptcy Rules", 60 *Am. Bankr. L. J.* (1986) 399, 404.

nevo.co.il

המובטחים מפני פגיעה עתידית כוללים דיני הבראת חברות סעד הקרוי "הגנה הולמת".[6] אכן, כפי שיובהר בהרחבה להלן, עיקר מהותו של הסעד הוא לשמר את הערך הכלכלי של החוב המובטח במשך הליך ההבראה.

סעד ההגנה ההולמת נחקק לראשונה בישראל עוד לפני חקיקת חוק החברות, במסגרת החוק לתיקון פקודת החברות (מס' 10), התשנ"ה–1995.[7] הסעד שולב בחקיקה בבחינת יצירת יש מאין: לחקיקה זו לא קדם כל פיתוח פסיקתי, ולא בכדי. טרם חקיקת תיקון מס' 10, חובות מובטחים כלל לא היו כפופים להליכי חדלות הפירעון של חייב בישראל.[8] ממילא לא היה כל צורך בסעדים שיגנו על זכויות הנושים בעלי החובות המובטחים. משחידש תיקון מס' 10, ואִפשר לעכב נושים ממימוש בטוחותיהם במסגרת צו הקפאת הליכים, כרך זאת המחוקק בדרישה שהנושה יקבל הגנה הולמת לחובו המובטח.[9] עם חקיקת חוק החברות בוטל סעיף 233 לפקודת החברות, והוראותיו מעוגנות כיום בסעיף 350 לחוק החברות.[10]

6 סעיף 350(1) לחוק החברות, התשנ"ט–1999.

7 ס"ח 204.

8 העדה 4 לעיל.

9 סעיף 233(א)(2) לפקודת החברות. דברי הסבר להצעת החוק בעניין זה קצרים. כל שנאמר הוא כי "מוצע לענן במפורש את סמכותו של בית המשפט לעכב את ההליכים המשפטים נגד חברה שהגישה בקשה להסדר או פשרה לפי סעיף 233... יחד עם זאת, ובשים לב לעקרונות חוקתיים, מוצע לאפשר לבית המשפט במקרים מסוימים, במטרה למנוע פגיעה בנושה המבוטח [כך במקור], או בנושה שלו שעבוד צף, לשקול אם מימושו של נכס מסוים לאור העובדה שלא הובטחה הגנה הולמת לזכויותיו של אותו נושה בנכס או אם הנכס אינו נחוץ לתכנית ההסדר... משרת ההסדר המוצע, כאמור, היא לעגן בחקיקה את הסמכות, אשר יש הדואים אותה כסמכותו הטבעית של בית המשפט לעכב הליכים, תוך כדי מציאת האיזון הנכון בין שיקולי טובת החברה וסיכויי הבראתה לבין זכויות הנושים המובטחים...". ראו הצעת חוק לתיקון פקודת החברות (מס' 12) (הקפאת הליכים במסגרת הליכי הסדר ופשרה), התשנ"ה–1995, ה"ח 405).

10 עניין זה כשלעצמו תמה ומעיד על חוסר הקוהרנטיות של המחוקק בטיפולו בדיני חדלות פירעון בכלל ובדיני חדלות פירעון של חברה בפרט. דברי ההסבר להצעת חוק החברות המהידו מפורשות כי כל תחום חדלות הפירעון של חברה (פורמלית, התייחסו דברי ההסבר לפירוק) יושאר בכוונה תחילה מחוץ לחוק החברות, למען שילובו בחוק עתידי אחיד שיסדיר את דיני חדלות הפירעון. ראו דברי ההסבר להצעת חוק החברות, התשנ"ו–1995, ה"ח 2, 8, בפסקה יא(1) ("הצעת חוק החברות אינה כוללת בחובה פרק על פירוק החברה. בעניין זה ימשיכו לעמוד בעינן הוראות פקודת החברות בעניני פירוק. ועדת ברק סברה, כי מן הראוי הוא לאחד דינים אלה עם דיני פשיטת הרגל, תוך קביעת מסגרת אחידה לעניין זה, לתאגיד וליחיד"). ואכן, כל דיני הפירוק של פקודת החברות נותרו בתוקפם וחוק החברות כלל איט עוסק בתחום זה. לפיכך, תמוהה בעינינו העובדה כי המחוקק מצא לנכון כן לכלול את סעיף הסדר הנושים בחוק החברות החדש. לו היה המחוקק עקבי וקוהרנטי, ראוי היה לו להותיר אף את "דיני ההבראה הישראליים" מחוץ לתחומו של חוק החברות, למען יסדרו באורח אחיד עם דיני הפירוק בחוק חדלות הפירעון העתידי.

ייתכן כי המחוקק ביקש לקבוע אף בחוק החברות "סעיף סל" שיאפשר כל הסדר ופעולה משפטית שאין להם פרוצדורה מוגדרת בשאר סעיפי חוק החברות, ולכן קבע את סעיף 350 כנוסחו. אכן,

תיקון מס' 10 – שכאמור נועד להסדיר משפטית את יכולתן של חברות בקשיים פיננסיים להגיע לתכנית הסדר עם נושיהן – נחקק בחופזה מפאת צורך השעה. בשל כך, הישגיו בתחום הסדרת דיני ההבראה חלקיים בלבד. אכן, תיקון מס' 10 הותיר סוגיות מהותיות רבות בתחום בלתי־מוסדרות, ומצב זה זועק לתיקון ולהשלמה חקיקתיים.[11] תיקון מס' 10 קבע את סעד ההגנה ההולמת, אולם כלל לא טרח להגדירו או לפרשו. בכך הותיר המחוקק את מלאכת יציקת התוכן לסעד ההגנה ההולמת לבתי המשפט, בלי לספק להם קווי הנחיה כלשהם בנדון. כזכור, לישראל אין כל מסורת משפטית בעניין הגנת אינטרסים של נושים בעלי חובות מובטחים, ולפיכך צריך היה המחוקק לומר את דברו בפירוש ולא לצאת ידי חובה בעצם קביעתה של נורמה לאקונית הגלומה בצמד המלים "הגנה הולמת". מהו האינטרס המוגן? מה ייחשב הולם ומה לא? סתם המחוקק ולא פירש.

דומה, כי גם בתי המשפט טרם הפנימו די הצורך את מהותו של סעד ההגנה ההולמת. במשך שש השנים מאז נחקק תיקון מס' 10 לא השכילו בתי המשפט לצקת תוכן להגנה ההולמת ולפתחה כבריח התיכון של הליכי ההבראה. כאשר התנגדו נושים מובטחים להקפאת הליכים שניתנה לטובת חברה בקשיים, בחנו בתי המשפט את זכויות הנושים לפי מבחנים כלליים ולא מוגדרים. אמנם לא אחת אישרו בתי המשפט את הקפאת ההליכים כנגד הנושים המובטחים, אולם החלטות השופטים לא ניתחו באופן מפורט ויסודי את מהות הסעד שהנושים זכאים לו ואת היקפו.[12] בתי המשפט מסכימים להותיר צווי הקפאות הליכים בתוקף בעיקר כשהקפאת ההליכים זוכה להסכמתם של הנושים

"הסדר סל" בדיני החברות, ולאו דווקא הבראת תאגידים, היה גם ייעודו המקורי של סעיף 233 לפקודת החברות. אולם, לשם כך ראוי היה להפריד ולקבוע בסעיף 350 לחוק החברות "הסדר סל" בין התכרה לבין בעלי מניותיה – ולאו דווקא לבין נושיה – ובכל מקרה לא לכלול בו את מנגנון הקפאת ההליכים וסעד ההגנה ההולמת: את המנגנון והסעד האמורים ראוי היה לשמר באמצעות הוותרת סעיף 233 לפקודת החברות בתוקף עד לחקיקת חוק ישראלי חדש בנושם חדלות־הפידיון.

11 ראו, למשל, את דברי השופט אנגלרד בע"א 3225/99 **שיכון עובדים נ' טשרט חברה קבלנית** (טרם פורסם, ניתן ביום 3.10.1999), פסקאות 23–24 ("...מספר הערות על ההליכים להסדר נושים, כפי שהתגבש במשפטנו. לב ההסדר מצוי בסעיף 233 לפקודת החברות. דא עקא, ההסדר התחיקתי, על תיקוניו המהותיים משנת תשנ"ה, הוא הסדר שהפרוץ בו רב על העומד ... התיקון שנתקבל בשנת תשנ"ה הוא חלק מזעיר מן ההצעה הכוללת של הוועדה [הכוונה היא לוועדה הציבורית לשם בדיקת נחיצותה של רפורמה בדיני פשיטת־רגל ופירוק חברות]. כתוצאה מכך, ההסדר החקיקתי נשאר מקוטע... מן הדאר, אפוא, כי המחוקק ייתן את דעתו על החסר בהסדר הקיים"); רע"א 6418/93, 6422/93 **בנק לאומי לישראל נ' כתם הנכסים ומנהל של החברות**, פ"ד מט(2) 685, 697 (להלן: "עניין **MAT**") ("אילו ניתנו לבית המשפט כלים נאותים וסדורים יותר לקידום הדרך הזו, אילו היו לפניו כבר הכללים החשובים והדרושים, העדכניים והמודרניים, שצריכים להיקבע על ידי המחוקק כדי שיועמדו לשימוש בידי אלה העוסקים במלאכה, כי אז היה הליך זה, שעוסקים אנו בו, פשוט וללא מכשלות ומהמורות. אולם כיוון שהלך מתקיים עדיין בדרך לא סלולה, שיש בה לא מעט מהאילתור הדרוש והמבורך של בית המשפט, ניתן למעוד...").

12 ראו"ג לכך הוא עניין **MAT**, שם, שבו עיגן בית המשפט את זכותו של הנושה המוקדם לעדיפות מוחלטת על פני ממשן חדש כדי שווי הפירוק של הבטוחה שלו. ראו עוד בפרק ה.3(א) להלן.

nevo.co.il

בעלי החובות המובטחים.[13] אכן, הסכמה בין החייב לנושיו בדבר אופן ניהול הליכי ההבראה היא המצב האופטימלי; ברם עדיין אין בכך כדי לקבוע מבחנים ראויים להמשך ניהול הליכי ההבראה ומתן הגנה הולמת לנושה כאשר הצדדים לא מגיעים להסכמה. בעניין ההגנה ההולמת ממעטים בתי המשפט להתייחס לסטנדרט הערכת שווי הבטוחות וליחס שבין שיעור החוב לנושה לבין שווי בטוחתו.

ביטוי ייחודי כלשהו בישראל להגנת זכויותיהם של הנושים המובטחים בהבראה הוא החלטה שיפוטית בדבר שינוי פרסונלי בזהות המנהל את החברה במהלך ניסיונות ההבראה. לשם הגנת הנושים בעלי החובות המובטחים נוטים בתי המשפט למנות כונס נכסים "מפעיל", המנהל את נכסי החברה המשועבדים, תוך סיוג כוחו לממש נכסים אלה.[14] שינוי פרסונלי בזהות המנהל הוא חשוב ויש בו כדי להפוך כישלון להצלחה, כמו גם להפך. ברם, בכך אין משום מענה מהותי, לגופו של עניין, לעיצוב זכויותיהם המוגנות של הנושים המובטחים וסיוג הגנות אלה למידת הנדרש בלבד. השינוי הפרסונלי נובע מכך שהנושים המובטחים נותנים אמונם בפונקציונר שמלכתחילה מוגדר כ"כונס" – ולא כנאמן על הבראת החברה. אולם מבנה משפטי זה של חילופי תפקידים בין כונס, מפרק־זמני או נאמן בשיקום אינו עוסק במהות הקונפליקט שבין החייב לנושיו.

מאמר זה יבחן את סעד ההגנה ההולמת בהבראת חברות מבחינה מעשית ועיונית כאחת. בהיות סעד ההגנה ההולמת מכשיר משפטי חדש בישראל, מבקשת רשימה זו ליצוק תוכן קונקרטי למונח זה ולהבהיר את היקפו וסיבו, תוך היזקקות, בין השאר, לניסיון השיפוטי שנרכש בעניין זה בארצות־הברית ולניתוח תיאורטי נלווה.

הרשימה תבחן את הפילוסופיה העיונית שממנה יונק הסעד. כפי שנראה, ההגנה ההולמת לא רק משמשת בריח תיכון בהליכי הבראה, אלא שופכת אור חדש על תוכנה המהותי של זכות השעבוד בכלל. הפרק השני יסקור וינתח את מהות סעד ההגנה ההולמת בהבראת חברות. הדיון יתמקד במהותו של הסעד ובייעודו, כמו גם באמצעים המעשיים השונים העומדים לרשות החייב למתן הגנה הולמת לנושהו. בפרק השלישי תיבחן השאלה – שלטעמנו ניצבת בלב הליך ההבראה כולו – בדבר הערכת שוויים של נכסי החייב. חלק זה יערוך ניתוח תיאורטי לשאלת סטנדרט הערכת השווי הראוי להפעלה לשם קביעת ההגנה ההולמת שלה זכאי נושה בהבראה. מסקנתנו בעניין זה תהיה, כי הערכת השווי הראויה היא סוגיה גמישה שצריכה להיבחן לפי ההקשר המסוים והנסיבות המסוימות שבהן היא מתעוררת. הפרק הרביעי של המאמר מתמודד עם הטענה כי גישתנו בעניין הערכת שווי הבטוחות לפי סטנדרט גמיש תערער את ודאות ההערכה ותוביל

13 כך, למשל, קיבל בית המשפט את עמדת בא־כוח הנושים המובטחים, שהביעו את הסכמתם להסתמך על עדות צד שלישי. ראו תיק פרוק (ת"א) 7/9771 – י', הנ' 1800/98 **בעניין חברת גיבוד סברינה** (ניתן ביום 26.4.1998).

14 ראו, למשל, את החלטת השופטת א' פרוקצ'יה בהנ' (י"ם) 3879/97 **ציון חברה לטקסטיל** (לא פורסם, ניתן ביום 21.4.1997); וכן את החלטת השופט לוין בבש"א (ת"א) 105993/98 **בעניין גלוב קונסדקטינג אינק** (ניתן ביום 30.8.1998).

nevo.co.il

להתדיינויות משפטיות מיותרות ובזבזניות. בחלק זה נבקש להראות כי עמדתנו בדבר סטנדרט הערכת שווי גמיש תסתייע מהתקיימותם של שני אפקטים הממתנים התנהגויות אסטרטגיות, העשויים דווקא לתרום לכך שהצדדים יגיעו להערכת שווי מוסכמת לצורך הגנה הולמת. אלמנטים אלה הם ההשפעה השוויונית של חוסר־הוודאות על כל הצדדים המעורבים, והיפוך העמדות האסטרטגיות של הצדדים בשלבי ההבראה השונים. בנסיבות שבהן היפוך העמדות אינו מתקיים החשש האינטרסנטי אכן מתחזק, וכמענה לו נציע להיזקק למדד הערכת שווי חיצוני לצדדים המתדיינים. כהמשך לניתוח התיאורטי, יישם הפרק החמישי את סטנדרט הערכת שווי הבטוחה הרלבנטי בהקשרים עסקיים שונים במסגרת הליכי ההבראה. בין הקשרים אלה ייבחנו בעיקר מצב שבו החייב מבקש למכור את הבטוחה במהלך העסקים הרגיל לעומת מצב שבו החייב מבקש לשמור את הבטוחה בידיו במהלך ההבראה, ולהשתמש בה לשם ייצור הכנסות. הקשר נוסף שייבחן באריכות הוא סטנדרט ההערכה הראוי למתן הגנה הולמת על רקע שעבוד הבטוחה לממן חדש. בעניין זה נחלוק על עמדה שהוצגה בספרות המשפטית בישראל לפני שנים אחדות ואף אומצה חלקית על ידי בית המשפט העליון.

ב. סעד ההגנה ההולמת – מהותו וייעודו

1. הייעוד: איזון בין קטבים מנוגדים

בראייה היסטורית, "הגנה הולמת" היא מונח משפטי הלקוח מדיני פשיטת־הרגל בארצות־הברית. מבחינה מושגית, ההגנה ההולמת הופיעה לראשונה בפסיקה האמריקנית בפסק דינו המפורסם של השופט Learned Hand בעניין Murel Holding, שכתנאי לכפית תכנית הבראה על קבוצת נושים מתנגדת, קבע כי יש לספק לאותה קבוצה הגנה הולמת לשווי זכויותיהם.[15] במסגרת עבודת ההכנה המשפטית לקראת חקיקתו של קוד פשיטת הרגל בשנת 1978 אימצו שני בתי הקונגרס את המלצות ועדותיהן, שקראו לעגן את ההגנה ההולמת כסעד מרכזי בהליך ההבראה כולו ולא רק בשלב אישור תכנית ההבראה.[16] ואכן, בקוד פשיטת הרגל הפדרלי (The Bankruptcy Code)[17] נתפס סעד ה־adequate protection כמרכיב מרכזי בפילוסופיה הערכית של

15 *In re Murel Holding Co.*, 75 F.2d 941 (2nd Cir. 1935).

16 שלב אישור תכנית ההבראה הוא סופו של הליך ההבראה. בלשון שאולה מעולם המחשבים, ניתן לכנות שלב זה כפלט (output) של תהליך כולו. הקונגרס ביקש לשלב את ההגנה ההולמת גם בשלבים הראשונים של הליך ההבראה, קרי: בשלב פתיחת ההליך וניהול האדמיניסטרטיבי שלו – שלבי הקלט (input) והעיבוד (processing). להבחנה בין שלביו השונים של הליך ההבראה ראו אידית חביב־סגל, "זכויות בעלי שעבודים בשיקום חברות", **עיוני משפט** טז 263, 272–290 (תשנ"ב).

17 11 U.S.C. §§101-1330.

דיני פשיטת הרגל. שני עקרונות בסיסיים של דיני פשיטת הרגל ניצבים זה לעומת זה בהליך הבראה. מחד גיסא, דיני פשיטת הרגל מבקשים לכבד את הזכויות המשפטיות שרכשו בעלי התביעות השונים כלפי החייב על פי הדין האזרחי הכללי; מאידך גיסא, יישום אדוק ומוחלט של זכויות בעלי תביעות מסוימים – הלא הם הנושים בעלי חובות מובטחים – כפי שהם על פי הדין האזרחי הכללי, יביא למימוש נכסיו המשועבדים של החייב לשם פירעון חובותיהם. מימוש נכסים כאמור עלול לפגוע בגרעין העסקי של החייב ולהוציא מידיו את הנכסים ששימשו עד כה לייצור תזרים המזומנים שלו. דבר זה יסכל את מאמצי ההבראה – והלא הרצון להבריא את עסקי החייב עומד ביסוד ההליך כולו;[18] לפיכך, מעוכבים בהבראה כל הליכי המימוש כנגד החייב ונכסיו, לרבות מימוש בטוחות.[19] סעד ההגנה ההולמת נחקק בקוד פשיטת הרגל כדי לאזן בין שני עקרונות מקוטבים אלה.[20] הוא נועד להגן על ערכו הכלכלי של החוב המובטח. האינטרס הבטוחתי

18 National Labor Relations Board v. Bildisco And Bildisco, 465 U.S. 513, 527-528 (1984).

19 **הערה 5 לעיל.**

20 Lawrence P. King, "An Overview of Recent Developments and Future Prospects in the United States", in *Current Developments in International Comparative Corporate Insolvency Law* 29, 31 (Jacob S. Ziegel ed., 1994) ; Raymond T. Nimmer, "Secured Creditors and the Automatic Stay: Variable Bargain Models of Fairness", 68 *Minn. L. Rev.* 1, 3-4 (1983); *In re Kenny Kar Leasing, Inc.*, 5 B.R. 304, 308 (Bankr., C.D. Cal. 1980):

> It is impossible to analyze these provisions of the [Bankruptcy] Code and its legislative history in the context of the debtor's struggle for survival in the early stages of a chapter 11 proceeding, without recognizing a statutory effort to provide rules of fairness and equity to govern, adjust, and balance the rights of secured creditors and debtors. No one questions the right of a debtor to a fair chance at rehabilitation. On the other hand, that right is not so pervasive as to permit the destruction of economic rights equally entitled to the sanction and protection of law. The cited provisions of the [Bankruptcy] Code are an effort to balance these conflicting interest; to grant to the debtor the right to continued enjoyment and exploitation of property and assets upon which rehabilitation depends, not at the expense of secured creditors, but on terms which protect secured creditors in the realization of the value of their interests in such property and assets. Against the theme of adequate protection in the use of the secured creditor's collateral, the statute and legislative history repeat and emphasize the right of secured creditors to realization of the value of the collateral and the right to be protected against decrease in the value of the interests affected. To the extent that the debtor is unable to provide adequate protection in these terms, it is unable to play

nevo.co.il

של נושה בעל שעבוד הוא העומד ביסודו של סעד ההגנה ההולמת.[21] אף כי הנושה בעל השעבוד איננו זכאי בהבראה לשמירה על זכויות בעין בנכס המשועבד, ואף אינו זכאי לממש את הנכס לשם פירעון חובו במסלול אכיפה אינדיבידואלי, מכיר הדין בזכותו של הנושה להגנת ערכה הכלכלי של בטוחתו. כך יוסיף הנושה ויזכה, מבחינה מהותית, ליהנות מחבילת הזכויות הכלכליות שרכש בעת שהעמיד את האשראי לזכות החייב. הגנה על ערכה הכלכלי של הבטוחה גרידא, להבדיל מזכויות בעין בנכס מסוים, היא מהות זכותו של הנושה הראויה להגנה מפני פגיעה,[22] בין בשלב אישור תכנית ההבראה ובין בשלב פתיחת ההליכים.[23]

2. דרכים למתן הגנה הולמת

קיימות דרכים חלופיות לתת הגנה הולמת לחוב מובטח: תשלומי כסף מזומן, שעבוד נכס נוסף או חלופי, מתן ערובה על ידי צד שלישי או שכנוע בית המשפט שקיימת בבטוחה כרית שווי העודפת על שיעור חובו של הנושה המובטח.[24] בהמשך נראה, כי האינטרס של הנושה, בעל החוב המובטח הטעון הגנה, עשוי להיות שונה בהתאם להקשר הקונקרטי שבו מתבקשת הגנה הולמת.[25] אכן, מידת החשש מפגיעה בערכה הכלכלי של

the game according to the rules. In such instances, the risk of financial loss incident to failure of the rehabilitation effort must be borne by the debtor.

