

צדק, הגינות ויעילות בדיני חברות: הערות בעקבות ע"א 4263/04

מאת

דורון טייכמן*

בפסק הדין בפרשת משמר העמק קבע בית המשפט העליון כי מימון דק כשלעצמו הוא עילה להדחיית חוב של בעלי המניות של החברה. בהערת אגב אף הרחיב בית המשפט הלכה זו וציין כי מימון דק מצדיק הרמת מסך מלאה וייחוס של כלל חובות החברה לבעלי המניות. רשימה זו תבחן פסיקה זו באופן ביקורתי ותראה כי אינה עולה בקנה אחד עם הדין המצוי ועם הדין הרצוי. במישור הדין המצוי תראה הרשימה שפסק הדין לא משקף את ההוראות שבסעיף 6 לחוק החברות ולא מספק הנמקה משפטית ראויה לתוצאה שאליה הגיע. במישור הדין הרצוי תטען הרשימה שההתמקדות של פסק הדין בקידום צדק והגינות תחת קידום יעילות איננה רצויה בהקשרים מסחריים-הסכמיים. יתרה מזו: התמקדות זו הובילה את בית המשפט לתוצאה לא ראויה בעניין משמר העמק, העלולה להוביל לחוסר ודאות משפטית ולהגבלת יכולתם של יזמים ליטול סיכונים יעילים במסגרת התאגיד.

א. מבוא. ב. פסק הדין בפרשת משמר העמק. 1. עובדות הרקע; 2. החלטת בית המשפט; ג. ניתוח. 1. הדין המצוי: הוראות חוק החברות ודעת הרוב בעניין משמר העמק; 2. הדין הרצוי: קשיים בהנמקת הרוב בעניין משמר העמק; 3. פתרון אפשרי: כללי החלוקה; ד. סיכום.

א. מבוא

האם מימון דק כשלעצמו הוא עילה להדחיית חובם של בעלי המניות ואולי אף להרמה של מסך ההתאגדות? שאלה זו עמדה לאחרונה לפני בית המשפט העליון בע"א 4263/04 קיבוץ משמר העמק נ' מפרק אפרוחי הצפון (להלן: עניין משמר העמק).¹ שאלה נקודתית זו בתחום דיני התאגידים הובילה את בית המשפט העליון למסע ארוך

* מרצה בכיר, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית בירושלים. אני מודה לאסף חמדני ולחברי מערכת משפטים על הערותיהם.

1 ע"א 4263/04 קיבוץ משמר העמק נ' עו"ד טומי מנור, מפרק אפרוחי הצפון בע"מ (פורסם בנבו, 21.1.2009).

שעסק בשאלות דוגמת משמעות ההגנה על הקניין הפרטי במסגרת חוק-יסוד: כבוד האדם וחירותו,² תכליתה של החברה המסחרית ועוד. בסוף מסע מורכב זה הגיע בית המשפט (ברוב דעות) למסקנה שמימון דק כשלעצמו הוא אכן עילה להרמה של מסך ההתאגדות שבין בעלי המניות לתאגיד. במקרה הספציפי, הסעד שעמד לדיון היה סעד ההדחיה, ולכן בית המשפט לא ייחס לבעלי המניות את חובות החברה אלא רק הדחה את חובם לסוף הסולם של נושי החברה.

במאמר קצר זה אבחן באופן ביקורתי את החלטת בית המשפט בעניין משמר העמק. הבחינה של פסק הדין תתמקד בשני מישורים. במישור הדין המצוי אטען כי פסק הדין לא עולה בקנה אחד עם סעיף 6 לחוק החברות (להלן: החוק)³ ולא מספק הנמקה משפטית ראויה לתוצאה שאליה הגיע. במישור הדין הרצוי אטען כי פסק הדין הוביל לתוצאה לא ראויה, העלולה להוביל לחוסר ודאות משפטית ובסופו של דבר תגביל את יכולתם של יזמים ליטול סיכונים יעילים במסגרת התאגיד. תוצאה זו מצערת במיוחד לנוכח העובדה שעמדו לרשות בית המשפט אמצעים משפטיים פשוטים שיכלו לטפל בקלות בנסיבות העובדתיות של פרשת משמר העמק – תוך כיבוד מסך ההתאגדות וצמצום של חוסר הוודאות המשפטית.