21 והשוו בישראל ענין MAT, העדה 11 לעיל.

22 *Wright v. Union Central Life Insurance Co.*, 311 U.S. 273 (1940); *Report of the Committee on the Judiciary, House of Represantatives*, [to Accompany H.R. 8200], (hereinafter: *House Report*); Russel A. Eisenberg אולם ראו ;H.R. 95-59, 95th Cong., 1st & Frances, Gecker Sess. (1977), 339, "Due process and Bankruptcy: A Contradiction James S. Rogers, "The Impairment :השוו in Terms?", 10 *Bankr. Dev. J.* 47 (1993-1994) of Secured Creditors' Rights in Reorganization: A Study of the Relationship Between .the Fifth Amendment and the Bankruptcy Clause," 96 *Harv. L. Rev.* 973 (1983)

23 *United Savings Association of Texas v. Timbers of Inwood Forest Associates, Ltd.* 793 F.2d 1380 (5th Cir. 1986), aff'd 808 F.2d 363 (1987) (en banc), aff'd 484 U.S. 365 .(1988)

24 רשימה זו אינה סגורה. ניתן להציע כל חלופה כלכלית אחרת, או שילוב של חלופות, לשם שימור ערך הבטוחה. רשימה זו מבטאת את האמצעים השכיחים יחסית למתן הגנה הולמת. ראו Bankruptcy Code, § 361; 3 *Collier on Bankruptcy*, sec. 361.01 (15th ed., Lawrence P. King ed.-in-chief, 1996). ראוי לציין, כי בקוד פשיטת הרגל האמריקני מתעורר סעד ההגנה ההולמת בהקשרים שונים שעניינם פתיחת הליכי ההבראה הניהול של ההליך. כך, על פי הקוד, נושה יוכל לבקש הגנה הולמת כתנאי להותרתו בתוקף של עיכוב ההליכים המונע אותו ממימוש בטחתו; כתנאי לאישור בית המשפט לשימוש או מכירת הנכס המשועבד על ידי החייב; או כתנאי למתן שעבוד שווה דרגה או שעבוד עדיף בדרגתו על שעבודו של הנושה הקיים לממתן חדש.

25 עם זאת, מבחינה מעשית, שאלת ההגנה ההולמת לצורך המשך עיכוב ההליכים כנגד הנושה בעל החוב המובטח קשורה וכרוכה בשאלת ההגנה ההולמת כתנאי לשימוש או מכירת הבטוחה, שהרי

הבטוחה שונה ממקרה אחד למשנהו. כמו כן, טבעה של הבטוחה (המקורית), מידת יציבות שווייה ואופי שימושה בידי החייב שונים אף הם ממקרה למקרה, ויש בהם כדי להשפיע על סוג ההגנה ההולמת הנדרשת.[26]

(א) תשלומי מזומנים

משמעותה של חלופה זו למתן הגנה הולמת היא כי החייב ישלם לנושה בעל החוב המובטח תשלום חד־פעמי או תשלומים עתיים, כדי לפצותו בגין הפגיעה הצפויה בערכו הכלכלי של חובו המובטח. מידת הפרקטיות של חלופה זו אינה רבה, משום שחייבים רבים נכנסים להליכי הבראה בגלל קשיים בתזרים מזומנים לפירעון חובותיהם השוטפים.[27] לפיכך, לפחות בשלב פתיחת ההליכים, מתקשים חייבים רבים למצוא מקורות מזומנים לעמידה בתשלומים שוטפים לנושים. עם זאת, לחלופה זו נמצא שימוש מעשי בהליכי הבראה של חייבים מענף החקלאות, שם יש לתזרים המזומנים של העסק אופי עונתי־מחזורי מובהק. כאשר חייב כאמור נקלע להבראה ומקרקעיו משועבדים לנושה, עלול שווי המקרקעין להיפגע לפחות בפרק הזמן שבו נמשכים הליכי ההבראה ועיכוב ההליכים בתוכם – מבלי שתהיה לנושה כל יכולת לצמצם את הפגיעה בשוויים.[28] בנסיבות אלה יש מקום לשקול מתן הגנה הולמת בדרך של תשלום כסף מזומן לנושה. כאמור, בענף מחזורי כמו חקלאות ניתן להתאים את התשלומים העתיים במסגרת ההגנה ההולמת לתקופות שבהן מייצר העסק החייב את עיקר תזרים המזומנים התפעולי.[29] נוסף על כך, כאשר מבקש החייב

מבחינה אינטרסנטית־עסקית על כך חלוקים הצדדים: החייב רוצה למנוע את הנושה ממימוש בטוחתו (דרך עיכוב ההליכים), למען יוכל לנצל את הבטוחה לשימוש עסקי זה או אחר או לשם מכירת הבטוחה והזרמת מזומנים לקופת ההבראה – בעוד שהנושה רוצה למנוע כל זאת ומבקש לשים ידיו על הבטוחה ולממשה.

26 באופן כללי ניתן לאפיין את הקשרים השונים של סעד הגנה הולמת כך: בהקשר של מתן הגנה הולמת כתנאי להמשך עיכוב ההליכים כנגד הנושה מדובר בסעד בעל אופי שמרני ופסיבי, שנועד לשמר על הקיים. לעומת זאת, בהקשרים של שימוש או מכירת הבטוחה, או של מתן שעבוד שווה או עדיף בדרגה בבטוחה לממון חדש, נחשף הנושה הקיים לסיכון ששווייה של בטוחתו יפקע לחלוטין. לפיכך, יש הטוענים כי בהקשרים עסקיים אלה ראוי לתת לנושה הגנה הולמת בצורה של תחליף כלכלי מוחשי, כגון בטוחה חלופית או תשלום מזומנים. לעומת זאת, בהקשר של המשך עיכוב ההליכים כנגד הנושה, ניתן להסתפק בהגנה הולמת פחות מוחשית, שאינגה כרוכה במתן ערך כלכלי חדש. ראו Collier, הערה 24 לעיל, בסעיף 362.07[1]. אנו מסכימים כי ראוי לתת הגנה הולמת בצורה של תחליף כלכלי מוחשי, אולם לא רק בהקשר של מימון חדש, אלא אף בהקשר של מתן הגנה הולמת לנושה בעל שעבוד על כל נכסי החברה כתנאי להמשך עיכוב הליכים. ראו על כך בפרק ה.2 להלן.

27 Donald R. Price, "Adequate Protection Under the Bankruptcy Act of 1978", 71 *Ky. L. J.* 727, 740 (1983).

28 ראו, למשל, *In re Bermec Corporation*, 445 F.2d 367 (2d Cir. 1971).

29 ראו, למשל, *In re Pullins*, 65 B.R. 560 (Bankr., S.D. Ohio 1986).

nevo.co.il

למכור את הנכס המשועבד במסגרת ההבראה, ודאי שיש מקום להגנה הולמת בדרך של תשלומי מזומנים לנושה בעל החוב המובטח מתוך התמורה שתתקבל במכירה.[30]

קיימת נפקות אחת מהותית בין מתן הגנה הולמת בדרך של תשלום כסף מזומן לנושה לבין כל אמצעי אחר למתן הגנה הולמת: כל טכניקה אחרת של מתן הגנה הולמת איננה כרוכה בהעברת כספים בפועל מהחייב אל הנושה. לפיכך, חובו הכללי של החייב לנושה המוגן לא משתנה. לא כן באשר לתשלום כסף מזומן לנושה. תשלום כסף מזומן לכיסו של הנושה – גם במסגרת של מתן הגנה הולמת – מקטין את חובו הכולל של החייב לאותו נושה. יכונה התשלום כפי שיכונה, ברי הוא כי העברת כספים מהחייב אל הנושה מהווה פירעון של החוב ומקטינה את יתרת החוב כדי הסכום ששולם. בעניין זה מתעוררת שאלה ביחס להשפעת תשלום כסף מזומן כהגנה הולמת על מעמדו של נושה המובטח בחסר (an undersecured creditor). מצב זה מתקיים כאשר סך חובו של החייב לנושה עולה על שוויה של הבטוחה המשועבדת לנושה להבטחת פירעון החוב. בהליכי פירוק או הבראה חוב כאמור מפוצל משפטית לשניים: שיעור החוב העולה כדי שווי הבטוחה הוא מובטח, בעוד שיתרת החוב העודפת על שווי הבטוחה היא חוב בלתי־מובטח.[31] כאשר נושה מובטח בחסר מקבל תשלומי מזומנים כהגנה הולמת, יש לבחון לאיזה משני החובות המשפטיים הללו ייזקפו התשלומים האמורים.[32] תכליתה של ההגנה ההולמת היא לפצות מפני פיחות בשווי בטוחתו של הנושה. מכאן, שראוי לזקוף את תשלומי ההגנה ההולמת לחוב המובטח של אותו נושה.[33] ברם, באופן פרדוקסלי, יש בתשלומים אלה משום מראית העדפת חלקו הלא־מובטח של הנושה על פני יתר הנושים הלא־מובטחים. מצב

30 עם זאת, תשלום כסף מזומן איננו החלופה היחידה המתאימה לנסיבות כאמור. כאשר נכס משועבד נמכר, ניתן לתת לנושה הגנה הולמת גם בדרך של שעבוד על נכס חלופי.

31 השווה 3 לעיל; Bankruptcy Code § 506(a).

32 כעניין שבהגדרה, לעולם שיעור נשייתו הכולל של הנושה (T) שווה לסכום החוב המובטח (S) והחוב הבלתי־מובטח (U). לפיכך, כל פיחות בשווי הנשייה הכולל מפחית במקביל את אחד משני הרכיבים בצד האחד של המשוואה. ביתם להקשר חזקה, אף כי במצב בו החייב הוא בר כושר פירעון, הביע פרופ' אריאל פורת את דעתו כי יש להחיל על דרך ההיקש את הוראת סעיף 50 לחוק החוזים (חלק כללי), תשל"ג–1973, שזו לשונו: "סכום שניתן לנושה שהגיש לו מן החייב חיובים אחדים, רשאי החייב, בעת התשלום, לציין את החוב שלחשבונו ייזקף הסכום; לא עשה זאת, רשאי הנושה לעשות כן". ראו אריאל פורת, "זקיפת תשלומים", **דיני חיובים – חלק כללי** 625–626 (בעריכת דניאל פרידמן, תשנ"ד) ראו גם ע"א 533/84 **קולודצקי נ' בנק הפועלים**, פ"ד לט(4) 98. ברם, במצב וחדלות פירעון של החייב, אין זה ראוי, לדעתנו, להותיר בידי החייב את שיקול הדעת בדבר אופן זקיפת התשלומים, שכן אופן זקיפת התשלומים – אם כנגד החוב המובטח או כנגד החוב הלא־מובטח – משפיע ישירות על התוצאות החלוקתיות בעימות בין הנושה לו משולם הכסף לבין שאר נושי החייב. מכיוון שהחייב איננו צד לריבות זו, אין זה מעניינו לקבוע כיצד ייזקפו התשלומים.

33 *In re Spacek*, 112 B.R. 162 (Bankr., W.D. Tex. 1990); David G. Carlson, "Adequate Protection Payments and the Surrender of Cash Collateral in Chapter 11 Reorganization", 15 *Cardozo L. Rev.* 1357, 1372-1375 (1994).

nevo.co.il

זה נובע מהעובדה שבעוד חובו הכולל של החייב לנושה פחת עקב תשלומי המזומנים, שווי הבטוחה (ומכוחו שיעור החוב המובטח) נותר, בשעת התשלומים, בעינו. אם שיעור החוב המובטח לא השתנה, מאליו פוחת אפוא שיעור החוב הלא־מובטח.[34] תוצאה זו איננה מתיישבת לכאורה עם המדיניות של זקיפת התשלום לשיעור החוב המובטח; אולם, לאמיתו של דבר אכן ייזקף תשלום ההגנה ההולמת לחלק החוב המובטח, ואילו חלק החוב הלא־מובטח לא ישתנה. מסקנה זו נובעת מהבנה שתשלום ההגנה ההולמת אמנם נעשה בשעה מסוימת – אולם הרקע והצורך בו נובעים מהצפי לפיחות שווי הבטוחה על פני זמן. במלים אחרות: אין זה נכון לבחון את תשלום ההגנה ההולמת ואת השפעתו על חלקי החוב השונים נכון לשעת התשלום בלבד, אלא יש לבחון את השפעתו של תשלום ההגנה ההולמת ביחס לשיעור הפיחות הצפוי בשווי הבטוחה. כאשר התשלום שווה לשיעור זה, ממילא מפצה התשלום בגין פחיתת שווי זו, ונזקף כראוי לחלק החוב המובטח.[35]

(ב) שעבוד נכס נוסף או חלופי

שעבוד נכס נוסף כאמצעי למתן הגנה הולמת לנושה בעל חוב מובטח ישים בעיקר בשני הקשרים עסקיים. ראשית, כאשר הבטוחה המשועבדת לטובת אותו נושה היא נכס או ציוד קבוע, דהיינו: נכס שלא יימכר או יושכר במסגרת הליכי ההבראה, וצפוי לפיחות בשוויו במשך תקופת הליכי ההבראה. לשם כיסוי פיחות השווי הצפוי, ועמו פיחות שווי החוב המובטח, ניתן לשעבד לטובת הנושה נכס נוסף.[36] שנית, שעבוד נכס נוסף עשוי להוות הגנה הולמת כאשר החייב מבקש להשיג אשראי חדש למימון הליך ההבראה, והממון הפוטנציאלי מתעקש לקבל שעבוד ראשון בנכס – המשועבד כבר לנושה קודם. שעבוד הנכס בשעבוד בעל עדיפות ראשונה לטובת הממון החדש מפחית את שווי

34 להמחשת עניין זה טלו מקרה בו ראובן נושה בשמעון, החייב, בשיעור כולל של 1,000,000 ש"ח, ומובטח על ידי בטוחה בשווי 600,000 ש"ח. לפי הנוסחה T=S+U (ראו הערה 32 לעיל), חובו הלא־מובטח של ראובן הוא, אפוא, 1,000,000 ש"ח פחות 600,000 ש"ח, דהיינו: 400,000 ש"ח. שמעון משלם לראובן במזומן 50,000 ש"ח כהגנה הולמת. שיעור החוב הכולל פחת, אפוא, ל־950,000 ש"ח. מכיוון ששווי הבטוחה נותר, נכון לשעה זו, קבוע (600,000 ש"ח), ממילא פוחת חובו הלא־מובטח של ראובן ל־350,000 ש"ח (950,000 ש"ח פחות 600,000 ש"ח).

35 אם נשתמש בדוגמא המספרית דלעיל, ונוסיף על כך את הנתון כי תשלום ההגנה ההולמת האמור נעשה עקב פיחות צפוי של שווי הבטוחה במשך הליכי ההבראה בשיעור של 50,000 ש"ח, אזי בעקבות התשלום והפיחות בשווי הבטוחה תתקבל המשוואה דלקמן: T (950,000) = S (550,000) + U (=T-S) (400,000). עולה, אפוא, כי תשלום ה־50,000 ש"ח כהגנה הולמת אכן פיצה את הנושה המובטח בחסר כנגד פיחות שווי הבטוחה ונזקף, בהתאמה, לחלק החוב המובטח. מאליו יובן עוד, כי בשעה ששווי הבטוחה אכן פחת כצפוי זמן ל־550,000 ש"ח, אין כל מקום לבית המשפט לפסוק פיצוי לנושה בגין ירידת שווי הבטוחה, באשר הנושה כבר פוצה קודם לפחיתת השווי, ופיצוי עתה יהווה פיצוי כפול שלא כדין. ראו Carlson, הערה 33 לעיל, בעמ' 1373–1374.

36 זאת, בהנחה שקיימים נכסים נוספים בלתי משועבדים של החייב.

הבטוחה לנושה קודם בשיעור האשראי החדש. דבר זה אף עלול להפוך את הנושה הקודם ממצב של מובטח ביתר למצב של מובטח בחסר. בנסיבות אלה עשוי שעבוד נכס נוסף לטובת הנושה הקודם לשמש כהגנה הולמת לפגיעה האמורה בשווי בטוחתו.[37]

נכסים אחרים העשויים להיות משועבדים לנושה הם מלאי עסקי או חובות של לקוחות. מעצם טיבם, נכסים אלה הם חלק אינטגרלי ממחזור העסקים של החייב והם משתנים כל העת. בעסק שעיקר תקבוליו הוא ממכירות, המלאי העסקי וחובות הלקוחות הם הדלק המניע את גלגלי העסק ומייצר את הכנסותיו. מאליו יובן, כי המשך הפעלתם של עסקי החייב במהלך ההבראה מחייב את המשך מכירתם של נכסים אלה; אולם המכירה עלולה לפגוע בנושה משום שבטוחתו נעלמת. בנסיבות שבהן מבקש החייב להשתמש במלאי העסקי ולמוכרו, הגנה הולמת אפשרית היא שעבוד נכסים חלופיים. מתן הגנה הולמת בדרך של שעבוד נכסים חלופיים היא מעשית יותר מתשלומי כסף מזומן, שאיננו זמין בידיו של החייב. יתר על כן: אף תקבולי המזומנים שיגיעו לחייב עקב מכירת מלאי עסקי אינם מקור זמין של ממש למתן הגנה הולמת, שהרי הוא זקוק למזומנים אלה לשימוש כהון חוזר לשם שמירת העסק והבראתו ולשם תשלום הוצאות תפעולו של העסק במשך ההבראה. תשלום המזומנים כהגנה הולמת יסכל את יכולתו של החייב ליטול "מרווח נשימה" מתשלומים שוטפים לנושים[38] ולדחות את התשלומים עד שלב תכנית ההבראה.

37 מחוץ להבראה לא יוכל מממן חדש לזכות בעדיפות על פני נושה קודם בעל בטוחה ללא הסכמתו של הנושה הקודם. ראו חוק המשכון, תשכ"ז–1967. לדעתי, בהתחשב בתפיסה העקרונית שלפיה ההגנה ההולמת ממקדת את זכויותיו של נושה המובטח בשעבוד בשווי הבטוחה ולא בזכויות בעין בבטוחה ספציפית, ראוי לקבוע בחוק העוסק בהבראת חברות הוראה המאפשרת לכוף את הנושה הקודם לקבל הגנה הולמת מחשית (ראו על כך בהערה 26 לעיל) עבור בטוחתו המקורית, מבלי שיוכל לחסום עסקת מימון חדשה לחייב אפילו אם זו האחרונה תיעשה כנגד שעבוד נכסים. הוראה כאמור מעוגנת ב־Bankruptcy Code, § 364(d). לשמת זאת, אין כל אפשרות, משפטית ומעשית, לחייב את המממן הפוטנציאלי לקבל כבטוחה את הנכס החלופי הווקא תחת הנכס המשועבד כבר לנושה הקודם שבו חפץ המממן החדש, שכן מממן זה טרם התקשר במערכת יחסים משפטית כלשהי עם החייב, ולא ניתן לחייבו לתת אשראי כלל ועיקר. החדך המעשית היחידה להניעו להעמיד את האשראי היא באמצעות קבלת תנאיו לכך. ראו *In re Flagstaff Foodservice Corp.*, 739 F.2d 73 (2nd Cir. 1984). מובן שהצורך באשראי חדש כשלעצמו איננו מצדיק פגיעה בזכויות הנושה הקודם; סעד ההגנה ההולמת נועד להגן בדיוק מפני פגיעה כאמור. מידת הלימותו של הסעד אכן תאפיין ואף תגדיר את מדות הממון החדש – הרעיל הוא אם לאו. באין הגנה הולמת המפצה את הנושה הקודם, הממון החדש אינו מקדם הבראה יעילה אלא מהווה חלוקה מחדש (redistribution) של משאבי החייב בין נושיו. ראו חביב־סגל, הערה 16 לעיל, בעמ' 296–297. לדיון על הגנה הולמת לנושה עקב הזרמת מימון מובטח חדש לחברה החייבת, ראו חלק ה.3 להלן.

38 *Boatmen's Bank of Tennessee v. William Embry*, 10 F.3d 401 (6th Cir. 1993); *Raymark Industries Inc. v. Lai*, 973 F.2d 1125, 1130 (3d Cir. 1992); *In re Ionosphere Clubs, Inc.*, 922 F.2d 984, 989 (2d Cir. 1990).

nevo.co.il

לפיכך, הדרך המציאותית יותר למתן הגנה הולמת במקרה של שימוש בנכסים השוטפים של העסק היא שעבוד נכסים חלופיים.[39]

כאשר ניתנת הגנה הולמת בדרך של שעבוד נכס חלופי יש לשקול את רמת הסיכון של הנכס ששימש כבטוחה המקורית לעומת רמת הסיכון של הבטוחה החלופית. השאלה היא, האם במסגרת בחינת הלימותה של הבטוחה החלופית יש להתחשב באופיה של הבטוחה, בטיב הנכס ובמידת התנודתיות של שוויו, ביחס לאופייה ולטיבה של הבטוחה המקורית. מחד גיסא ניתן לומר, כי מכיוון שהגנה הולמת נועדה להגן על שווי הבטוחה, הרי שהשאלה הרלבנטית היחידה היא אכן שווי הבטוחה המקורית ביחס לשווי הבטוחה החלופית. אל תוך שווי הבטוחה החלופית ניתן לכמת ולתמחר אף את רמת הסיכון שבתנודתיות השווי של הנכס.[40] מאידך גיסא ניתן לטעון, כי החלפת בטוחה בעלת אופי יציב יחסית (כדוגמת נכס מקרקעין) בבטוחה בעלת אופי תנודתי (כדוגמת נייר ערך ספקולטיבי) חותרת תחת יסוד ההסכמה שבעסקת האשראי בין הנושה בעל הבטוחה לבין החייב. הנושה הסכים לתת אשראי תוך נטילת סיכוני אי־פירעון וסיכוני פירעון חלקי מתוך הבטוחה, אולם לסיכונים אלה יש גם גבולות. סיכוניו של הנושה מתומחרים אל שיעור הריבית בעסקה. המרת בטוחתו המקורית, לאחר מעשה, בבטוחה בעלת אופי שונה בתכלית, היא תוספת סיכון בלתי־מתומחר ואף בלתי ניתן לתמחור ex ante. בהעדר מגבלות לאופי הבטוחה החלופית, הנושה אינו יכול, באופן ריאלי, לשקלל תוספת סיכון ספקולטיבית ובלתי־מוגדרת זו אל תוך עסקת האשראי. לשון אחרת: אי־התחשבות במידת הסיכון הכרוך בבטוחה החלופית פוגע ביכולת של הנושה בעל הבטוחה להעניק אשראי על בסיס של תחשיב כלכלי רציונלי.

אכן, בפסיקה האמריקנית קיימת דעה שלפיה במתן הגנה הולמת בדרך של שעבוד נכס חלופי יש להתחשב באופי הבטוחה החלופית ובמידת הסיכון הכרוך בה.[41] דרישה זו מכונה "עיקרון הוודאות".[42] הגישה המועדפת בעינינו בעניין זה היא גישה גמישה, הבוחנת את עיקרון הוודאות בכל מקרה לגופו ועל פי נסיבותיו. אכן, לשם הגשמת ציפיותיו הבסיסיות של הנושה בעל הבטוחה המקורית, ראוי לשקול את מידת הסיכון של הבטוחה המקורית ביחס למידת הסיכון של הבטוחה החלופית; ברם, מצד שני יש להבין כי דרישה נוקשה ודווקנית של עיקרון הוודאות תסכל את יכולתו של החייב לשחרר נכסים חיוניים להבראה מעול השעבוד לנושים, תוך המרתם בחלופות מניחות את הדעת מבחינת שוויין.[43] במסגרת בחינת הלימותה של הבטוחה החלופית ואיזון האינטרסים

39 עניין המרת הבטוחה המקורית בבטוחה חלופית מעוגן בישראל גם ביחס לעיכבון. ראו סעיף 11(ג) לחוק המיטלטלין, תשל"א–1971.

40 ראו, למשל, *In re Alyucan*, 12 B.R. 803, 808, note 11 (Bankr., D. Utah 1981); Robert A. James & J.David Kirkland Jr., "Adequate Protection Through Augmented Interests in Reorganization Plans", 58 *Am. Bankr. L. J.* 69 (1984).

41 *In re Martin*, 761 F.2d 472 (8th Cir. 1985).

42 תביב־סגל, הערה 16 לעיל, בעמ' 310–312.

43 כדוגמא מעשית לחלופה המניחה את הדעת בהקשר זה יכולה לשמש הבטוחה החלופית שהוצעה

האמור בעניין אלמנט הוודאות, ראוי שבית המשפט ישקול, בין השאר, את המשתנים הבאים: זמינותם של נכסים משועבדים אחרים; מידת נחיצותה של הבטוחה המקורית לשימוש המיועד לה במסגרת הליכי ההבראה; סיכוייו של הליך ההבראה; מידת הסיכון של הבטוחה החלופית בהשוואה למידת הסיכון של הבטוחה המקורית; שווי הבטוחה החלופית בכלל וקיומה של כרית הון מספקת בשווי הבטוחה החלופית בפרט.[44]

(ג) ערובת צד שלישי

אמצעי פיננסי נוסף למתן הגנה הולמת הוא קבלת ערובה של צד שלישי. דוגמא קלאסית של ערובה כאמור היא ערבות צד שלישי לתיובו של החייב. עם זאת, עירובו של צד שלישי דורש כי בית המשפט יבחן – במסגרת שקלול הפרמטרים לקביעה האם הערבות מספקת הגנה הולמת אם לאו – את יציבותו הפיננסית של הערב הפוטנציאלי ואת מידת הקושי המעשי שבמימוש ערבותו. נסיבות שונות יכולות אפוא להוביל לכך שבמקרים מסוימים ערבות לא תיחשב כהגנה הולמת אם הערבות עצמה איננה מובטחת בשעבוד נכס של הערב, ובמקרים אחרים אף ערבות בלתי־מובטחת תספק את דרישת ההגנה ההולמת.[45] נראה, כי בהתחשב באיתנותם הפיננסית של הבנקים, התחייבות בנקאית לשיפוי תמלא על פי רוב את דרישת ההגנה ההולמת.[46]

כהגנה הולמת בעניין *In re O'Connor*, 808 F.2d 1393 (10th Cir. 1987). בעניין זה, במסגרת הליכי הבראה, ביקש החייב שהיה בעסקי נפט וגז לנצל עתודות מזומנים בסך $721,600, שהיו משועבדות לאחד הנושים המובטחים לשם מימון קידוח של שלושה בארות גז חדשים. כחלופה למזומנים שינוצלו הוצע לנושה המובטח שעבוד על הבארות שייחפרו ועל תפוקתן. הבארות נועדו להיחפר באזור שבו שותפות מוגבלת של החייב כבר חפרה בהצלחה בעבר 148 בארות. שווי הבטוחה החלופית הוערך ב־$3,674,071. בנסיבות אלה, שבהן שווי החלופה מוערך ביותר מפי חמישה משווי הבטוחה המקורית, ובהתחשב בעובדה שבאזור החפירות כבר הייתה לחייב הצלחה מוכחת בהפקה בעבר, אישר בית המשפט את הבטוחה החלופית כהגנה הולמת חרף היותה עתידית ופוטנציאלית ומזומנים בקופה.

44 ראו גם Collier, הערה 24 לעיל, בפסקה 361.01[4].

45 ראו, למשל, את התפקוד הבנקים, כנושים מובטחים, בעדבות של התסתדרות לתובות של תשלובת גיבוד סבדינה במסגרת הליכי הבראתה, בהמ' 1800/98 **בעניין חברת גיבוד סבדינה**, פרוטוקול דיון מיום 26.4.98, בעמ' 52. השוו, למשל, *In re DiBona*, 9 B.R. 21 (Bankr., E.D. Pa. 1981) (ערבות פדרלית המובטחת במשכנתא היוותה הגנה הולמת) עם *In re Kenny Kar Leasing Inc.*, 5 B.R. 304 (Bankr., C.D. Cal. 1980) (ערבות בלתי מובטחת של בעל מניות השליטה בחייב, שהונו העצמי האישי הספיק לכיסוי החוב המובטח כולו, לא מילא את דרישת ההגנה ההולמת בשל חוסר הוודאות והעלויות הגבוהות שהיו כרוכות באפשרות של מימוש הערבות).

46 ראו גד טדסקי, "על ההתחייבות לשיפוי וכביבתה", **משפטים** כ 337 (תשנ"א); מיכאל בן־יאיר, "ערבות בנקאית ומכתבי אשראי: עיקרון התואמה" ספר לנדוי ג (בעריכת אהרן ברק ואלינעד מזוז, תשנ"ה), 1137. בדומה, גם ערבות מדינה תוכל לספק הגנה הולמת. ראו, למשל, *In re Roane*, 14 B.R. 542 (E.D. Pa. 1981).

nevo.co.il

אפשרות נוספת למתן הגנה הולמת היא ביטוח שווייה של הבטוחה, תוך קביעת הנושה בעל השעבוד כמוטב על פי פוליסת הביטוח.[47] בנסיבות שבהן מצויים בידי החייב מזומנים שיאפשרו את תשלום הפרמיה, תספק הפוליסה לנושה כיסוי ביטוחי מפני פיחות בשווי הבטוחה, שוודאותו דומה להתחייבות לשיפוי של מוסד בנקאי. הביטוח עשוי אפוא להיות פרקטי כהגנה הולמת ביחס לבטוחה בנכס ספציפי שקיים חשש כי תינזק בשריפה או בפריצה, ושעלות פרמיית הביטוח ביחס אליה איננה גבוהה. לעומת זאת, כאשר עלות פרמיית הביטוח ביחס לנכס גבוהה, ובפרט כאשר הבטוחה של הנושה היא כלל נכסי החייב, הופכת רכישת פוליסת ביטוח לחלופה פחות מעשית לצורכי הגנה הולמת, באשר עיקר בעיותיו של החייב נובעות ממחסור בתזרים מזומנים.[48]

(ד) כרית הון בבטוחה המקורית

אמצעי נוסף למתן הגנה הולמת לנושה הוא עצם קיומה של יתרת שווי בבטוחה, העודפת על שיעור נשייתו של המבקש הגנה הולמת.[49] יתרת שווי זו תכונה להלן כרית הון.[50]

47 ראו, למשל, *In re Young*, 193 B.R. 620 (D.D.C. 1996); *In re Pegasus Agency, Inc.*, 186 B.R. 597 (Bankr., S.D.N.Y. 1995).

48 ראו, למשל, תיק פש"ר (ת"א) 1367/98, בש"א 112319/98 בעניין **תשלובת הארגז** (ניתן ביום 30.11.1999), פרוטוקול דיון מיום 13.10.98, בעמ' 12. טכניקה נוספת למתן הגנה הולמת שהוצעה בספרות היא לתת לנושה, כפיצוי על הפיחות בשווי בטוחתו, הטבת מס בשיעור הפיחות האמור. ראו Robert J. Rosenberg, "Beyond Yale Express: Corporate Reorganizations and the Secured Creditor's Rights of Reclamation", 123 *U. Pa. L. Rev.* 509, 520-525 (1975); Dean C. Gordanier, Jr., "The Indubitable Equivalent of Reclamation: Adequate Protection for Secured Creditors Under the Bankruptcy Code", 54 *Am. Bankr. L. J.* 299, 328-336 (1980). ברם הצעה זו בוקדה בחדיפות, שכן היא מחצינה את עלויות כשלונו העסקי של החייב על הקופה הציבורית. החצנה כאמור תעמוד בניגוד לשאיפה להפנים עלויות אלה ולפזרן בין כלל הגורמים הקשורים משפטית ועסקית עם החייב. ראו James & Kirkland, הערה 40 לעיל, בעמ' 81.

49 Collier, הערה 24 לעיל, בפסקה 361.01[5]. ראו גם את ההסתפקות באמצעי זה כסגנה הולמת בהקשר של שעבוד הבטוחה לממן חדש בעניין *In re Snowshoe Co., Inc.*, 789 F.2d 1085 (4th Cir. 1986). לדעתנו, אין מקום להסתפק בכרית ההון לבדה כסגנה הולמת לנושה מוקדם בנסיבות שבהן מבקשים להבטיח את המימון החדש בשעבוד בדרגת עדיפות עליונה. ראו על כך בפרק ה.3 להלן.

50 על פניו, כרית ההון משקפת את האינטרס הכלכלי השיורי של החייב בנכס. עם זאת, מבחינתו של נושה בעל שעבוד בדרגת עדיפות גבוהה בבטוחה, קיומת כרית הון גם כאשר שווי הבטוחה עולה על שיעור חובו וכרית זו משועבדת לנושים אחרים, בעלי דרגת עדיפות נמוכה יותר. מנקודת ראותו של הנושה העדיף, אין כל נפקות באשר לשאלת זהותם של בעלי הזכויות והאינטרסים בכרית ההון העודפת על שיעור חובו. ראו *In re Indian Palms Assoc. Ltd.*, 61 F.3d 197, 207 (3d Cir. 1995); *In re Mellor*, 734 F.2d 1396 (9th Cir. 1984).

nevo.co.il

אמצעי זה שכיח במיוחד בנסיבות שבהן ההגנה ההולמת נדרשת כמענה מפני תוצאות עיכוב ההליכים בהבראה, וכאשר הבטוחה שערכה סעון הגנה היא נכס יציב ותשתיתי (נכס הוני). כך, למשל, נושה בעל חוב בשיעור מיליון שקלים, המובטח על ידי נכס בשווי שני מיליון שקלים, נהנה מכרית הון בשיעור של מיליון שקלים. אפילו אם במהלך ההבראה צפויה הבטוחה לפיחות מסוים בערכה, כל עוד לא ישחק שיעור הפיחות הצפוי את כרית ההון לחלוטין, הנושה מוגן באופן הולם.[51] על פי נסיבותיו העובדתיות של המקרה, כרית ההון יכולה לשמש אמצעי בלעדי למתן הגנה הולמת, או לשמש כחלק מחבילת אמצעים להגנת האינטרס של הנושה. לעומת זאת, מטבע הדברים, קיומה של כרית הון בנכסים שהם חלק מהמחזור העסקי של החייב – דוגמת חובות של לקוחות או מלאי עסקי – איננה כשלעצמה הגנה הולמת לנושה, בשל התכלותה הצפויה.[52]

הגנה הולמת באמצעות קיומה של כרית הון בבטוחה מעוררת מאליה את שאלת היחס בין שווי הבטוחה לבין שיעור החוב המובטח על ידה, כך שכרית ההון תיחשב כמספיקה להגן מהותית על האינטרס של הנושה לבל יישחק שווי חובו המובטח במהלך ההבראה. על פי רוב אין להתיר את שחיקת מלוא שווי הביטחון שמעניקה כרית ההון עד כדי יחס של 1:1 בין שווי הבטוחה לשיעור החוב. עם זאת, גם אין זה מעשי להתייצב על יחס קונקרטי אחר כנוסחת קסמים שלפיה ניתן יהיה לקבוע שכרית ההון מגינה על אינטרס הנושה באופן הולם. היחס Va/Vd (שווי הבטוחה חלקי שווי החוב) הראוי להיחשב כהגנה הולמת לאינטרס של הנושה הוא פונקציה של משתנים אחדים, בהם: טיבו של הנכס המשמש כבטוחה, ההסתברות ששוויי הנכס יפחת, שיעור הפיחות הצפוי והשימוש המתוכנן בנכס על ידי החייב במהלך ההבראה.[53] שקלול של משתנים אלה יכול להביא

51 במלים אחרות: כרית הון משקפת מצב שבו הנושה נמצא מובטח ביתר. בארצות־הברית, על פי קוד פשיטת הרגל, זכאי נושה מובטח ביתר להצטברות תדירית התחית על חובו אף בגין תקופת הליכי ההבראה (Bankruptcy Code § 506(b)). בהקשר זה נטען, כי עקב צבירת הריבית נשחקת כרית ההון באופן מתמיד, דבר המצדיק מתן הגנה הולמת אחרת בגין שחיקה זו. ברם, אחד מבתי המשפט לערעורים דחה טענה זו, בהדגישו כי האינטרס הראוי להגנה הולמת בבחינתו של נושה הוא אך ורק פגיעה ושחיקה של שווי הנכס המשמש כבטוחה, ולא שינוי יחס קבוע בין שווי הנכס לבין שיעורו (הצומת) של החוב. ראו *In re Delta Resources, Inc.*, 54 F.3d 722, 730 (11th Cir. 1995). לעומת זאת, להצטברות הריבית על חובו של נושה מובטח ביתר יש השפעה על זכותו של נושה בעל דרגת שעבוד נמוכה יותר על אותה בטוחה לקבלת הגנה הולמת. הצטברות הריבית על חובו של הנושה המובטח העדיף מקטינה את שווי האינטרס בנכס של הנושה בעל דרגת השעבוד הנמוכה – ולפיכך תתעורר זכאותו להגנה הולמת. ראו *In re East-West Associates, L.P.*, 110 B.R. 675, 681 (Bankr., S.D.N.Y. 1990).

52 Evan D. Flaschen, "Adequate Protection for Oversecured Creditors," 61 *Am. Bankr. L. J.* 341, 351-353 (1987).

53 ראו גם Frank R. Kennedy, "The Automatic Stay in Bankruptcy", 11 *U. Mich. L. Rev.* 175, 247-248 (1978); Paul F. Festersen, "Equitable Powers in Bankruptcy Rehabilitation: Protection of the Debtor and the Doomsday Principle", 46 *Am. Bankr. L. J.* 311, 332-333 (1972).

nevo.co.il

ליחס Va/Vd שונה ממקרה למקרה.[54] על כן, יהיו נסיבות שבהן יהיה די בקיומה של כרית ביטחון מינימלית כהגנה הולמת, בעוד שבנסיבות אחרות יידרש לשם כך Va/Vd גבוה יחסית. מכל מקום, לשיטתנו, על בית המשפט להתייחס לגופן של עובדות לשם בחינת הלימות ההגנה לנושה ולנתח נסיבות אלה לפי מבחן אובייקטיבי, קרי: במנותק מרגישויותיו ומדרישותיו הספציפיות של הנושה הקונקרטי המבקש את ההגנה.[55] אכן, בהחלט ייתכן שנושה זה הוא שונא־סיכון בדרגה גבוהה במיוחד, ולפיכך שילב בחוזה ההלוואה דרישה לשמירה על יחס Va/Vd גבוה מאוד. ברם, כיבוד דווקני של דרישתו החוזית תסכל במידה רבה את תכלית ההגנה ההולמת כאמצעי לאיזון בין שמירה על זכויותיו הלגיטימיות של הנושה לבין מתן אפשרות מעשית לחייב לנצל את נכסיו כמנוף להבראת העסק.[56] איזון זה הוא ביטוי למתח המתמיד בדיני חדלות פירעון בין זכויות הפרט (נושה ספציפי) לזכויות הכלל (יתר הנושים; ובמקרה של הבראה אף שאר הקהילות התאגידיות). בשונה ממערכת היחסים הפרטית בין חייב כשר־פירעון לנושהו, הנשלטת על ידי ההתקשרות החוזית שביניהם, באיזון בין הפרט לכלל בחדלות פירעונו של החייב פוחת משקלה של הרגישות הסובייקטיבית של הנושה. כשם שהוא מעוכב על כורחו ממימוש זכויותיו, כך אין להכביד יתר על המידה ביחס ההון לחוב הנדרש לצורכי הגנה הולמת. לא רגישותו הספציפית לסיכון של אותו נושה תקבע את אמת־המידה הראויה לצורכי הגנה הולמת, כי אם אמת המידה הנהוגה בשוק. לפיכך, לדעתנו, הסטנדרט הראוי לקביעה האם כרית ההון מספקת הגנה הולמת לנושה הוא קביעה אובייקטיבית, תוך השוואה לכריות הון מקובלות בשוק בנסיבות עובדתיות דומות.[57]

בעניין קיומה של כרית הון בנכס כהגנה הולמת, ראוי להקפיד על הבחנה בין סיבה למסובב. כאשר מתעורר צורך במתן הגנה הולמת (הסיבה), ניתן לבחון אם קיימת כרית הון שתוכל למלא צורך זה (המסובב). אולם, עצם קיומה או אי־קיומה של כרית הון

54 לשם המחשה ראו, למשל, *In re San Clemente Estates*, 5 B.R. 605 (Bankr., S.D. Cal. 1980) (כרית הון בשיעור 65% מן החוב, בשטח מקרקעין שעמד לקראת פיתוח כשכונת מגורים, נחשבה כהגנה הולמת); *In re Pitts*, 2 B.R. 476 (Bankr., C.D. Cal. 1979) (כרית הון בשיעור 15% מן החוב, בנכס מקרקעין המשמש לצורכי מגורים, נמצאה כהגנה הולמת לנושה); *In re James River Associates*, 148 B.R. 790 (Bankr., E.D. Va. 1992) (כרית הון הפועלת מ־8% משיעור החוב איננה הגנה הולמת); *In re Tucker*, 5 B.R. 180 (Bankr., S.D.N.Y. 1980) (כרית הון בשיעור 7.4% מן החוב בבית מגורים נמצאה כבלתי הולמת, בנסיבות בהן הנכס פוחת בשוויו באופן מתמיד, לא הוצעה כל הגנה נוספת, וסיכויי ההבראה היו בלתי ריאליים).

55 אולם לדעה שונה ראו Harvey R. Miller & Martin J. Bienenstock, "Adequate Protection in Respect of the Use, Sale or Lease of Property", 1 *Bankr. Dev. J.* 47, 81, at note 161 (1984).