לכאורה אין קשר ישיר בין המשבר הכלכלי העולמי שבו עוסקת חוברת זו לבין החלטת בית המשפט בעניין משמר העמק, העוסקת בכישלון עסקי הנובע מעסקי הליבה של חברה מסורתית ולא מתרגילים פיננסיים שונים ומשונים. עם זאת, דומה שקריאה מלאה של פסק הדין צריכה להיעשות בהקשר של המשבר שחוהה המשק הישראלי בזמן כתיבתו. משבר זה בא לידי ביטוי, בין היתר, במשברים כספיים בחברות שמינפו את פעילותן בשנות הגאות ולא יכלו לעמוד בהתחייבויותיהן בשנות השפל.⁴ מינוף גבוה זה גרר ביקורת ציבורית נוקבת על בעלי השליטה בחברות.⁵ מזווית ראייה זו אפשר לקרוא את פסק הדין כמעין איתות של בית המשפט לבעלי שליטה בחברות – איתות המעיד על

2 חוק-יסוד: כבוד האדם וחירותו, ס"ח התשנ"ב 150.

3 חוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח 189.

4 ראו בנק ישראל דין וחשבון 2008 126-125 (2009) [www.boi.gov.il/deptdata/mehkar/](http://www.boi.gov.il/deptdata/mehkar/doch08/heb/doch08h.htm) .doch08/heb/doch08h.htm. ראו גם הכנסת, מרכז המחקר והמידע המשבר הכלכלי העולמי, השלכותיו על כלכלת ישראל והיערכות הממשלה אליו 4-2 (2009). לתיאור הדברים מזווית בין-לאומית ראו Bruce L. Jacobs, *Tumbling Tower of Babel: Subprime Securitization and the Credit Crisis*, 65 FIN. ANALYST J. 17 (2009).

5 ראו אתי אפללו "זה לא המשק, זה הטייקונים" *The Marker Online* 16.4.2009 www.themarker.com/tmc/article.jhtml?ElementId=skira20090416_1078432&layer=market &layer2=market (נצפה לאחרונה ב-25.10.2010); דודי סטוביצקי "לפתח עור של פיל ולהתמזג בהמולה" גלובס 18.12.2008; שלומית לן "דו"ח מגזין G: איך התנפחה בועת האג"ח הקונצרניות בישראל, מי אשם ומי יחזיר לציבור את הכסף?" גלובס 9.1.2009.

חוסר שביעות רצון ממעשיהם ועל נכונות להשתמש באמצעים משפטיים מרחיקי-לכת כדי להטיל עליהם אחריות אישית לנזקי המשבר הכלכלי. המאמר מאורגן כדלקמן: לאחר הקדמה קצרה זו אסקור, בחלק ב', את עיקרי ההחלטה של בית המשפט בפרשת משמר העמק. לאחר מכן, בחלק ג', אפנה לנתח את פסק הדין. בהקשר זה אתמקד תחילה בהיבטים הפוזיטיביים של פסק הדין ואחר כך אפנה לבחינת הממדים הנורמטיביים של הסוגיה הנדונה. לבסוף, בחלק ד', אסכם בקצרה את הדברים.

ב. פסק הדין בפרשת משמר העמק

1. עובדות הרקע⁶

חברת אפרוחי הצפון בע"מ (להלן: החברה) עסקה בשיווק אפרוחים למגדלי פטמים. החברה הייתה בבעלות של התארגנות רבייה העמק אגודה שיתופית בע"מ (66%, להלן: העמק) ושל מדגריית רמת יוחנן (33%, להלן: רמת יוחנן). העמק היא אגודה שיתופית שבה חברים שלושה קיבוצים ושלושה מושבים. הון המניות שהזרימו בעלי המניות לחברה עמד על מאה תשעים ש"ח. בפועל מומנה פעילות החברה באמצעות פער הזמנים שבין האשראי שקיבלה מהספקים שלה, שעמד על 120 ימים, לבין האשראי שהעניקה ללקוחות שלה, שעמד על 90 ימים. יש לציין שבספקי החברה נמנו בעלי המניות שלה, שמהם רכשה החברה ביצים ושירותי הדגרה.