56 ראו הטקסט ליד העירות 21–18 לעיל.

57 *In the Matter of Lake Tahoe Land Company, Inc.*, 5 B.R. 34, 37 (D. Nv. 1980) (באמרת אגב ציין בית המשפט כי לדעתו, ללא כרית הון בשיעור 40%–50% מעל לשווי השוק של מקרקעין, אין הנושה מוגן באופן הולם בעצם קיומה של כרית הון, שכן שום נושה מנוסה לא היה מלווה בתנאים נחותים מאלה; ההדגשה הוספה).

בבטוחה איננו מגדיר את הצורך במתן הגנה הולמת. פיחות צפוי בשווייה של הבטוחה הוא המגדיר צורך כאמור.[58] לפיכך, נושה מובטח בחסר איננו זכאי להגנה הולמת בשל עצם העובדה שלא קיימת כל כרית הון בבטוחתו, כל עוד לא הוכח ששווי הבטוחה פוחת במשך הזמן.[59] כאשר שווי הבטוחה צפוי לעלות במהלך ההבראה, יש בכך הגנה מספקת לזכויות הנושה, בין אם בשעת הבקשה להגנה הולמת הוא מובטח־ביתר[60] או מובטח־בחסר.[61]

ג. הערכת שווי הבטוחה – ניתוח עיוני

1. כללי

הגנה הולמת ניתנת לשם שמירה על שווי חובו המובטח של הנושה. שיעור חובו המובטח של נושה נקבע לפי שווי הבטוחה.[62] אמור מעתה: הגנה הולמת תינתן כאשר שווי הבטוחה צפוי לפחות על פני תקופת ההבראה. כדי לעמוד על עצם הצורך בהגנה הולמת, וכדי להגדיר את מידתה הנדרשת, יש לבחון אפוא את שווי הבטוחה, את מידת ההסתברות ששווי זה יפחת במהלך ההבראה, ואת היחס בין שווי הבטוחה לשווי החוב לנושה. קביעת שיעור החוב לנושה היא משימה פשוטה יחסית. כל שנדרש הוא עיון בתנאי ההלוואה ובלוח התשלומים שבוצע עד כה. לעומת זאת, הערכת שווי הבטוחה היא הליך מורכב ומסובך כלכלית;[63] יתר על כן: לכל נכס יש יותר משווי אחד מוגדר. שוויו של נכס נגזר מהשימוש המיועד לו. בכל רגע נתון ניתן להעריך את שוויו של נכס לפי סטנדרטים שונים. כך, למשל, ניתן לדבר על שווי פירוק של נכס, קרי: הערכת השווי שהנכס היה מניב כפריט במכירה כפויה עקב חיסולו (ההיפותטי) של העסק באותה נקודת זמן (a going out of business sale).[64] סטנדרט אחר להערכת שווי הנכס, באותו רגע

58 פרשת *Alyucan*, הערה 40 לעיל, בעמ' 810.

59 שם בעמ' 810–811; *In re Pine Lake Village Apartment Co.*, 19 B.R. 819, 824-826 (Bankr., S.D.N.Y.1982).

60 *In re Rogers Development Corp.*, 2 B.R. 679 (Bankr., E.D. Va. 1992).

61 *In re Stein*, 19 B.R. 458, 460 (Bankr., E.D. Pa. 1982).

62 הערה 3 לעיל.

63 Douglas G. Baird & Thomas H. Jackson, "Bargaining After the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule", 55 *U. Chi. L. Rev.* 738, 779 (1988).

64 *In re Phoenix Steel Corp.*, 39 B.R. 218 (D. Del. 1984); Chaim J. Fortgang & Thomas M. Mayer, "Valuation in Bankruptcy", 32 *UCLA L. Rev.* 1061, 1064 (1985); Don S. Clardy, "Valuation of Dissenters' Stock Under the Appraisal Remedy – Is the Delaware Block Method Right for Tennessee?", 62 *Tenn. L. Rev.* 285, 292 (1995).

nevo.co.il

נתון, הוא שווי הנכס בהיותו חלק מעסק חי.[65] שווי־עסק־חי של נכס בוחן את הנכס כחלק ממערך אופרטיבי של עסק פעיל. הערכת שווי־העסק־החי של נכס שיש לו שוק – כגון מלאי עסקי, כלי רכב או מכונה מסוימת המשמשים בעסק – ניתנת לבחינה לפי שווי השוק של הנכס.[66] כאשר מדובר בנכסים שאין לגביהם שוק מוצרים חלופי – כגון מקרקעין מפותחים הממוקמים במיקום מיוחד, או מכלול נכסי החברה – יוערך שוויו של הנכס לפי מידת תרומתו היחסית הצפויה לייצור ההכנסות של העסק, לאחר הערכת שווי ההכנסות העתידיות על בסיס הפעילות העסקית המתוכננת והיוונה לערך נוכחי.[67] בשתי קבוצות הסטנדרטים האלה כלולים מרכיבים כלכליים וחשבונאיים רבים המשפיעים על הערכת השווי. קיימת, אפוא, קשת של הערכות שווי שונות לאותו נכס. הפער בין שווי מכירה כפויה של נכס לשווי־העסק־החי שלו עשוי להיות בן עשרות אחוזים. בדרך כלל, שווי פירוק מניב פחות משווי־עסק־חי, בין השאר בשל חוסר ההמשכיות של עסקי החייב, דבר השולל מהרוכש, למשל, תנאי אחריות ושירות לנכס הנרכש ויכולת תביעה בגין פגמים במוצר.[68] וזאת יש להדגיש: **שונות השווי על פי הסטנדרטים השונים נגזרת**

65 Fortgang & Mayer, העדה 64 לעיל, בעמ' 1063–1064. שווי עסק־חי נקבע לפי הערכת תזרים המזומנים (העתידי) של העסק. ראו Douglas G. Baird & Thomas H. Jackson, "Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy", 51 *U. Chi. L. Rev.* 97, 109 (1984).
מחלוקת קיימת באשר להיקף ההגדרה של שווי עסק־חי. על פי פסקי דין אחדים, מכירה כוללת של העסק כיחידה אחת, בניגוד למכירת נכסים באורח פרטני, מניבה "שווי עסק־חי". ראו *In re Phoenix Steel Corp*, העדה 64 לעיל; *In re T.H.B. Corp.*, 85 B.R. 192 (Bankr., D. Mass. 1988). לעומת זאת, ביידד וג'קסון סבורים כי כל מכירה של נכסים מצד החייב, בין מכירה פרטנית ובין מכירה של כל נכסי העסק כמכלול אחד, היא מבחינת החייב "שווי פירוק", שכן עם מכירת הנכס מסתיים האינטרס הכלכלי של החייב בנכס. לעומת זאת, "שווי עסק־חי" משמעותו השווי העדף בנכס שממנו ייהנה העסק עקב המשך שימושו בנכס, והוא מיוחס לכישורי היחודיים של הבעלים הנוכחי. ראו Baird & Jackson, העדה 63 לעיל, בעמ' 750, בהעדה 33.

66 *Associates Commercial Corporation v. Rash*, 117 S.Ct. 1879 (1997) (להלן: "ענין *Rash*"); אך ראו Nimmer, העדה 20 לעיל, בעמ' 31–32, הטוען כי שווי השוק אינו צריך לכלול את מרכיב הרווח של החייב עצמו ממכירת הנכס, שכן זה מרכיב שאותו הנושה לעולם לא יוכל להפיק בעצמו מהנכס.

67 היתרון יחושב לפי שיעור הריבית שהיה על החייב הספציפי לשלם עבור הלוואה שהייתה ממנת את פעילותו העסקית (רכישת הנכסים), ושתקופת חייה הייתה כמשך תקופת חישוב תזרים התקבולים העתידיים. שוויו של החייב לא ישתנה אם התשואה על נכסיו תשתווה לתשואה שהוא נדרש לשלם על מקורות המימון שהעמידו לרשותו (קרי: הריבית). שיעור ריבית זה, אפוא, ישמש כשיעור היוון התשואות העתידיות על רכושו. בדם, מהו השיעור המסדיר של ריבית זו הוא ענין להערכות כלכליות.

68 אולם ראו Michael Bradley & Michael Rosenzweig, "The Untenable Case for Chapter 11", 101 *Yale L. J.* 1043, 1053-1054 (1992) (לגבי נכסים הנסחרים בשווקים פעילים, ההפרש בין שווי פירוק ושווי עסק־חי מצומצם באופן משמעותי).

nevo.co.il

בעיקר משונות תקופת הזמן שביחס אליה נבחנת תפוקתו הכלכלית של הנכס. שווי הפירוק בוחן את תפוקתו הכלכלית של הנכס ממימוש כפוי בנקודת הזמן הנדונה, כלומר: סטנדרט שווי זה מנתק את הנכס מכל פעילות מסחרית עתידית בידי המחזיק בו ומתוספת השווי שפעילות זו מייחסת לנכס. לעומת זאת, שווי־העסק־החי בוחן את תפוקתו הכלכלית של הנכס מהשימוש בו על ידי המחזיק בו בתקופת זמן עתידית. סטנדרט שווי זה צופה המשך פעילות מסחרית שוטפת (עתידית) שבה משתלב הנכס. התפוקה הצפויה בתזרים המזומנים מפעילות עתידית זו מיוחסת לנכס וזהו "שווי העסק־החי של הנכס".[69] כאמור, על פי רוב, שווי הנכס תחת סטנדרט "שווי־העסק־החי" גבוה משווי הנכס תחת סטנדרט "שווי הפירוק". שונות זו בסטנדרטי השווי השונים מקבלת חשיבות יתר בעידן המידע והטכנולוגיה, שבו עיקר נכסיהם של תאגידים רבים, ותאגידי ההיי־טק בפרט, הם נכסי קניין רוחני. עיקר שווים של נכסים אלה נובע מתזרים המזומנים הצפוי מהמשך ניצולם והשימוש בהם על ידי בעל זכות השימוש המקורי.[70] שווי הפירוק של נכסים מסוג זה שואף למינימום, והחייב ונושיו לא יראו ממכירתם הכפויה אלא נזיד עדשים.[71]

ההיסטוריה החקיקתית של קוד פשיטת הרגל האמריקני מלמדת כי בראשית עלתה מחשבה להגדיר באופן קטגורי את שווי הפירוק כסטנדרט הערכת הנכסים הראוי לצורך הגנה הולמת.[72] ברם, לאחר שגישה זו בוקרה נחרצות על ידי קבוצות של מוסדות אשראי במסגרת הדיונים לקראת החקיקה, נדחתה ההצעה על ידי המחוקק. קוד פשיטת הרגל קובע בפירוש כי האינטרס של נושה בשווי הנכס המשועבד לו – שווי המגדיר את חובו המובטח של הנושה – ייקבע "in light of the purpose of the valuation and of the proposed disposition or use of such property".[73] דברי ההסבר הנלווים הבהירו כי מגמת המחוקק היא להשאיר את קביעת הסטנדרטים הראויים לקביעת שווי הנכסים

69 Fortgang & Mayer, הערה 64 לעיל, בעמ' 1062–1064.

70 ראו גם Ronald J. Mann, "Secured Credit and Software Financing", 85 *Cornell L. Rev.* 134 (1999). לעניין הערכת שווי חברת שיעסוקן הוא בתחום האינטרנט, ראו Steve Harmon, "The Metrics For Evaluating Internet Companies", http://www.internetstockreport.com/column/article/0,1785,71961,00.html; אולם, לנבואה ולסקירה פסימית בדבר ההגזמה הערכת היתר של שווי תאגידי האינטרנט על סמך תחזיות צופת פני עתיד ביחס לביצועיהן, ראו "Why Internet Shares Will Fall" 15 *The Economist* (Jan. 30, 1999).

71 ראו, למשל, החלטת השופטת אלשיך בבש"א 54880/99 בענין ג'אוטק טכנולוגיות, ניתן ביום 13.10.1999 (בענין רכישת הזכויות בפטנטים של חברת ג'אוטק הישראלית, עקב פירוקה, על ידי רפא"ל תמורת $250,000 בלבד – סכום המהווה נזיד עדשים לעומת שווי הפטנטים. מצב זה התאפשר עקב העדר הצעות ממשיות אחרות לרכישת הפטנטים ועקב הדרישה מכל רוכש פוטנציאלי של הפטנטים לעמוד במגבלות שהציב משרד המדען הראשי).

72 *Report of the Commission on the Bankruptcy Laws of the United States*, H.R. Doc. No. 93-137, 93rd Cong., 1st Sess., Pt. II, at 237 (1973).

73 Bankruptcy Code § 506(a).

לפיתוח של הפסיקה, למען תוכל להתאימם לתפיסות מודרניות ולשיטות המימון המודרניות שיתפתחו.[74]

2. הערכת השווי כנגזרת של תכלית הסעד

דיון בסטנדרט ההערכה הראוי של הבטוחה לצורך מתן הגנה הולמת כמו מעלה מאליו את הטיעון הבסיסי, לפיו הסטנדרט היחיד הראוי להערכת נכסים לצורך הגנת הנושה בעל השעבוד הוא שווי הפירוק של הנכס. זאת משום שגם אם בשעת מתן האשראי ציפה הנושה וקיווה לפירעון חובו כמוסכם, הוא נטל את הבטוחה בדיוק לשם הגנה מפני מחדלו של החייב ואי־עמידתו בתשלומים. הבטוחה נועדה למימוש בהליכי מכירה כפויה, ולפיכך שווי התמורה שתתקבל ממימוש כאמור הוא סטנדרט ההערכה הראוי לקביעת שיעור הזכאות של הנושה להגנה הולמת.[75] ברם, לטעמנו, הצגה זו של הדברים היא פשטנית מדי. מיצוי שווי מכירה כפויה בלבד מהבטוחה איננו האינטרס "הטבעי" הבלעדי של הנושה הראוי להגנה. ראשית יש לזכור כי האינטרס האמיתי של מוסדות אשראי הוא לזכות לתשלומי החוב, קרן וריבית כאחד, ולא להתעסק מטעמם בזמן ובהוצאות הכרוכות בניהול ובמימוש נכסים. מימוש כאמור הוא אופציה אחרונה מבחינתם, לאחר שכלו כל הקיצין לזכות בתשלומי החוב בדרך אחרת. הבראה ופריסת התשלומים היא אתת האלטרנטיבות האתרות למימוש כאמור. בנקים הם מוסדות שעיסוקם הוא בפיננסים ולא במימוש נכסים אחרים. עניין זה מחליש את הסתמכות הנושה על שווי המכירה הכפויה, ומחזק את ההסתמכות על השווי שיפיק החייב מן הנכס גם על פני תקופת זמן נוספת, קרי: על "שווי העסק־החי" של הנכס.[76] שנית, אף אם נושה יבקש לפנות

74 House Report, הערה 22 לעיל, בעמ' 339:

> The section [361] specifies four means of providing adequate protection. They are neither exclusive nor exhaustive. They all rely, however, on the value of the protected entity's interest in the property involved. The section does not specify how value is to be determined, nor does it specify when it is to be determined. These matters are left to case-by-case interpretation and development. It is expected that the courts will apply the concept in light of facts of each case and general equitable principles. It is not intended that the courts will develop a hard and fast rule that will apply in every case. The time and method of valuation is not specified precisely, in order to avoid that result. There are an infinite number of variations possible in dealings between debtors and creditors, the law is continually developing, and new ideas are continually being implemented in this field. The flexibility is important to permit the courts to adapt to varying circumstances and changing modes of financing.

75 ראו *In re Ledgemere Land Corp.*, 125 B.R. 58, 61 (Bankr., D. Mass. 1991).

76 ראו פרשת *Alyucan*, הערה 40 לעיל.

למימוש הבטוחה במכירה כפויה, אין הוא זכאי לעשות כן כל עוד לא הופר החיוב בעסקת היסוד.[77] חלק מהחובות המובטחים בשעבוד לא הופרו טרם כניסת החייב להליכי הבראה, ולפיכך אין לנושה כל זכות משפטית למימוש הבטוחה.[78] עד שיזכה הנושה לפירעון חובו בסוף הליך ההבראה – או, לחלופין, לממש את הבטוחה עקב אי עמידה בתשלומים מצד החייב, המאוחרת לפתיחת הליכי ההבראה – עשויה הבטוחה אפילו להשביח בערכה עקב ההבראה. לפיכך, לפחות בנסיבות אלו ראוי שבהערכת שווי הבטוחה לצורכי הגנה הולמת בפתיחת הליכי ההבראה יתחשבו גם בעתיד הפוטנציאלי של הבטוחה.[79]

הטיעון העיקרי כנגד הפעלה דוגמטית של שווי פירוק כסטנדרט של הערכת הבטוחה לצורכי הגנה הולמת, מתמקד בתכלית של סעד ההגנה ההולמת גופו. הגנה הולמת באה לאזן בין שתי מגמות מתנגשות בהליכי חדלות פירעון: מחד גיסא מבקש הדין **לשמור על תביעתו העדיפה** של נושה בעל שעבוד; ומאידך גיסא מעוניין הדין לאפשר את ניתוק זיקתו של הנושה מן הבטוחה בעין, למען יוכל החייב לנצל את הנכסים שברשותו כמנוף להבראת עסקו – מתוך הנחה שהבראת העסק תשביח את ערכו הכולל של החייב ותניב לנושיו אחוזי פירעון גבוהים יותר של חובם. התמשכות הליכי ההבראה חושפת את הנושה לסיכון ששווי חובו המובטח, הנקבע על פי שווי בטוחתו, **יישחק. סעד ההגנה ההולמת בא** – כסעד ביניים למשך הליכי ההבראה – **לשמור על שווי חובו המובטח של הנושה.** שווי זה יקבע לאחר מכן את דירוגו ואת עדיפותו בשלב החלוקה לפי תכנית ההבראה.[80] **סעד ההגנה ההולמת מתרכז אפוא בשווי הבטוחה, ולא במעמדו של הנושה עצמו.** הסעד לא נועד לשמש כתחליף מימוש עבור הנושה, אלא לתת מענה כלכלי לשחיקת השווי של חובו העדיף;[81] הסעד מתמקד בגורל הבטוחה (מבחינה כלכלית) ולא בגורל

77 סעיף 1 סיפא לחוק המשכון ("[משכון] מזכה את הנושה להיפרע מן המשכון **אם לא סולק החיוב**"; ההדגשה הוספה).

78 עצם כניסת החייב להליכי הבראה מפעילה *ex lege* את עיכוב ההליכים האוטומטי, המונע את המשך התשלומים לנושה, אך גם מונע את זכותו של הנושה למשש את הבטוחה ללא אישור בית המשפט. ראו סעיף 350(ב) לחוק התברות.

79 ראו גם *William B. Schnach Retirement Trust v. Unified Capital Corp.*, 8 F.3d 720 (10th Cir., 1993).

80 ראו עוד בטקסט ליד הערות 23–20.

81 אמת נכון, שמחוץ להליכי חדלות הפירעון זכאי נושה המובטח בשעבוד להיפרע מהבטוחה ולממשה **במועד שבו לא קוים החיוב כלפיו**; זאת לפי סעיף 1 לחוק המשכון. מימוש השעבוד "עשה על ידי מכירת הבטוחה במסגרת הליכי הוצאה לפועל (סעיף 17(2) לחוק המשכון) או, במקרה של בטוחה המופקדת בידי בנק, "עשה המימוש על ידי הבנק עצמו (סעיף 17(3) לחוק המשכון). ברם, יכולת המימוש האפקטיבית של הנושה בעל השעבוד איננה זכות מוקנית המבדילה את נשיית בעל השעבוד מהותית מנשיותיהם של נושים אחרים של החייב. כך, למשל, גם שטר ניתן להגיש לביצוע בהוצאה לפועל, בדיוק כמו מימוש משכון. ראו סעיף 81א לחוק ההוצאה לפועל, תשכ"ז–1967. אולם, מכך לא נגזר ולא משתמע כי לשטר מעמד "יחודי", בר־הגנה, במסגרת הליכי חדלות פרעונו של החייב. נוסף על כך, אף לנושה בלתי מובטח יש זכות להיפרע את אשר הוא נושה בחייב במועד קיום החיוב. מקצתם של נושים אלה, לאחר שזכו בפסק דין נגד

הנושה.[82] אכן, דבר זה אף מתיישב עם היותה של הבטוחה משנית וטפלה לחיוב העיקרי, שהוא עיקר מעייניו של הנושה. הבטוחה נועדה לתת לנושה מעמד חלוקתי עדיף ביחס לפירעון החוב, הא ותו לא.[83] זו גם תכליתו של סעד ההגנה ההולמת. כאשר מוקד הבחינה לסעד ההגנה ההולמת הוא שווי הבטוחה – ולאו דווקא פיצוי הנושה שנוטרל מיכולת מימושה – **ראוי לבחון את שווי הבטוחה לפי שימושה המיועד על פני זמן**, קרי: במסגרת הליכי ההבראה.[84]

יודגש, כי שווי העסק החי של הנכס, במובנו כשווי תזרים המזומנים המהוון של החייב המיוחס לנכס, איננו שווי ודאי. זהו סטנדרט הערכה, שהוא פונקציה של שקלול פרמטרים עובדתיים שונים. בראשם מצויים סיכויי ההבראה,[85] סוג הנכס המשמש כבטוחה המקורית והשימוש המיועד בו, ואופי עסקו של החייב הספציפי.[86] פרמטרים אלה היו משוקללים על ידי ממן לו נתבקש להעמיד עתה אשראי לחייב לצורך רכישת נכס או מימון פעילותו, ולפיכך הם רלבנטיים אף לצורך הערכת שווי העסק החי.[87] אכן, ככל שבית המשפט יעריך את סיכויי ההבראה כנמוכים יחסית, עליו להתייחס בחשדנות לעצם קיומו של שווי עסק־חי. למצער יהיה על בית המשפט להפעיל מקדם היוון גבוה יחסית (המגלם חשדנות בסיכויי התגשמותה של תחזית תזרים המזומנים העתידית) – דבר שיפחית את שווי העסק החי שיוערך על ידו.

החייב, הטילו עיקול על נכסיו במסגרת אכיפת זכותם בהוצאה לפועל. אולם, אף למכשיד אכיפה פרוצדורלי זה אין מעמד בר־הגנה בחדלות פירעונו של החייב; ראו סעיף 357 לפקודת החברות; ע"א 189/95 **בנק אוצר החייל בע"מ נ' אדרונוב**, פ"ד נג(4) 199, 233; ע"א 584/81 **כונס הנכסים הרשמי נ' קרני ואח'**, פ"ד לו(3) 747.

82 דבר זה אף מתיישב עם ההבחנה הדיוק מראשית הרשימה, שלפיהם אין "נושים מובטחים" ו"נושים לא מובטחים", כי אם "**חובות** מובטחים" ו"חובות לא מובטחים". בהבראה, מעמדו של נושה בעל שעבוד איננו שונה ממעמדו של נושה ללא שעבוד, אלא בכך **שחובו העולה כדי שווי** הבטוחה זוכה לדרגת עדיפות חלוקתית על יתר החובות, לדבות על יתרת חובו שלו העודפת על שווי בטוחתו. ראו הטקסט הסמוך להערה 31 לעיל. ראו גם חביב־סגל, הערה 16 לעיל, בעמ' 291–292.

83 ראו חביב־סגל, שם, בעמ' 292 ("להבדיל מזכויות קנייניות אחרות הבאות להבטיח לבעליהן הנאה ישירה בנכס, לא זו מטרתה של הזכות על־פי השעבוד. על־פי הגדרתו, מיועד השעבוד להבטיח לנושה מקור לפירעון חובו בנכס המובטח").

84 ראו David G. Carlson, "Secured Creditors and the Eely Character of Bankruptcy Valuations", 41 *Am. U. L. Rev.* 63, 83-85 (1991).

85 סיכויי ההבראה יהוו מקדם הסתברות שיופעל במסגרת היוון שווי תזרים המזומנים הצפוי המיוחס לנכס. בתחילת ההליכים, בטרם גובשה תכנית הבראה סופית, ראוי לייחס לסיכויי ההבראה מקדם הסתברות שמרני יחסית.

86 ראו ענין *Rash*, הערה 66 לעיל, בעמ' 1886, הערה 6.

87 ראו הערה 67 לעיל.

ד. הערכת שווי הבטוחה: הסכמה בתנאי אי־ודאות

1. הערכות שווי אסטרטגיות

ראינו כי מתן הגנה הולמת יכול להיעשות בדרכים שונות. כך, למשל, ניתן להעמיד לטובת הנושה ערבויות של צד שלישי או לשלם לו תשלומי מזומן עתיים כהגנה הולמת. נוסף על כך ראינו כי קיומה של כרית הון עודפת בבטוחה עשוי לשמש הגנה הולמת לנושה. דא עקא, ביחס לנכסים שאין להם שוק ברור ושאינם נמכרים על ידי החייב במהלך עסקיו הרגיל, מתן הגנה הולמת לנושה באמצעות הסתמכות על כרית הון בבטוחה מעורר בעיה. העדר סטנדרט הערכה חד־משמעי פותח פתח להתנהגות אסטרטגית של הצדדים. נושה בעל בטוחה מצד אחד, או החייב מהצד האחר, עלולים לנצל את הערפול הקיים בעניין הערכת שווי הנכסים לצורך הגנה הולמת לטובתם האינטרסנטית. כל אחד מהצדדים עלול לטעון בבית המשפט לסטנדרט הערכה כזה או אחר – לא משום שזהו אכן הסטנדרט הראוי בנסיבות העניין, אלא אך משום שסטנדרט זה משרת את עניינו האישי.[88] חשש זה עלול, לכאורה, לסרבל את הדיון המשפטי שיתקיים בפתח הליכי ההבראה, לעוותו ולהופכו במה לניצול אינטרסנטי ציני של ההליך. למותר לציין, כי התגשמותו של חשש זה ירחיק את הליכי ההבראה מתכליתם האמיתית, קרי: קידום הבראת החברה החייבת באופן המהיר והיעיל ביותר.

בפתח הליכי ההבראה עומדות לפני נושה בעל שעבוד כמה דרכי פעולה שונות. אחת הדרכים הפתוחות בפניו היא לפנות לבית המשפט ולבקש להסיר את עיכוב ההליכים המונע אותו ממימוש בטוחתו.[89] בקשה זו עשויה לבוא מצד נושה המובטח בנכס ספציפי, שכן עם הפרת תנאי ההלוואה מבקש הנושה להיפרע את חובו דרך מימוש הנכס המשועבד. לעומתו, נושה המובטח בשעבוד על כלל נכסי החברה לא ימהר לבקש מימוש של הנכסים המשועבדים, שכן מימושם האידיאלי הוא על ידי שימורם יחד כמכלול. פעמים רבות יבכר נושה כאמור לקבל לידיו הגנה הולמת תחת האפשרות למימוש השעבוד. ברם, אף נושה המובטח בשעבוד ספציפי עשוי לוותר על אפשרות למימוש הבטוחה, ותחת זאת לבקש מבית המשפט הגנה הולמת לשווי חובו המובטח.[90] סטנדרט ההערכה לו יטען הנושה בבקשתו ייגזר, בין השאר, מהערכתו את סיכויי קבלת הסעד שהוא מבקש מבית המשפט. כך, למשל, לצורך ביסוס בקשתו להסרת עיכוב ההליכים

88 חשש זה לא יבוא לידי ביטוי בדיון על הגנה הולמת בהקשר של מכירת נכסים משועבדים, משום שבנסיבות אלה יש מימוש בפועל של נכסי החייב, והתמורה המתקבלת במימוש קובעת את שווי הנכסים הראוי להגנה.

89 סעיף 350(ד)–350(ו) לחוק התברות.

90 אכן, נושים רבים ישאפו להגיש בקשה שלובה לבית המשפט, שלפיה מתבקש בית המשפט לאשר להם את מימוש הבטוחה, ולחלופין קבלת הגנה הולמת לשווי חובם המובטח. ברם, כפי שיוצג להלן, מבחינה אינטרסנטית כדאי לנושה לגבש את הטקטיקה שבה יתמקד מבעוד מועד, באשר סטנדרט ההערכה שמשרת טוב יותר בקשה אחת שלו עלול לפגוע ביכולתו לזכות בסעד החלופי.

כנגדו ומתן היתר למימוש הבטוחה, יבקש הנושה להראות כי לחייב לא נותרה כל כרית הון בבטוחה שתוכל להגן על אינטרס הנושה,[91] וכי שווי הבטוחה צפוי לפחות עוד במהלך ההבראה. לשם כך יטען הנושה להערכת הבטוחה לפי הערכת שווי נמוכה יחסית. הערכת שווי זו תתבסס על שווי המכירה הכפויה של הנכס[92] או, לחלופין, על הערכת שווי עסק־חי שמרנית, שתהיה גבוהה משווי הפירוק אך לא תעבור את שיעור חובו של הנושה. לשם שירות האינטרס האישי שלו אין לנושה כל תועלת בהערכת שווי גבוהה מזו, ויהיה בכך אפילו להזיק לטיעונו ולשרת את אינטרס החייב. אם, לעומת זאת, מעריך הנושה כי בית המשפט יחסם להסיר את עיכוב ההליכים בשלב מוקדם של ההבראה, למשל משום שהנכס המשועבד חיוני לעסקי החייב, יעדיף הנושה לשים את יהבו על בקשה לקבלת הגנה הולמת. מבחינתו, המטרה עתה היא השאת שווי ההגנה ההולמת המבוקשת. סטנדרט ההערכה לו יטען הנושה לשם כך תלוי בגורל המיועד לנכס מצד החייב במסגרת ההבראה ובשיעור חובו לנושה. אם מדובר בנכסים נזילים שהם חלק ממחזור עסקיו של החייב וצפויים להימכר על ידו יטען הנושה דווקא לשווי עסק־חי, באשר שווי זה הוא הגבוה יותר וכך יתבקש שיעור הגנה הולמת תואם.[93] לעומת זאת, כאשר הגנה הולמת נדרשת עקב שימוש החייב בנכס במהלך ההבראה, וקיים חשש כי במהלך שימוש זה יפחת שוויו של הנכס – האינטרס האסטרטגי של הנושה המבקש הגנה הולמת יהיה להנמיך את הערכת שווי הבטוחה ולא להותיר בה כרית הון עודפת לטובת החייב. על ידי כך ימנע הנושה את החייב מהסתפקות בכרית ההון הנטענת כהגנה הולמת לנושה, ומבלי שהחייב יעמיד לנושה ערובות נוספות תשותק פעילות החייב. מטרה אינטרסנטית זו של הנושה תשורת על ידי הערכת שווי שמרנית. הערכת שווי אינטרסנטית זו תושג על ידי הצגתה של הערכת שווי המכירה הכפויה של הנכס, או על ידי הערכת שווי עסק־חי שמרנית וזהירה ביותר. הערכת שווי גבוהה יותר של הנכס עלולה – מבחינת הנושה הטוען להגנה – להראות כי שווי הנכס עולה על שווי חובו, ושווי עודף זה דיו כהגנה הולמת עבורו.[94]

מאידך גיסא, האינטרס של החייב בשלב זה של ההליכים יהיה להציג הערכות שווי גבוהות של הנכסים המשועבדים, וזאת על ידי שימוש בהערכות שווי עסק־חי אופטימיות. בדרך זו מבקש החייב לסכנע את בית המשפט כי בנכסים המשועבדים יש עדיין כרית הון עודפת, היכולה לשמש את החייב כמנוף הבראה, ושבאותה עת די בה כשלעצמה כהגנה הולמת לנושה, בלא שכל אמצעי אחר יידרש להגנת האינטרסים של זה האחרון. הקונפליקט האינטרסנטי שבין הצדדים בולט לעין.

91 כרית הון תתקיים אף אם היא עומדת לטובת נושים נחותים בעדיפותם מן הנושה בעל השעבוד, ולאו דווקא החייב; ראו העדה 50 לעיל.

92 ראו J.Bradley Johnston, "The Bankruptcy Bargain", 65 *Am. Bankr. L. J.* 213, 264-265 (1991); Miller & Bienenstock, העדה 55 לעיל, בעמ' 73.

93 Nimmer, העדה 20 לעיל, בעמ' 30 ואילך; Fortgang & Thomas M. Mayer, העדה 64 לעיל, בעמ' 1090.

94 ראו Carlson, העדה 84 לעיל, בעמ' 85–86.

2. כללי משחק המעודדים הסכמה על הערכת השווי

(א) חוסר־ודאות הדדי כמעודד הסכמה

כאמור, עיקר הבעיה בגישתנו המוצעת בעניין הערכת שווי בטוחות לצורך הגנה הולמת היא חוסר הוודאות הכרוך בה. לגישתנו, יהיה צורך לשקול את סטנדרט ההערכה הראוי בכל מקרה לפי נסיבותיו והקשרו. בעניין זה ישוקללו פרמטרים עובדתיים שונים כגון סיכויי ההבראה, השימוש המוצע בנכס המשועבד, טיבו של הנכס, אופי עסקו של החייב ועוד. שקלול פרמטרים אלה יוצר קשת מגוונת של הערכות שווי פוטנציאליות לכל נכס. כאמור, מגוון זה פותח פתח להתנהגות אסטרטגית אופורטוניסטית מצד הנושים השונים ומצד החייב. התנהגות כזו נתפסת כאפשרות לניצול לרעה של הליכי ההבראה, ומציבה סימן שאלה ביחס ליעילותם.[95] דומה, כי עלויות שיפוט נכבדות יהיו כרוכות באימוץ הגישה הקוראת לסטנדרט הערכה שונה ממקרה למקרה. ברם, לטעמנו, אין הדברים כצעקתם. אדרבה, בהעדר סטנדרט הערכת שווי מוגדר, רב המעורפל על הוודאי עבור הצדדים כולם. מעבר לחוסר הוודאות האינהרנטי הקיים בעצם הליך של הערכת שווי,[96] אין כל צד יודע אל נכון מהו סטנדרט ההערכה שבו יבחר בית המשפט במקרה הקונקרטי שלפניו, ומהם מקדמי ההסתברות שאותם ינקוט לשם גיבוש הערכתו האובייקטיבית. לטעמנו, חוסר הוודאות באשר לסטנדרט ההערכה שייבחר ואופן שקלול הפרמטרים

95 לביקורת על היותו של Chapter 11 לקוד פשיטת הרגל האמריקני פתח לניצול לרעה של ההליכים, ראו Lucian A. Bebchuk & Howard F. Chang, "Bargaining and the Division of Value in Reorganization", 8 *J. L. Econ. & Org.* 253(1992); Lucian A. Bebchuk, "A New Approach to Corporate Reorganizations", 101 *Harv. L. Rev.* 775 (1988); Barry E. Adler, "Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy", 45 *Stan. L. Rev.* 311 (1993). ראו גם Bradley & Rosenzweig, העדה 68 לעיל. עם זאת, ראוי לסייג ולומר שחלק לא מבוטל מן הביקורת שהושמעה בארצות־הברית בעניין זה מופנה נגד מידת מעורבותה הפעילה של הנהלת החברה בניהול הליכי ההבראה, ולא כנגד עצם העמדתו של סטנדרט הערכה מוגדר. ראו, כמשקל נגד, Lynn M LoPucki, "Correspondence: Strange Visions in a Strange World: A Reply to Professors Bradley and Rosenzweig", 91 *Mich. L. Rev.* 79 (1992); Elizabeth Warren, "The Untenable Case for Repeal of Chapter 11", 102 *Yale L. J.* 437 (1992); Jagdeep S. Bhandari & Lawrence A. Weiss, "The Untenable Case for Chapter 11: A Review of the Evidence", 67 *Am. Bankr. L. J.* 131 (1993); Donald R. Korobkin, "The Unwarranted Case Against Corporate Reorganization: A Reply to Bradley and Rosenzweig", 78 *Iowa L. Rev.* 669 (1993).

96 הערכת שווי היא בסיפו של דבר אומדן כלכלי ולא מדע מדויק. הערכת שווי בהבראה היא מורכבת במיוחד, משום שרבים מהפרמטרים העובדתיים שעליהם היא נשענת מתייחסים אל העתיד ולא אל העבר. ראו Mark E. MacDonald, Mark E. MacDonald, Jr. & Camille R. McLeod, "Chapter 11 as a Dynamic Evolutionary Learning Process in a Market With Fuzzy Values", 1993-1994 *Norton Annual Survey of Bankruptcy Law*, 1, 111.

nevo.co.il

העובדתיים אל תוך הערכת השווי עשויים דווקא לעודד משא ומתן בין הצדדים ולהביאם לידי הסכמה על שיעור ההגנה ההולמת. תחת התנצחות משפטית בדבר הערכת השווי "הנכונה" או "הראויה" של הבטוחה לצורך הגנה הולמת, עשוי הערפל סביב סוגיית ההערכה להביא את הצדדים לשאת ולתת מראש אודות הערכת שווי מוסכמת שאותה יציגו לפני בית המשפט.[97] הסכמה מוקדמת של הצדדים תמנע התנצחות ביניהם בבית המשפט בשלב בקשת צו ההבראה. אכן, בהעדר הסכמה יתנצחו החייב ונושיו בשלב זה בשאלה האם ראוי החייב הספציפי לפתוח בהבראה או לא, תוך עירוב שאלות־משנה בדבר הלימות ההגנה המוצעת לנושים בעלי השעבודים ומידת חיוניות בטוחותיהם להליך ההבראה המבוקש. אולם, לעניות דעתנו, לא זה יהיה המצב השכיח בהכרח. בהיעדר סטנדרט הערכה מוגדר, אין בידי שום צד "קלף מנצח" חד־משמעי. הנושה אינו יכול מראש לעמוד על המקח ולתבוע מהחייב באופן נחרץ את שיעור ההגנה ההולמת הנטען על ידו דווקא כתנאי לקיום הליך ההבראה. מאידך גיסא, אף החייב איננו יכול להתעלם מדרישות הנושה ולהמשיך בהבראה כאילו אינו חייב לספק לו כל סעד. עמדות הצדדים עובר למשא ומתן מתרכזות אפוא מלכתחילה. נמצאנו למדים, כי ערפול סטנדרט ההערכה הראוי, דבר המוצדק ענייני כשלעצמו,[98] תורם לריכוך עמדות הצדדים עובר למשא ומתן. חוסר הוודאות בסוגיית הערכת השווי מקדם את הצדדים להגיע לידי הסכמה בעניין שיעור ההגנה ההולמת הראוי בנסיבות העניין.[99] לא הכבדת עלויות שיפוט יש כאן, אפוא, כי אם חיסכון בעלויות שיפוט וקידום הליכי הבראה באורח מוסכם בין החייב לבין נושיו העיקריים.

טלו, למשל, נושה בעל שעבוד הפועל משיקולים אופורטוניסטיים ואינטרסנטיים גרידא. נניח כי נושה זה שואף להסיר את עיכוב ההליכים כנגדו ולממש את בטוחתו. לשם כך הוא יבקש לשכנע כי לבטוחה שווי נמוך במיוחד וכי אין בה כל כרית הון להגנת חובו. אולם, חרף נתוניו והערכת המומחה הכלכלי שיגייס לביסוס טענתו, מודע הנושה לסיכון שבית המשפט עלול לקבוע כי לבטוחה שווי גבוה בהרבה. אם אמנם כך יקרה,

97 אכן, בארצות הברית נתפס המנגנון של Chapter 11 העוסק בהליכי אישור תכנית הבראה – ושאף בו כרוכות שאלות של הערכות שווי – כמנגנון שנועד לקדם משא ומתן בין קבוצות המשקיעים השונות. ראו Charles D. Booth, "The Cramdown on Secured Creditors: An Impetus Toward Settlement", 60 *Am. Bankr. L. J.* 69 (1986); Richard F. Broude, "Cramdown and Chapter 11 of the Bankruptcy Code: The Settlement Imperative", 39 *Bus. Law.* 441 (1984); Peter F. Coogan, "Confirmation of a Plan Under the Bankruptcy Code", 32 *Case W. Res. L. Rev.* 301 (1982); Lawrence P. King, "Chapter 11 of the 1978 Bankruptcy Code", 53 *Am. Bankr. L. J.* 107 (1979) ; Lucian A. Bebchuk, "Chapter 11" in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* 219, 220-221 (vol. 1, P. Newman, ed., 1998). טענתנו היא שבאמצעות ערפול סטנדרט ההערכה הראוי לצורך הגנה הולמת ניתן לקדם משא ומתן והסכמות בין הצדדים גם בשלב פתיחת ההליכים.

98 ראו פרק ג לעיל.

99 ראו Johnston, העורה 92 לעיל, בעמ' 264–265.

תרשים 1: היחס האינטרסנטי להערכת שווי בחוב מובטח ביתר

	שלב פתיחת ההליכים	שלב אישור תכנית ההבראה
החייב	אדיש	אדיש
הנושה	צמצום שווי	אדיש

חוב מובטח בחסר

נצייר עתה מצב אחר. נניח כי שווי הפירוק המוערך של הנכס הוא 1,000 ש"ח, שווי העסק־החי האופטימי מוערך ב־2,000 ש"ח, ושיעור חובו של הנושה הוא 3,000 ש"ח. במצב זה הנושה מובטח בחסר, וחלק מחובו נותר בלתי־מובטח. בניתוח העמדות האינטרסנטיות של הצדדים במצב זה נבחין בין נושה המובטח בשעבוד על נכס מסוים לבין נושה המובטח בשעבוד על כל נכסי החברה. נושה המובטח בשעבוד על כל נכסי החברה איננו מעוניין במימוש מידי של בטוחתו, שכן מכירה כפויה של נכסי החברה כפריטים תניב שווי נמוך בהרבה משמירתם כמכלול עסקי פעיל. עם זאת, על פי ההנחה העובדתית שלפיה אף צד אינו יכול לשכנע כי שווי הבטוחה (קרי: מכלול נכסי החברה) עולה על שיעור החוב לנושה, יסתתמו טענותיו ומענותיו של החייב והנושה יוכל לקבל שליטה על גורל נכסי החברה. במצב זה, הנושה המובטח הוא ללא ספק בעל האינטרס הכלכלי השיורי בנכסי החברה. לפיכך, בנסיבות אלה לא יתעורר קונפליקט אמיתי בין הצדדים.

שונה יהיה מצב הדברים כאשר השעבוד חל על נכס ספציפי ולחייב יש נכסים נוספים. פעמים רבות יבקש הנושה לממש את הנכס, ולפיכך יפעל בבית המשפט להסרת עיכוב ההליכים החל עקב הליכי ההבראה. לשם כך יבקש הנושה להציג הערכת שווי הממוערת את שווי הבטוחה ומראה כי הבטוחה צפויה לרדת בערכה על פני זמן. אולם, בשלב אישור תכנית ההבראה תתהפך עמדתו האסטרטגית של הנושה: בשלב זה הוא יבקש להשיא את ערך הבטוחה ולקרבה ככל האפשר לשיעור חובו. ככל שהנושה ישכיל בשלב זה לשכנע כי שווי הבטוחה גבוה יותר, ייפרע חלק גדול יותר מחובו מתוך שווי הבטוחה, קרי: בעדיפות על נושים אחרים ועל אינטרס החייב בנכס. כל חלק מחובו העודף על שווי הבטוחה עלול להיפרע מתוך יתרת נכסי החייב כחוב לא־מובטח בשיעור פירעון שוויוני עם שאר הנושים.[104] לעומתו, החייב – ועימו שאר הנושים הלא־מובטחים[105] – יבקשו בפתיחת הליכי ההבראה להצביע על שווי גבוה ככל האפשר של הבטוחה ועל כך שהיא אינה צפויה לפחות בערכה על פני זמן. בדרך זו הם ישאפו להותיר את עיכוב ההליכים

104 פדיון החובות הלא־מובטחים בשיעור פדיון שוויוני (פדיון *pro rata*) קבוע בסעיף 76 לפקודת פשיטת הרגל. דין זה מוחל גם בפירוק חברות דרך סעיף 353 לפקודת החברות.

105 אכן, חלק מהותי מהקונפליקט המוצג בתרחיש זה הוא יותר בין הנושה המובטח לנושים הלא־מובטחים מאשר בין הנושה המובטח לחייב.

nevo.co.il

ולשמור על יכולתם להשתמש בנכס לצורכי הבראה, מבלי לשלם על כך הגנה הולמת במטבע קשה. לעומת זאת, בשלב אישור תכנית ההבראה יהיה האינטרס של החייב והנושים הלא־מובטחים להציג שווי בטוחה מצומצם ככל האפשר: כך הם יקוו למזער את שיעור חובו של הנושה הנפרע בעדיפות עליהם. יתרת חובו תחלוק עם יתר הנושים הלא־מובטחים מתוך שאר נכסי החייב. בנסיבות אלה קיים היפוך עמדות קוטבי בעמדה האינטרסנטית של כל אחד מהצדדים לקונפליקט של הערכת שווי הבטוחה. היפוך עמדות זה ירסן את הקיטוב בהערכות השווי כבר בשלב פתיחת ההליכים, ויקרב את הצדדים להערכת שווי מוסכמת. היפוך העמדות האמור מוצג בתרשים 2.

תרשים 2: היחס האינטרסנטי להערכת שווי בחוב מובטח בחסר[106]

	שלב פתיחת ההליכים	שלב אישור תכנית ההבראה
החייב[107]	השאת שווי	צמצום שווי
הנושה	צמצום שווי	השאת שווי

מחלוקת על היחס בין שיעור החוב לשווי הבטוחה

תרחיש אפשרי שלישי הוא מצב שבו שווי הפירוק (השווי המינימלי) של הבטוחה הוא 1,000 ש"ח, שיעור החוב הוא 2,000 ש"ח ואילו שווי העסק־החי האופטימלי של הבטוחה גבוה מ־2,000 ש"ח. כלומר: הערכת שווי עסק־חי עשויה להעריך את שווי הבטוחה בשיעור הנמוך מ־2,000 ש"ח או גבוה ממנו, הכל לפי שיעור ההיוון שבו משתמשים. לשון אחרת: מדובר בתרחיש שבו הערכת שווי מניפולטיבית עשויה להציג את חובו של הנושה כחוב מובטח בחסר, בעוד שהערכת שווי אחרת עשויה להציגו כחוב מובטח ביתר. אף כאן נבחן את העמדות האינטרסנטיות של הצדדים, תוך הבחנה בין שעבוד החל על מכלול נכסי החייב לבין שעבוד המתייחס לנכס ספציפי.

נושה אשר לו שעבוד על כל נכסי החייב לא ימהר לממש את בטוחתו, שכן מכירה כפויה של הפריטים השונים הכפופים לשעבוד תניב לנושה שווי נמוך יחסית לשמירה על המכלול יחדיו. לפיכך, נראה כי עיקר המאמץ של הנושה יתמקד בקבלת סעד ההגנה ההולמת.[108] לפיכך יפעל הנושה בפתיחת ההליכים להציג הערכה המצביעה על ירידה

106 התרשים מתייחס רק לחוב המובטח בשעבוד על נכס ספציפי. כאמור, בשעבוד על כל נכסי החברה לא ייווצר קונפליקט של ממש בין הצדדים.

107 בתרשים זה מייצג החייב גם את האינטרס של הנושים הלא־מובטחים.

108 נוסף על כך ייתכן שהנושה יפעל למינוי תפקידן הזוכה לאמונו, לאמר: כונס נכסים, לקבלת סמכויות הניהול והשליטה בנכסי החברה (שאכן יישמרו יחד) מכאן ואילך. אכן, ניתן לראות את הבקשה למינוי כונס נכסים כאחת החלופות המגלמות הגנה הולמת לנושה. ראו הטקסט שליד הערה 14 לעיל.

nevo.co.il

צפויה בשווי הבטוחה אם יתמשכו הליכי ההבראה, ואם יצליח – יזכה בהגנה הולמת.[109] אי־מתן הגנה הולמת ישמוט את השליטה בהמשך ההליכים מידי החייב והנושה יוכל לקבל את השליטה לידיו באמצעות מינוי כונס נכסים. לעומת זאת, בשלב אישור תכנית ההבראה יבקש הנושה להציג הערכת שווי המקרבת את שווי הבטוחה לשיעור חובו, אך בכל מקרה להגביל את הערכת השווי לבל תחרוג ממנו. מצד שני, בשלב פתיחת ההליכים החייב יבקש להראות כי הבטוחה איננה צפויה לפחות בשווייה, למען לא יידרש לספק לנושה הגנה הולמת בגין חובו המובטח. החייב אף יבקש להשיא את הערכת שווי הנכסים מעבר לשיעור חובו של הנושה. כך יוכל החייב להציג כרית הון מתוך תקווה שהדבר יספק את בית המשפט כהגנה הולמת לנושה. אף בשלב אישור תכנית ההבראה, יהיה לחייב אינטרס להשיא את הערכת שווי הנכסים מעבר לשיעור חובו של הנושה, למען יקבלו גם הנושים הנחותים והחייב נתח בחלוקת הנכסים. בתרחיש זה חל היפוך עמדות אינטרסנטי מתון ביותר, אם בכלל, אצל הנושה בלבד. כאמור, תחילה יבקש הנושה לצמצם את השווי ובהמשך יבקש לנפחו ולקרבו לשיעור חובו (ולא יותר מכך). אולם, ספק אם היפוך עמדות מתון זה דיו כדי לרסן את קיטוב ההתדיינות המשפטית בין הצדדים על שווי הבטוחה. ככלות הכל, אפילו בשלב תכנית ההבראה אין לנושה אינטרס חזק להציג הערכת שווי גבוהה במיוחד: אפילו יציג הערכת שווי נמוכה משיעור חובו הוא ימנע מהנושים הנחותים ומהחייב להשתתף בנתחי החלוקה.[110] תרשים 3א מציג את העמדות האינטרסנטיות של הצדדים בתרחיש זה.

תרשים 3א: היחס האינטרסנטי להערכת שווי בחוב העלול להיות מובטח בחסר

	שלב פתיחת ההליכים	שלב אישור תכנית ההבראה
החייב[111]	השאת שווי	השוואת שווי
נושה בעל שעבוד על כל הנכסים	צמצום שווי	הגבלת השווי לפי גובה חובו

לעומת זאת, אם בתרחיש האמור לעיל (קרי: שווי הפירוק המינימלי של הבטוחה הוא

109 ודוק: לשם השגת מטרתו אין הנושה חייב להצביע על שווי מינימלי דווקא, אלא דיו שיצביע על שווי הצפוי לפחות לאורך זמן. ראו הטקסט שליד הערות 61–58 לעיל.

110 אף כי קונפליקט זה אינו נפתר לגמרי, מיתן מסרים שלו עשוי לבוא מכך שחלק מרכזי ממכלול נכסים המשועבד על ידי חייב הוא המלאי העסקי שלו. מלאי זה עומד למכירה בתנאי השוק, וכאמור לעיל בפרק ג, את השווי של המלאי ניתן לגבד בשוק. לפיכך, גדדי המחלוקת בשעבוד על מכלול נכסים יצטמצמו ולא יחולו באופן מקוטב על המכלול כולו. אכן, ביתם למלאי העסקי טוב אף לנושה שהשוק יסדנו בשווי גבוה, שכן הדבר יצריך את החייב להעמיד לנושה הגנה הולמת כלשהי בשווי גבוה כאמור.

111 בתרשים זה מייצג החייב גם את האינטרס של הנושים הלא־מובטחים.

nevo.co.il

1,000 ש"ח, שיעור חובו של הנושה הוא 2,000 ש"ח והערכות שווי העסק־החי של הבטוחה נעות בטווח המשתרע הן מעל 2,000 ש"ח והן מתחתיו) מובטח הנושה בנכס ספציפי, תשוב על עצמה תופעת היפוך העמדות בדומה לתרחיש 2 דלעיל. החייב יבקש להשיא את שווי הבטוחה בשלב פתיחת ההליכים, למען ישכיל להצביע על כרית הון בבטוחה כמספקת הגנה הולמת לנושה. לעומת זאת, בשלב אישור תכנית ההבראה יבקשו החייב ושאר הנושים הנחותים לצמצם את הערכת שווי הבטוחה למען יצומצם חלקו של הנושה הנפרע בעדיפות עליהם. מאידך גיסא, הנושה יבקש לצמצם את שווי הבטוחה בפתיחת ההליכים במסגרת מאמציו להסיר את עיכוב ההליכים ולהתיר לו לממש את הבטוחה, ואילו בשלב אישור תכנית ההבראה יבקש הנושה להשיא את שווי הבטוחה בשל היותה מדד לשיעור עדיפותו החלוקתית על יתר הנושים. כאמור, היפוך עמדות זה תורם משמעותית למיתון העמדות האינטרסנטיות של הצדדים ולקירוב הערכות השווי שלהן זו אל זו – כמפורט בתרשים 23ב.

תרשים 23ב: היחס האינטרסנטי להערכת שווי בחוב העלול להיות מובטח בחסר

	שלב פתיחת ההליכים	שלב אישור תכנית ההבראה
החייב	**השאת שווי**	**צמצום שווי**
נושה בעל שעבוד על נכס מסוים	**צמצום שווי**	**השאת שווי**

סיכום ביניים

עולה, אפוא, כי בתרחישים שבהם מעורב שעבוד על נכס מסוים עשוי לחול היפוך עמדות אינטרסנטי בין הצדדים במשך שלבי ההבראה השונים. הצד שנקט את עמדת "המוכר" המסורתית (קרי: מבקש לנפח את שווי הנכס) עלול למצוא עצמו מאוחר יותר בכובע "הקונה" (קרי: מבקש לפחת את שווי הנכס) ולהפך. היפוך עמדות זה יובא בחשבון על ידי כל צד מלכתחילה, כבר בשלב פתיחת ההליכים. מכיוון שהנחות הבסיס שעליהן השית הנושה את הערכת השווי שהציג (כגון תחזית תזרים המזומנים של החייב) אינן ניתנות לשינוי כראות עיניו, אל לו לנושה לסמוך על כך שהערכת השווי בשלב פתיחת ההליכים לא תחייבו בשלב המאוחר של אישור תכנית ההבראה.[112] היפוך העמדות האינטרסנטיות של הצדדים משמש בלם עצמי המרכך את קיטוב האינטרסים שבין שני הצדדים בשלב פתיחת ההליכים.[113] תופעת היפוך העמדות מצטרפת אפוא לאפקט

112 ראו Miller & Bienenstock העורה 55 לעיל, בעמ' 105.

113 ראו Ian Ayres & Eric Talley, "Solomonic Bargaining: Dividing a Legal Entitlement to Facilitate Coasean Trade", 104 *Yale L. J.* 1027 (1995) (ערפול זכותם המשפטית של שני

חוסר־הוודאות ההדדי שבהערכות שווי, ושני אלה יחד יגיעו את הצדדים להגיע להערכת שווי מוסכמת של הבטוחה.

לעומת זאת, קיימת בעייתיות מסוימת ביחס לעמדות האינטרסנטיות של הצדדים כאשר הבטוחה הנדונה היא מכלול נכסי החייב, וכאשר הערכת שווי העסק־החי של הבטוחה עשויה לנוע בטווח שבין שווי הנמוך משיעור חובו של הנושה ועד שווי הגבוה משיעור חובו (תרחיש 3א דלעיל). עמדנו על כך שהיפוך העמדות בתרחיש זה הוא מתון ביותר, ועל כן החשש מפני ניצול אופורטוניסטי של הערכת השווי בעינו עומד. בנסיבות אלה, שני גורמים ימתנו – אף כי בצורה בלתי מספקת לטעמנו – את העמדות האינטרסנטיות המנוגדות של הצדדים. האחד הוא, כאמור לעיל, חוסר הוודאות ההדדי של הצדדים ביחס להערכת השווי שאליה יגיע בית המשפט, והשני הוא האינטרס האנוכי של הנושה אף בנסיבות אלה להשיא למצער את שווי המלאי העסקי הכלול בבטוחה, שכן הדבר ידרוש מהחייב להעמיד לנושה חלופה אחרת כהגנה הולמת לפי שווי המלאי.[114] אם כן, הנושה לא ייטה לחלוטין להציג הערכת שווי מצומצמת של כל הנכסים הכלולים בבטוחה; אולם ככלות הכל אין לנושה אינטרס של ממש להשיא את שווי הבטוחה כולה מעבר לשיעור חובו. לעומת זאת, החייב ושאר הנושים מוכרחים להציג יתרת שווי עודפת על חובו של הנושה הראשון, שאם לא כן ייתם מבחינתם הליך ההבראה עוד בטרם החל. לפיכך, לא נוכל לחמוק לחלוטין מניגוד העמדות ביניהם.

כאמור, בלב ניגוד העמדות ניצבת השאלה מהו שווי העסק־החי של כלל נכסי החייב. התשובה לשאלה זו איננה חד־משמעית. מדובר בהערכת ביצועים עתידיים של העסק. דא עקא, שחששנו מתמקד בניצול חוסר ודאות זו על ידי הצדדים להגשמת אינטרסים אישיים שלהם, תוך קיטוב העמדות וההתדיינות המשפטית ביניהם. דבר זה יהיה בעוכרי הליך ההבראה כולו. חשש זה יובא לידי ביטוי מעשי להלן בפרק ה, בהתייחסנו למתן הגנה הולמת בהקשרים קונקרטיים בהבראה.

ה. הערכת שווי הבטוחה בהקשרי הבראה שונים

לעיל נבחנה עיונית שאלת הערכת שווי הבטוחה לצורך מתן הגנה הולמת. הצענו סטנדרט הערכה המתחשב בייעוד הבטוחה במסגרת הליכי ההבראה. בהמשך נבדקו השפעותיה של הצעה זו ונדון החשש מפני ניצול אופורטוניסטי ומניפולטיבי של סטנדרט ההערכה הגמיש על ידי החייב והנושה המובטח. פרק זה מבקש ליישם את משמעויות הדיונים דלעיל על מתן הגנה הולמת בהקשרים השונים שבהם נדרש סעד זה בהליכי הבראה.

צדדים, כך שכל אחד מהם עשוי למצוא עצמו בכל אחד משני צדי המתרס של עסקה, תורם למשא ומתן והסכמה בין הצדדים על שווי העסקה).

114 ראו הערה 110 לעיל.

1. הגנה הולמת עקב מכירת נכסים על ידי החייב

השאלה של סטנדרט ההערכה הישים לצורך מתן הגנה הולמת אינה כה דרמטית בנסיבות שבהן הנכסים המשועבדים נותרים במסגרת ההבראה בידי החייב לצורך מכירתם לשם ייצור הכנסה. בנסיבות אלה, לית מאן דפליג שסטנדרט ההערכה הראוי לקביעת שווי הבטוחה הוא התמורה המתקבלת ממכירתה בפועל. כך הדבר ביחס למלאי עסקי, שהשימוש הרגיל בו הוא מכירתו במסגרת מחזור העסקים. מכיוון שהבטוחה ממומשת במהלך העסקים של החייב ומניבה תמורה במזומנים, ראוי כי שווי זה ייחשב כשווי הבטוחה אף לצורכי זכאות הנושה להגנה הולמת. ודוק: שווי המכירה של הבטוחה איננו שוויה ההיפותטי במכירה כפויה על ידי הרשויות,[115] כי אם השווי הצפוי להתקבל ממכירתה במסגרת ניהול העסקים השוטף של החייב חרף היותו בהליכי הבראה. עצם הליך ההבראה, בניגוד לפירוק, איננו עוצר את מחזור העסקים השוטף של החייב. שווי מכירה שיגדיר את אינטרס הנושה הראוי להגנה הוא השווי שצפוי החייב להפיק מהבטוחה במסגרת ניהול עסקו.[116]

115 שווי מכירה כפויה היה מתקבל לו הותר לנושה לממש את במחתו, תחת להותירה בידי החייב.

116 על הבחנה זו עמד בלשון חדה בית המשפט לפשיטות־רגל ב־Maine בפרשת *In re American Kitchen Foods Inc.*, 2 B.C.D. 715 (Bankr., D. Me. 1976), שנדונה לפי חוק פשיטת־הרגל האמריקני משנת 1898. וזו לשונו, שם, בעמ' 721–722:

> The competitive chill generated by forced sales is notorious and relentless. Forced-sale valuations should be confined to use in cases where the circumstances of the debtor and the nature and condition of the collateral and its marketplace leave no commercially reasonable alternative. Where there is no practicable alternative except to submit to the influence of bargain basement buyers sanguine in the knowledge that salvage recoveries will reward their wait, 'judicial sales' may be appropriately associated with forced-sale or liquidation recoveries, which is commonly the case in ordinary bankruptcy proceedings where collateral must be disposed of almost immediately, 'as is' and at minimal expense.
>
> But where circumstances are such, as they assuredly are in this case, that the debtor continues to operate as a going concern, that the collateral is being preserved in excellent condition, and where active retail and institutional markets continue to support an average markup for the debtors' products approximating one-third over cost, valuation at forced sale levels would constitute a clear repudiation of the commercial realities. There can be no question but that the debtors' inventory, accounts receivable, equipment and other chattel collateral can be converted into cash in the orderly course of its business at prices ranging from 30% to 80% above forced sale recovery levels.
>
> ... Arbitrary indulgence of the forced sale fiction is neither necessary nor

nevo.co.il

2. הגנה הולמת ביחס לנכסים שבשימוש החייב

כאשר הנכס המשועבד לנושה צפוי להישאר בשימושו של החייב במהלך ההבראה, פוחתת הרלבנטיות של שווי מכירת הנכס במסגרת עסקי החייב. נכס קבוע אינו מהנכסים שחייב מוכר במהלך הרגיל של עסקיו. תפקידו של הנכס הוא לשמש חלק ממערכת ייצור ההכנסות של החייב. בהתאמה, שוויו לחייב נקבע לפי תרומתו היחסית של הנכס לייצור תזרים המזומנים הצפוי של העסק, בהיוון לערך נוכחי.[117] לפיכך, אם החייב מבקש ליהנות מהנכס ולנצלו כמנוף להבראתו העסקית, דין הוא כי ימסור לידי הנושה ערובות להגנת שווי חובו המובטח של האחרון. שווי זה ייקבע על פי שווי הבטוחה. כפי שכבר צוין, שווי זה ראוי להימדד לפי השימוש הצפוי בנכס על ידי החייב.[118] אם יעלה בידי החייב לשכנע את בית המשפט כי יש סיכויים סבירים להבראה ולייצור הכנסות תפעוליות – בין השאר, באמצעות שימוש בנכס המשועבד – ראוי יהיה לקבוע את שווי הבטוחה לצורך קביעת שיעור ההגנה ההולמת הנדרשת בהתאם לשווי השוק של הנכס (או, בנכסים שאין להם שוק, לפי תרומת הנכס לייצור ההכנסות הצפויות). בנסיבות שבהן לנכס אין שווי שוק הניתן לבירור פשוט, חוזר החשש כי ביישום המעשי של הערכת השווי ינצלו הצדדים את ההערכה ניצול אינטרסנטי ויקטבו את ההתדיינות המשפטית אודות סוגיה זו תחת להגיע להסכמה. בהתאם לניתוח בפרק ד לעיל, נבחין בעניין זה בין שעבוד על נכס ספציפי של החייב לבין שעבוד על כלל נכסי החייב.

שעבוד על נכס ספציפי

בנסיבות שבהן הבטוחה המשועבדת היא נכס ספציפי, ולא מכלול נכסי העסק, יוכל החייב לנסות לשכנע את בית המשפט להתיר לו להוסיף ולהשתמש בנכס המשועבד ולדחות את בקשת הנושה להסיר את עיכוב ההליכים ולממש את בטוחתו. בנסיבות אלה, אף אם יסבור בית המשפט כי סיכויי ההבראה אינם גבוהים, עדיין רשאי יהיה בית המשפט להיעתר לבקשת החייב ולמנוע את הנושה ממימוש בטוחתו אם יציג החייב הגנה הולמת חלופית לנושה. אכן, בנסיבות אלה, עקב סיכויי ההבראה הנמוכים, סטנדרט ההערכה לצורך קביעת ההגנה ההולמת יתקרב ממילא לשווי המכירה הכפויה של הבטוחה, קרי: שווי פירוק. מכל מקום, החשש מפני מניפולציות בהערכת השווי מצד החייב ומצד

warranted merely because the debtor's business continues under the auspices of Chapter XI. Where collateral is used or produced under Chapter XI by a going business which offers reasonable prospects that it can continue, the value of the collateral is equatable with the net recovery realizable from its disposition as near as may be in the ordinary course of the business.

117 ראו הערה 65 לעיל והטקסט הסמוך להערות 67, 79–78 לעיל.

118 ראו הטקסט שליד הערות 84–80 לעיל.

הנושה בהקשר זה פותח בעוצמתו. כפי שהראה הניתוח בפרק ד לעיל, ביחס לשעבוד על נכס ספציפי מתקיימת תופעה של היפוך העמדות האינטרסנטיות בין שלב פתיחת ההליכים (ובקשת ההגנה ההולמת) לבין שלב אישור תכנית ההבראה.[119] תופעה זו כשלעצמה משמשת בלם מפני מניפולציות ומקרבת את העמדות האינטרסנטיות של הצדדים זה אל זה. היפוך העמדות מעודד הסכמה על שווי ההגנה ההולמת הראוי. לפיכך, בנסיבות אלה, אפילו אם לא הציגו הצדדים הסכמה על השווי הראוי להגנה, אין לטעמנו כל מניעה להסתמך על כרית ההון העודפת בשווי הבטוחה כטכניקה כשרה למתן הגנה הולמת לנושה. הדבר אמנם יצריך בירור של הערכות השווי השונות על ידי בית המשפט, אולם בשל מיתון החשש המניפולטיבי *ex ante* אין להירתע מכך.

שעבוד על כל נכסי החייב

גם בנסיבות שהשעבוד המבטיח את הנושה מתייחס לכל נכסי החייב יוכל החייב לנסות לשכנע את בית המשפט כי ראוי להותירו פעיל ולאפשר לו להשתמש בנכסים לשם הבראת החברה. ברם, הדיון (ציניקנים יאמרו: ההימור) המתקיים בנסיבות אלה – אם להתיר לחייב להוסיף ולהשתמש בנכסים אלה או להסיר את עיכוב ההליכים כלפי הנושה – מתייחס כבר למלוא התוכן הכלכלי של החייב. בזאת הוא נבדל מהדיון המתקיים ביחס לשעבוד על נכס ספציפי. הדיון עתה עוסק אינהרנטית בשאלה האם יש בכלל טעם בניסיונות ההבראה. אכן, במקרה שהבטוחה המשועבדת לנושה היא כלל נכסי החייב, ובית המשפט ישתכנע כבר בפתח ההליכים כי סיכויי העסק לייצר הכנסות מעבר לשיעור חובו של החייב לנושה זה קלושים – קרי: כאשר יטיל בית המשפט ספק בעצם קיומו של שווי עסק־חי עודף – יחליש הדבר את עצם ההצדקה של החייב להוסיף ולנהל את הרכוש המשועבד. בנסיבות כאמור תיטה הכף לטובת מסירת השליטה בבטוחה לידי הנושה.[120]

כאמור לעיל,[121] שקלול של פרמטרים עובדתיים שונים משפיע על סטנדרט ההערכה הראוי של בטוחה לצורכי הגנה הולמת. מבין פרמטרים אלה בולט בחשיבותו הפרמטר של סיכויי ההבראה וריאליות תחזיותיו העתידיות של החייב. מבחינה פרקטית, אפוא, דיון בבית המשפט בבקשת נושה להסרת עיכוב ההליכים נגדו – או למצער למתן הגנה הולמת – מהווה שלב סינון קריטי כבר בפתח הליכי ההבראה. אם לא יעלה בידי החייב לשכנע את בית המשפט כי תחזיותיו העסקיות וריאליות, קרוב לוודאי שהחלטת בית המשפט בעניין בקשת הנושה האמורה תחרוץ את גורל הליכי ההבראה לשבט.[122]

119 ראו פרק ד.2(ב), תרשימים 2 ו־3ב לעיל.

120 ראו גם פרק ד.2(ב) לעיל, בחלק המנתח את התרחיש של חוב מובטח בחסר.

121 ראו פרק ג.1 לעיל.

122 לפי סעיף 243ב לתזכיר הצעת חוק שיקום חברות, שהכין משרד המשפטים (תשנ"ט–1999), תנאי מקדמי למתן צו הבראה הוא שבית המשפט מעריך שקיים סיכוי של ממש להבריא את החברה. לשם חיסכון עלויות חמן ניתן לאחד ולשלב אל תוך הדיון בבקשת ההבראה את שאלת ההגנה ההולמת לנושה בעל שעבוד, לנוכח סיכויי ההבראה כפי שיתברדו בדיון בבקשת ההבראה.

nevo.co.il

בפרק ד לעיל הראינו, כי חרף חוסר הוודאות ההדדית בשאלת הערכתו של בית המשפט את שווי העסק־החי של העסק (דבר האמור להרתיע את שני הצדדים מהתדיינות משפטית), בנסיבות אלה קיים חשש של ממש מפני ניצול מניפולטיבי של הערכת שווי העסק־החי – קרי: הערכת שווי צופה פני עתיד – לצרכים האישיים של כל צד. הראינו כי היפוך העמדות בנסיבות אלה לא מתקיים,[123] ולפיכך יקוטבו העמדות האינטרסנטיות של הצדדים ביחס להערכת השווי. הנושה המובטח ייטה לצמצם את הערכת השווי לשיעור הנמוך משיעור חובו. בכך יקווה הנושה לשכנע את בית המשפט כי באין כל יתרת שווי עודפת על חובו אין מקום להליך ההבראה, שכן ממילא כל הפירות יהיו שלו בלבד. לעומתו, החייב ושאר הנושים, הנחותים בעדיפותם מנושה זה, יבקשו לנפח את הערכת השווי למען ישכנעו את בית המשפט כי קיימת גם קיימת כרית הון העודפת על שיעור חובו של הנושה העדיף. הצעתנו למיתון קיטוב העמדות בנסיבות אלה היא אפוא זו: נפנה את המחלוקת בין הצדדים אודות הערכת שווי העסק־החי להערכתו של צד שלישי, הלא הוא שוק האשראי. נבחן האם שוק האשראי תומך בעמדת החייב בדבר קיומה של כרית הון עודפת בבטוחה על שיעור חובו של הנושה, המספיקה להגנת זכויותיו של הנושה, או שמא הוא תומך בעמדתו של הנושה כי אין כל כרית כאמור. דבר זה ייעשה על ידי קביעה, כי בנסיבות שבהן הבטוחה של הנושה היא כלל נכסי החייב (ובהעדר הסכמה בין הצדדים על קיומה של כרית הון מספקת כהגנה הולמת לנושה) לא יוכל החייב להציע אך את כרית ההון הנטענת על ידו כהגנה הולמת, אלא יהיה עליו להעמיד ערבות צד שלישי לטובת הנושה כהגנה הולמת.[124] כנגד מתן ערבותו יהפוך הערב לנושה מותנה של החייב,[125] וחיוב מותנה זה יובטח בשעבוד על כל נכסי החברה שממנו נהנה הנושה המובטח המקורי מכוח עיקרון הסוברוגציה.[126] אם החייב ושאר הנושים הנחותים בעדיפותם מהנושה המובטח (בעל השעבוד על כל נכסי החברה) ימציאו ערבות של צד שלישי כאמור,[127] ניתנת בכך הגנה הולמת לנושה המובטח, והחייב יוכל להמשיך להפעיל את העסק במסגרת הליך הבראה. לא ניתנה ערבות כאמור, פירוש הדבר הוא כי אין בשוק האשראי כל גורם החולק על עמדת הנושה המובטח שאין עוד כרית הון בשווי העסק העודפת על שיעור חובו. אם כך, לא יותר לחייב להוסיף ולשלוט בהליכי ההבראה. הצעה זו מנטרלת מחד גיסא את הערכתו של הנושה המובטח כהערכה

123 ראו פרק ד.2(ב), תרשים 3א לעיל.

124 על ערבות כאמצעי להגנה הולמת ראו פרק ב.2(ג) לעיל.

125 סעיף 9 לחוק הערבות, התשכ"ז–1967.

126 סעיף 12 לחוק הערבות.

127 יש לצפות כי לא אחת תינתן ערבות כאמור על ידי אחד הנושים האחרים של החייב, לדבות נושים המובטחים בדרגת עדיפות נחותה מהנושה הראשון. מתן ערבותם תהווה כעין רכישה של חובו של הנושה הראשון או פדיונו. בכך דומה הצעה זו לגישת אופציות רכישת החובות הקודמים שהציע פרופ' בבצ'וק לשם פתרון בעיות של הערכת שווי המתעוררות בשלב אישור תכנית ההבראה. ראו בבצ'וק, העדה 95 לעיל.

הבלעדית ליחס בין שיעור חובו לשווי העסק־החי של החייב – דבר שהיה מוסר כוח וטו אסטרטגי בלתי רצוי בידי אותו נושה על גורל הליך ההבראה כולו,[128] ומאידך גיסא אף אינה נותנת משקל רב להערכת השווי שמציגים החייב ושאר הנושים הנחותים עד אם תמכו הערכתם זו בהתחייבות כספית תואמת כלפי הנושה המובטח.

הצעתי זו – לדרוש ערבות צד שלישי ובדרך זו להיזקק להערכת שוק האשראי את שווי העסק־החי של החייב – דומה בתפיסתה העקרונית להצעתה של ד"ר אירית חביב־סגל,[129] שעליה יורחב הדיבור להלן.[130] עם זאת, כפי שיובהר, חביב־סגל מגבילה את זכותו של הנושה הראויה להגנה הולמת לשווי הפירוק של בטוחתו, בעוד שגישתי במאמר זה היא כי הנושה זכאי להגנה על שווי העסק־החי של בטוחתו. שנית, חביב־סגל מציגה גישה כללית שאיננה מבחינה בין שעבוד על נכס ספציפי לבין שעבוד על כל נכסי החייב. גישתי, לעומת זאת, מגבילה את הדרישה להמצאת ערבות כהגנה הולמת לנסיבות שבהן השעבוד של הנושה מתייחס לכל נכסי החייב.

3. הגנה הולמת עקב שעבוד הנכסים למממן חדש

הקשר נוסף שבו עשוי להתעורר הצורך בסעד ההגנה ההולמת הוא מימון עסקי החייב בשעת ההבראה. קבלת אשראי במהלך ההבראה ממממן חדש יוצרת פוטנציאל של תחרות עדיפויות בין מממן זה לבין נושה קודם בעל שעבוד בנכסי החייב. תחרות כזו תתקיים אם יבקש החייב לשעבד את בטוחתו של הנושה הקודם אף לטובתו של המממן החדש ובעדיפות על שעבודו של הנושה המוקדם. פגיעה אפשרית בשווי הבטוחה לנושה הקודם תעורר את זכותו לקבלת הגנה הולמת כנגד הפגיעה האמורה. אף הפעם, שאלת זכאות זו ומידתה תיסוב סביב סוגיית ההערכה של שווי הבטוחה.

(א) גישת חביב־סגל

ברשימה מצוינת פרי עטה נדרשה אירית חביב־סגל לשאלת ההתמודדות בין הנושה הקודם לבין המממן החדש.[131] לגישתה, ראוי לקבוע כי בכל מקרה תישמר עדיפותו של

128 אכן, באנגליה, שבה סעד ההגנה ההולמת לא פותח במסגרת דיני הבראת חברות, מסר המחוקק לידי נושה בעל שעבוד צף זכות וטו על יכולתה של חברה לפתוח בהליכי הבראה. ראו Insolvency Act, 1986 § 9(3). כאמור, בהתחשב בחשש שתוצג בתרשימים דלעיל מפני הצגת עמדות אינטרסנטיות של הצדדים ביחס לשאלת הערכת שווי העסק־החי של החייב – שאלה העומדת בלב כל הליך הבראה – אין זה רצוי, לדעתי, להעניק זכות וטו מוחלטת כאמור לאף צד מן הצדדים המתדיינים.

129 ראו חביב–סגל, העדה 16 לעיל.

130 ראו פרק ה.3 להלן.

131 העדה 16 לעיל.

nevo.co.il

הנושה הקודם כדי שווי הפירוק של הנכס, בעוד שמשיעור שווי העסק־החי העודף על שווי הפירוק ייהנה הממון החדש בלעדית.[132] בקליפת אגוז, נימוקה הוא שכלל כאמור יצמיד את האינטרס הפיננסי של הממון החדש לעודף שווי העסק־החי על פני שווי הפירוק. הצמדה כאמור תשמש כמסנן יעיל בין הליכי הבראה מוצדקים – קרי: הליכי הבראה של חייבים שקיים אצלם ערך מוסף של שווי עסק־חי – לבין הליכי הבראה בלתי־מוצדקים ובלתי יעילים לנושים, שבהם אין ערך מוסף כאמור. לטענתה, באמצעות הצמדתו של הממון החדש לעדיפות בשווי העסק־החי בלבד, יגבילו עצמם מוסדות האשראי למימון חייבים שיש להם ערך מוסף של עסק־חי, ויימנעו מהעמדת אשראי לחייבים הנעדרים ערך מוסף כאמור. עקב העדר מקורות אשראי חדש ייגזר, בצדק, גורלם של חייבים נטולי ערך מוסף כאמור לשבט כבר בפתח ההליכים, והם ייכנסו למסלול פירוק.[133]

גישה זו, המעניקה לנושה המוקדם עדיפות מוחלטת על פני הממון החדש ביחס לשווי הפירוק של הבטוחה, נתקבלה אף על דעתו של בית המשפט העליון בעניין MAT.[134] בעניין זה נדונה שאלת ההתמודדות בין נושיה המובטחים המוקדמים של תשלובת שטיחי כרמל שנקלעה לקשיים פיננסיים לבין הממון של נסיונות הבראתה, הבנק לפיתוח התעשיה.[135] בית המשפט, מפיו של השופט דב לוין, אימץ מפורשות את גישתה האמורה של חביב־סגל, באומרו:

> "הכלל המשפטי הראוי לשמש כנקודת מוצא בבואנו לאזן את הדברים ולקבוע את החריגים בהם תותר פגיעה כלשהי בזכות הקנינית של הנושה המובטח לשם קידום הליכי השיקום וגיוס האשראי החדש ההכרחי שבו, מצוי בדבריה של ד"ר חביב־סגל במאמרה הנ"ל לאמור:
>
> 'בתחרות שבין נושים מובטחים קודמים של החברה לבין המשקיע החדש תישמר עדיפותם המוחלטת של הראשונים ביחס למלוא השווי שהיו יכולים להיפרע מבטוחותיהם המקוריות בפירוק.... אמנם, למען השיקום, לא תמומשנה הבטוחות לאלתר והנכסים ימשיכו לעמוד לרשות העסק החי, אלא שעדיפותם המוחלטת של הנושים המובטחים בהם, על פי שווי הפירוק, תישמר גם בתחרות עם המשקיע החדש. מקורות

132 שם, בעמ' 296–297.

133 שם, בעמ' 294–295.

134 העדה 11 לעיל.

135 יושם אל לב, כי ההתמודדות בין הנושים בעניין MAT נדונה *ex post*, לאחר שניסיונות ההבראה כשלו והעסק צבר הפסדים נוספים. בשלב זה עלתה השאלה מי יספוג הפסדים אלה – הנושים המוקדמים (קרי: הבנק לפיתוח תעשיה "יפרע, כממון חדש, ראשון, ההפסד ינגוס בהחזר לנושים המוקדמים), או הממון החדש (קרי: הבנק לפיתוח תעשיה "יפרע רק לאחר פידעון מלא לנושים המוקדמים). ראו שם, בעמ' 916, 703.

nevo.co.il

> הפירעון שיעמדו לרשות המשקיע החדש יוגבלו להפרש שבין שווי החברה הצפוי בשיקום לבין שווי הפירוק. לכן, רק כאשר יצפה המשקיע הפוטנציאלי שווי חיובי מהשיקום, הוא יסכים להזרים את ההלוואה המבוקשת, והחברה תשוקם'
> ([חביב־סגל – ד.ה.], עמ' 8–297). אכן, זהו הכלל הנכון".[136]

(ב) הבהרה וחידוד מעשיים לגישת חביב־סגל

טרם שנידרש לביקורת גישתה של חביב־סגל והצגת גישתנו בסוגיה זו, דומה כי ראוי לחדד ולהבהיר את משמעות עמדתה של חביב־סגל. כאמור, מציעה ד"ר חביב־סגל להגביל את זכאות הנושה המוקדם להגנה הולמת לשווי הפירוק של בטוחתו. כך ישוחרר שווי העסק־החי העודף ויעמוד לטובתו של הממן החדש – דבר שיתמרץ מימון כאמור לחייבים ראויים. ניתן להציג גישה זו גם כך: כל נכס משועבד ייפרס "פריסה רוחבית", כאשר את הקצפת (שווי העסק־החי) ייטול הממן החדש ואת הבסיס (שווי פירוק) ייטול הנושה המוקדם. על כך ניתן לשאול: הכי דמי? מהי בדיוק הסיטואציה שבה תבוא גישה זו לידי ביטוי מעשי? סוף סוף, חביב־סגל עוסקת בתחרות עדיפות בין הנושה המוקדם והממן החדש על בטוחה זהה. תחרות זו תבוא לידי ביטוי רק בסופו של הליך, כאשר ייפרעו חובות החייב על פי סדרי עדיפות. הליך ההבראה, שבמסגרתו יופיע הממן החדש, יסתיים באחת משתי דרכים: או שההבראה תצליח ותאושר תכנית הבראה, או שההבראה תיכשל ותסתיים בפירוק. אם ההליך יסתיים בהצלחה ותגובש תכנית הבראה, אין לפריסה הרוחבית האמורה נפקות של ממש. בניגוד לנושה מוקדם, ממן חדש פוטנציאלי, עובר להתקשרותו בהסכם עם החייב בפתח הליכי ההבראה, תופשי שלא להתקשר כלל בהסכם עם החייב או להתקשר עמו בהסכם המימון לפי תנאי פירעון המוסכמים ביניהם. בארצות־הברית, הפרקטיקה המקובלת בהסכמי מימון של חייבים בהבראה היא שאחד האירועים לפירעון מלא של המימון החדש הוא אישור תכנית ההבראה.[137] לפיכך, בהיות החייב מחויב לפרוע מימון זה במלואו כתנאי מקדמי לאישור תכנית ההבראה, לא תתעורר כלל תחרות העדיפות בין הממן החדש לנושה המוקדם. אם, לעומת זאת, ייכשל הליך ההבראה ויסתיים בפירוק, ניתן תיאורטית ליישם את חלוקת העדיפות הרוחבית בין הנושה המוקדם לממן החדש. אולם, בחינה מציאותית מפוכחת תלמד כי נדירים המקרים שבהם ההליך מסתיים בפירוק, כאשר לבטוחה יש ערך

136 שם, בעמ' 699.

137 ראו, למשל, *In re Seven-Up/RC Bottling Company of Southern California, Inc. and Beverage Group Acquisition Corp.*, Disclosure Statement with respect to Debtors' First Amended Joint Plan of Reorganization, dated June 19, 1996, at p. 20 (Bankr., D. Del.).

מוסף על שווי הפירוק ההתחלתי.[138] זוהי פשוט סיטואציה לא שכיחה.[139] עולה אפוא כי החלת דוקטרינת "הפריסה הרוחבית" של שווי בטוחות בין נושה מוקדם לממן חדש בהקשר של מתן הגנה הולמת פשוט לא תבוא לידי יישום מעשי כפשוטה. אין זאת, אפוא, אלא כי גישת חביב־סגל מכוונת לומר כדברים האלה: הממן החדש יוכל לזכות בעדיפות (תיאורטית) ביחס לשווי העסק־החי של הבטוחה; אולם, לאמיתו של דבר, בפועל עליו להתחשב בסיכון שהמימון החדש ייפרע – במקרה של כישלון ההבראה – בדרגת פירעון הנחותה מעדיפות הנושה המובטח המוקדם. לשון אחר: חביב־סגל מתייחסת לאמיתו של דבר להתמודדות עדיפויות בין הנושה המוקדם לממן החדש, עדיפות שתועמד במבחן על פי רוב עם כשלון ניסיונות ההבראה והצורך בחלוקת הנותר בין הנושים המובטחים המוקדמים והממן החדש. בהתמודדות זו מעניקה חביב־סגל עדיפות לנושה המוקדם.

(ג) ביקורת גישתה של חביב־סגל

לטעמנו, גישתה של חביב־סגל חשופה לשתי ביקורות עיקריות. ראשית, גישתה מפצלת בין סטנדרט הערכת שווי האינטרס המוגן (או: העדיף) של הנושה המוקדם בשלב ההגנה ההולמת לבין סטנדרט הערכת השווי אשר יקבע את שיעור נשייתו העדיף בשלב החלוקה לפי תכנית ההבראה. שנית, גישתה משמשת תמריץ שלילי לנושים המוקדמים שלא לשתף פעולה ולתמוך ביוזמת הבראתו של חייב. נבהיר דברים אלה.

פיצול סטנדרט הערכת השווי בין השלבים השונים

כאמור, אליבא דחביב־סגל, האינטרס של הנושה המוקדם הראוי להגנה הולמת מוגבל לשווי הפירוק של בטוחתו ולא יותר.[140] לעומת זאת גורסת חביב־סגל, כי בשלב החלוקה

138 תיאורטית, מקרה כזה יתקיים כאשר בתחילת הליכי ההבראה, לפי גישת חביב־סגל, נקבע שווי הפירוק החיפותי של הנכס, שבו יוכה הנושה המוקדם לעדיפות מוחלטת, ובמהלך ההבראה, מדם כישלונה, השבית הנכס בערכו במידה כזו שאף בכימושו בפירוק בסוף ההליך הזה יניב יותר משווי הפירוק ההפותי של תחילת הליכי ההבראה.

139 עניין MAT (הערה 11 לעיל) גופו יוכיח את חוסר השכיחות של סיטואציה כאמור. תדף הדיסודיקה של בית המשפט בדבר ההבחנה בין שווי פירוק לשווי עסק־חי של הנכסים (שם, בעמ' 699), נערך הדיון בדבר תחרות העדיפויות בין הנושים המוקדמים לממן החדש *ex post*, לאחר שניסיונות ההבראה לא צלחו והחייב צבר הפסדים נוספים. בעקבות זאת, השאלה שנדונה בפרשה זו הייתה מי יספוג את ההפסדים הנוספים – האם ינגסו ההפסדים בבטוחות הנושים המובטחים המוקדמים או לא; ראו הערה 135 לעיל. כלומר: בית המשפט נדרש להכריע בשאלת העדיפות בין הנושה המובטחים המוקדמים לבין הממן החדש, מכיוון שבסופו הכושל של הליך ההבראה לא נותר די שווי בנכסים המשועבדים לפירעון הן של החובות המובטחים המוקדמים והן הממן החדש. במלים אחרות: משנכשלה ההבראה, לא נותר כל ערך מוסף של "שווי עסק־חי".

140 חביב־סגל, הערה 16 לעיל, בעמ' 308–310.

nevo.co.il

או הפירעון, לפי תכנית ההבראה, הנושה המוקדם יהיה זכאי לחלוקה בעדיפות על נושים אחרים כדי שווי העסק־החי של בטוחתו.[141] לדעתנו, לא ניתן לדבר על חלוקת שווי רווחית של נכס לשלב ההגנה ההולמת בלבד, תוך ניתוק השפעת ההגנה ההולמת על זכויות הצדדים בשלב החלוקה. הדברים יורדים לשורשי סעד ההגנה ההולמת. כל תכליתה של ההגנה ההולמת היא לשמור על שווי החוב המובטח לצורך החלוקה. לפיכך, אופן קביעת סדרי העדיפות בין נושים שונים, לרבות בין נושה מוקדם לממן חדש, לעולם יבוא לידי ביטוי לאחר מעשה, בשלב החלוקה.[142] סעד ההגנה ההולמת צריך להגן על האינטרס של הנושה לקראת שלב החלוקה ותוך התחשבות בו. לפיכך, גישתנו המובאת במאמר זה היא כי הנושה המוקדם זכאי, כבר בשלב ההגנה ההולמת, להגנת שווי העסק־החי של בטוחתו.

נקודת המבט של הנושה המוקדם: תמריץ שלילי להבראה

בעיה נוספת בשיטת חביב־סגל היא השפעתה על נקודת מבטם של הנושים המוקדמים על הליך ההבראה כולו. אם, כמוצע בגישתה, זכותם של הנושים המוקדמים הראויה להגנה בפתיחת ההליכים תוגבל בדין לשווי בטוחותיהם בפירוק, יתנגדו נושים אלה באופן כמעט אוטומטי לכל בקשה לצו הבראה. כאשר במסגרת הבראה פוטנציאלית מגבילים את זכותם המוגנת לשווי שהיה מתקבל ממימוש בטוחותיהם בפירוק, יבכרו הנושים מימוש בפועל של הבטוחות וקבלת התמורה הכספית באופן מיידי על פני הליך הבראה.[143] אף כי הסכמת הנושים בעלי החובות המובטחים איננה תנאי מחייב לפתיחת הליכי ההבראה, התנגדות אחידה כאמור מצד קבוצת נושים מוקדמים בעלי שעבודים תשפיע על שיקול דעתו של השופט ותסכל בפועל את פתיחתם של תיקי הבראה רבים. כך ייצא, שהמדיניות שאותה מבקשת לעודד חביב־סגל – כלומר: סינון יעיל של תיקי

141 שם, בעמ' 316–317.

142 חלק מהנמקה לשיטת חביב־סגל, שלפיה ראוי להגביל את שווי אינטרס הנושה המוקדם הראוי להגנה הולמת לשווי הפירוק של בטוחתו, הוא שכל הרציונל של עדיפותו של שעבוד על פני חובות אחרים הוא "להביא ליצירתו של מנגנון פנימי, המגביל את כושר גיוס האשראי של החברה בעסקות אינדיווידואליות לשווי נכסיה בפירוק". ראו שם, בעמ' 306 (ההדגשה הוספה). ברם, אם זוהי ההצדקה היחידה למתן עדיפות לחוב המובטח, ובשל כך אף יימנע מהנושה המוקדם ליהנות מעדיפות בשווי העסק־החי של הבטוחה במסגרת סעד ההגנה ההולמת – מדוע, לשיטתה, יזכה אותו נושה ליהנות מעדיפות בשווי העסק־החי בשלב החלוקה במסגרת תכנית ההבראה? ראו שם, בעמ' 309–310, 316–317. אם עדיפות בשווי הפירוק של הבטוחה היא המגשימה את תכלית דיני השעבודים, ראוי היה לקבוע כי אף בשלב החלוקה לפי תכנית ההבראה ייהנה הנושה המוקדם מעדיפות על פני שאר החובות כשיעור שווי בטוחתו בפירוק, ואילו ביתרת שווי הבטוחה, כהערכתה לפי סטנדרט העסק־החי, יחלוק הנושה בשווה עם שאר הנושים! הבחנתה בין זכאויות הנושה המוקדם בשלבים השונים של ההבראה אינה מתישבת, לפי הבנתנו, עם רציונל דיני השעבודים שהציעה ד"ר חביב־סגל.

143 חביב־סגל עזה למשמעות מעשית זו; ראו שם, בעמ' 291.

nevo.co.il

הבראה לפי זמינות או אי־זמינות המימון החדש[144] – לא תוגשם הלכה למעשה, מכיוון שמדיניות זו תיצור אופוזיציה אחידה וחזקה של כלל הנושים המוקדמים בעלי השעבודים ותחסום את הליך ההבראה בעודו באבו.[145] שכר הגישה יצא, אפוא, בהפסדה.

(ד) הגישה המוצעת: הגנה על שווי העסק החי של הנושה המוקדם

לפי גישתנו, בטוחתו המהותית של הנושה היא שווי הנכס כפונקציה של השימוש בו והמשך ניצולו על ידי בעליו על פני זמן. האינטרס המוגן של הנושה המוקדם בהבראה הוא אפוא שווי בטוחתו לפי שימושה המיועד בהליכי ההבראה.[146] לפיכך, סטנדרט ההערכה הראוי לקביעת שווי הבטוחה איננו השווי שהיה מתקבל במכירה כפויה היפותטית נכון לתחילת ההליכים; סטנדרט ההערכה הראוי הוא זה המשקלל אל תוך שווי הבטוחה את השימוש המיועד בנכס – או: שווי העסק־החי של הנכס – תוך התחשבות בסיכויי ההבראה. על פי רוב, הערכת שווי זו תניב הערכת שווי גבוהה משווי הפירוק של הנכס. בהתאמה, לשיטתנו, שיעור האינטרס של הנושה המוקדם הזכאי להגנה הולמת גבוה משווי הפירוק של הנכס. בנסיבות שבהן שיעור חובו הכולל של הנושה המוקדם נמוך משווי הבטוחה (נושה המובטח ביתר) לפי סטנדרט העסק־החי, ברי הוא כי שיעור האינטרס המוגן של הנושה המוקדם הוא שיעור חובו. לפיכך, בהקשר של מימון חדש יהיה הנושה המוקדם זכאי לשלול מימון חדש הבא לקבל שעבוד באותו נכס המשועבד כבר לו, אם השעבוד לממן החדש מבקש לנגוס בשווי האינטרס המוגן האמור של הנושה המוקדם. רק את יתרת השווי הגלומה בנכס יהיה החייב חופשי לשעבד לממן חדש.[147] מכל מקום, אם ניסיון ההבראה נכשל, ונכסי החייב יחולקו בהליכי חיסול, לא יהיה שעבוד זה של הממן החדש עדיף על השעבוד של הנושה המוקדם. בנקודה זו, ובה בלבד, מצטרפים אנו לגישתה של חביב־סגל, שלפיה כפיפות זו של הממן החדש תנתב

144 ראו הטקסט שליד הערה 133 לעיל.

145 ראו, למשל, החלטת השופט לוין (ניתן ביום 5.2.98) בענין **תשלובת גלי**, שבה דחה השופט את בקשת התברות החייבות להקפאת הליכים מן הטעם כי "כפי שעולה מטיעוני הצדדים, אין סיכויים להסדר ולהבראת התברות. הבנקים, המהווים את מרבית הנושים המובטחים אם לא את כולם, מתנגדים לצו הקפאת הליכים ולהסדר. לא שמעתי מפי התומכים בבקשת הסדר הצעה מעשית להגנה הולמת לבנקים שאולי היתה יכולה לבוא במקום המכמתם להקפאת הליכים. לכן המשך צו ההקפאה וכיוון של הסדר יחדד מעל הפרק". תיק פירוק (ת"א) 43/98–ב בענין **גולד פרינט סחר כללי** (עמ' 23 לפרוטוקול).

146 ראו על כך בטקסט שליד הערות 84–80 לעיל.

147 הסדר זה דומה במהותו להסדר הקבוע בסעיף 364(c) לקוד פשיטת הרגל האמריקני, המעניק עדיפות לממן החדש על פני כל הוצאות הליכי הבראה, התובות בדין קדימה והתובות הלא־מובטחים, אך דחה אותו מפני עדיפות התובות המובטחים המוקדמים. עקב עדיפותה על כל התובות בדין קדימה, מכונה דרגת עדיפות זו של הממן החדש בכינוי הפופולרי super-duper priority. לאישור מימון חדש בארצות־הברית, המובטח בשעבוד עדיף לממן החדש, תוך מתן הגנה הולמת לנושה המוקדם, ראו הערה 37 לעיל.

nevo.co.il

את שוק המימון להבראות להעמיד אשראי רק לחייבים ששוק המימון מעריך שגלום בהם שווי עסק־חי מעבר לשיעור חובו המוגן של הנושה המוקדם. ברם, בשאלה מהו שיעור חובו המוגן של הנושה המוקדם חולקים אנו על גישת חביב־סגל. גישתה מגבילה את חובו המוגן של הנושה המוקדם לפי שווי הפירוק של בטוחתו נכון ליום אישור המימון החדש. גישתנו מבקשת להגן על אינטרס הנושה המוקדם לפי שווי העסק־החי המוערך של בטוחתו נכון לאותה שעה.[148] הממן החדש לא יוכל, אפוא, לזכות בעדיפות חלוקתית על פני אינטרס מוגן זה, אלא אם תוצע לנושה המוקדם הגנה הולמת ממשית אחרת, כגון שעבוד על נכס חלופי או ערבות צד שלישי.[149]

חולשתה היחסית של גישתנו, כמו גם של גישת חביב־סגל, נעוצה בנקודת מבטו של הממן החדש. לאמיתו של דבר, שתי הגישות מבטיחות מעמד בכורה מוחלט לכל נושה מוקדם. במימון הבנקאי, נטילת שעבוד בכל נכסי החברה החייבת היא עניין של שגרה; כלומר: בין אם שיעור החוב לבנק יהיה גבוה ובין אם יהיה נמוך, על פי רוב הבנק המלווה לא יותיר נכסים פנויים משעבוד. כאשר ממן פוטנציאלי חדש תר אחר אפשרות להבטחת המימון בשעבוד הנהנה ממעמד בכורה, לא יימצא כזה. דבר זה עלול להרתיע מממנים פוטנציאליים מהעמדת אשראי לחייב בהבראה עקב שנאת הסיכון, גם אם גרעין עסקו נראה להם רווחי. כך עלול להיווצר, הלכה למעשה, מונופול מימוני לטובת הנושים המוקדמים. רק נושה מוקדם, שכבר דאג להבטיח את עצמו עוד קודם להבראה בשעבוד בעל בכורה, ייאות עתה לממן את הליכי ההבראה. אולם, מונופול כאמור עלול גם לשמש פתח לניצול לרעה מצד הנושה המוקדם, שכתמורה למימון ידרוש תניות פירעון מוגזמות או הטבות חריגות אף ביחס לחובו המוקדם. בהיעדר מעמד בכורה למימון החדש, יונצח

148 הצעתי להיזקק לשוק המימון החדש לשם הערכת שווי החייב כמסנן הבראות יעיל, באה לידי ביטוי גם ביחס להגנה הולמת בהקשר של המשך עיסוב והליכים והשימוש בנכסים על ידי החייב, וראו פרק ה.2 לעיל. שם הצענו כי במקרה של שעבוד על כל נכסי החייב יידרש החייב לתת לנושה הגנה הולמת בדרך של ערבות. לאמיתו של דבר, גם שם הסינון היעיל של חייבים הראויים להבראה לעומת אלה שאינם נעשה דרך הכפפת זכותו של הערב (קרי: הגורם המבטא את הערכת השוק) לעדיפותו של הנושה־המובטח־מקבל־ההגנה־ההולמת. אכן, הערב יהפוך לנושה מותנה של החייב. החיוב המותנה הופך ממשי וברי־גבייה רק משמומשה הערבות והנושה המוקדם כבר נפרע על ידי הערב ויצא מן התמונה (על היחס בין תביעת הנושה כלפי החייב ותביעתו המותנית של הערב כלפי הנושה ראו ע"א 316/90 **הכפקה, חברה מרכזית לחקלאים (בפירוק) נ' אגרא – אבן יהודה, אגודה חקלאית שיתופית**, פ"ד מט(2) 133). ברם, אם תיכשל ההבראה, והערב יידרש לממש את ערבותו, יעמוד הוא בפני הסיכון כי הנושה־המוטב ייפרע תחילה מהנכסים של החייב, ואחר כך ייפרע את יתרת חובו העודפת על שווי הנכסים מן הערבות. כלומר: הנושה־המוטב יוכל ליטול ראשון, ובעדיפות, מנכסי החייב, ולהותיר את הערב חסר כל מקור לפירעון נשייתו המותנית לאחר מכן. לפיכך, מצוי הערב בנחיתות מבחינת דרגת עדיפותו בהשוואה לנושה המובטח המוקדם. גורמי השוק יאותו אפוא להעמיד ערבות כזו רק אם יעריכו שקיים אצל החייב שווי עסק־חי העולה על שיעור האינטרס המוגן של הנושה המוקדם. זהו הסינון היעיל של השוק.

149 ראו על כך בפרק ב.2 לעיל, ובמיוחד הערה 37.

המונופול המימוני של הנושים המוקדמים.[150] נוסף על כך, עד כה, היצע מוסדות האשראי הכללי בישראל הוא מוגבל ממילא ומצטמצם לבנקים ספורים. גם בשל כך, המימון החדש לחייב במסגרת הבראה יועמד בדרך כלל על ידי מוסד שהוא גם נושה קודם של אותו חייב.[151] עם זאת, "שוק המימון הסגור" הולך ומשתנה עקב כניסת גורמי מימון בינלאומיים לישראל.[152] התחרות בשוק האשראי עשויה לפתח גם את התחום של מימון הבראות על בסיס הערכת שווי עסק־חי עודף, או על בסיס עדיפות נחותה בעת בפירוק.

ו. סיכום

בעולם המודרני, כאשר חברה נקלעת לקשיים פיננסיים, כבר לא נגזר עליה בהכרח להתחסל. חיסול התשתית הכלכלית של חברה כרוך בעלויות ובאובדן ערכים כלכליים, ומשפיע על קהילות שלמות בעולם התאגידי. לפיכך, אחת מדרכי הפעולה המשפטיות העומדות לרשות חברות בקשיים היא הליך הבראת החברה. הליך הבראה עניינו נטילת "פסק זמן" על ידי החברה מההתמודדות הטוטפת מול בעלי התביעות השונות כלפיה, ניהול משא ומתן עם בעלי תביעות אלה וגיבוש תכנית הבראה שבה יוגדרו זכויות בעלי התביעות השונות כלפי החברה מכאן ואילך. פסק הזמן האמור משפיע כמובן במהלכו על מעמד הנושים השונים, ובתוכם נושים בעלי חובות מובטחים. שווי בטוחה עלול לפחות במהלך ההבראה וכתוצאה מכך יפחת חובו המובטח של נושה.

לשם הגשמת פסק הזמן להבראה מחד גיסא, ולשם הגנה על החובות המובטחים מאידך גיסא, נקבע סעד ההגנה ההולמת כמכשיר משפטי שנועד לאזן בין מגמות אלה. הגנה הולמת יכולה להתמלא בדרכים שונות שלכולן מכנה משותף: ההגנה היא פונקציה של שווי הבטוחה, שכן שווי הבטוחה הוא המגדיר את חובו המובטח של הנושה. לפיכך, שאלת ההערכה של שווי הבטוחה הופכת למרכזית במסגרת בחינת הלימות ההגנה המוצעת על ידי החברה החייבת לנושה בעל החוב המובטח. ברשימה זו סקרנו את ההקשרים השונים במהלך הבראה שבהם עשוי להתעורר הצורך במתן הגנה הולמת

150 אכן, חריג למונופול המימוני של בעל שעבוד צף קיים בהקשר של מימון רכישת נכס חדש לחברה. חריג זה הוא ה־Purchase Money Security Interest, המעוגן בהוראת סעיף 169(ד) לפקודת החברות. ראו איל גבאי, "בטוחה לטובת ממכן", משפטים כד 351 (תשנ"ד).

151 ראו, למשל, את נכונות הבנק לפיתוח התעשיה, אחד הנושים הקודמים של תשלובת שטיחי כרמל, לממן את ניסיונות ההבראה של התשלובת בעניין MAT (הערה 11 לעיל). ראו, למשל, בש"א (ת"א) 105933/98 בעניין גלוב קונסטרקטינג אינק. (ניתן ביום 30.8.98) (בנק לאומי, כנושה מובטח קודם של החברה החייבת, בדק את נצבה והגיע למסקנה שהמשך פעילותה יגרום להפסדים מוערכים של 400,000 ש"ח. לפיכך, החליט הבנק שלא להעמיד אשראי חדש לחייבת. דבר זה הוביל את בית המשפט להחליט על ביטול הקפאת ההליכים וסיום הליכי ההבראה).

152 ראו בעניין זה ג'ודי מלץ, "כבר לא לבד בשלולית", גלובס–מגזין כסף, 12 (מתאריך 25.11.1999).

לחובות מובטחים ואת האמצעים השונים למתן הגנה הולמת בהקשרים אלה. ביחס לשאלת הערכת השווי הצגנו עמדה התומכת בסטנדרט הערכה גמיש, המתחשב בשימוש המיועד בבטוחה במהלך ההבראה. אף כי סטנדרט זה קשה יותר להערכה והוא פחות ודאי מסטנדרט שווי הפירוק, חוסר הוודאות הכרוך בו משותף לכל הצדדים. נוסף על כך הראינו, כי ביחס לשעבוד על נכס ספציפי, הרי שבין שלב פתיחת הליכי ההבראה (שבו מתבקשת הגנה הולמת) לבין שלב אישור תכנית ההבראה יתהפכו עמדותיהם האסטרטגיות של הצדדים כלפי הערכת שווי הבטוחה. בשל סיבות אלה אנו סבורים כי סטנדרט הערכה גמיש, המתחשב בשימוש המיועד בבטוחה במסגרת ההבראה איננו רק הסטנדרט הראוי בנסיבות העניין, אלא אף יתרום לגיבוש הסכמה מראש בין הצדדים בדבר שווי ההגנה ההולמת שתסופק בנסיבות העניין. לעומת זאת, הראינו כי ביחס לשעבוד על כלל נכסי החברה לא יתהפכו העמדות האסטרטגיות של הצדדים. לפיכך, בנסיבות אלה המלצנו להיזקק להערכת שווי חיצונית של השוק. מטרה זו תושג על ידי מתן הגנה הולמת בדרך של ערבות צד שלישי. אשר להגנת האינטרס של הנושה המובטח המוקדם בהקשר של מימון חדש המוזרם בהבראה, הבענו עמדה בזכות הגנת עדיפותו של הנושה המוקדם על פני הממון החדש כדי שיעור שווי העסק־החי של בטוחתו של הנושה המוקדם. בהתאם, הממון החדש יוכל לקבל שעבוד עדיף בבטוחת הנושה המוקדם אם ימציא לאחרון הגנה הולמת ממשית כגון ערבות צד שלישי או שעבוד על נכס חלופי. בכל מקרה אחר תהיה זכותו של הממון החדש כפופה לעדיפות הנושה המוקדם.

nevo.co.il