בשנה הראשונה לפעילותה הצליחה החברה להרוויח מיליון וחצי ש"ח. סכום זה לא נשאר בקופת החברה כדי להגדיל את הונה העצמי; תחת זו משכו בעלי מניות שש מאות אלף ש"ח כדיבידנד מן החברה, והפכו את תשע מאות אלף ש"ח הנוותרים להלוואת בעלים. למרות התחלה מרשימה זו, נקלעה החברה בשנה השנייה לפעילותה למשבר כספי חמור, שהוביל אותה תוך זמן קצר לחדלות פירעון. במוקד הסיבות למשבר הכספי עמד זן העופות ששיווקה החברה, הידוע בשוק בשם "ענק", שהתגלה כפגום מבחינה גנטית. גילוי זה הוביל לקריסת השוק שבו פעלה החברה והיא מצאה את עצמה משווקת את תוצרתה במחירים נמוכים בהרבה מן המצופה, בעיקר ללקוחות ברשות הפלסטינית. לאחר קריסתה של החברה הגישו בעלי המניות שלה, רמת יוחנן ומשמר העמק, תביעות חוב למפרק החברה. המפרק אישר את רוב התביעות אך החליט להדחות את תשלומן עד לאחר שתפרע החברה את חובותיה לנושים שאינם בעלי מניות. המשמעות המעשית של קביעה זו הייתה שחוב של שלושה וחצי מיליון ש"ח לבעלי המניות,

6 עובדות הפרשה מתוארות במלואן בפס' ב'-ד' לפסק דינו של השופט רובינשטיין, לעיל ה"ש 1.

שהמפרק הכיר בקיומו,⁷ לא ייפרע כלל; תחת זאת ישמשו הכספים שבקופת הפירוק לכיסוי (חלקי) של חובות הנושים האחרים. בית המשפט המחוזי אישר קביעה זו של המפרק ועל כך ערערו בעלי המניות לבית המשפט העליון בבקשה לבטל את החלטת המפרק להדחות את חובם.

2. החלטת בית המשפט

בלב הדיון בבית המשפט העליון עמדה שאלת פרשנותו של סעיף 6 לחוק החברות, כפי שתוקן במסגרת תיקון 3 בשנת תשס"ה (להלן: תיקון 3),⁸ הקובע:

6. הרמת מסך

(א) (1) בית משפט רשאי לייחס חוב של חברה לבעל מניה בה, אם מצא כי בנסיבות העניין צודק ונכון לעשות כן, במקרים החריגים שבהם השימוש באישיות המשפטית הנפרדת נעשה באחד מאלה:

(א) באופן שיש בו כדי להונות אדם או לקפח נושה של החברה;

(ב) באופן הפוגע בתכלית החברה ותוך נטילת סיכון בלתי סביר באשר ליכולתה לפרוע את חובותיה [...]

[...]

(ג) בית משפט רשאי להשעות זכותו של בעל מניה לפירעון חובו מאת החברה עד לאחר שהחברה פרעה במלואן את כל התחייבויותיה כלפי נושים אחרים של החברה, אם מצא כי התקיימו התנאים לייחוס חוב של החברה לבעל המניה כאמור בסעיף קטן (א).

כלומר: בפני בית המשפט ניצבה השאלה אם מבנה המימון של החברה מצדיק להפעיל את סעיף 6(ג) לחוק, המאפשר להדחות את פירעון החוב של בעלי המניות עד לפירעון החוב של יתר הנושים. ביחס לשאלה זו נתגלעה מחלוקת בין שופטות הרוב, שצידדו

7 הצדדים היו חלוקים אף בשאלת גודל החוב של החברה לבעלי המניות, אך סוגיה זו נעדרת חשיבות מבחינת משמעותו של פסק הדין.

8 חוק החברות (תיקון מס' 3), התשס"ה-2005, ס"ח 238. למעשה, העובדות המקימות את עילת התביעה בעניין משמר העמק אירעו לפני כניסתו לתוקף של תיקון 3. עם זאת, כלל שופטי ההרכב הסכימו שכעניין של מדיניות משפטית יש לפרש את ס' 6 לחוק לאור נוסחו החדש של הסעיף, ולכן התנהל הדיון כולו על-פי ס' 6 שלאחר קבלת תיקון 3.

בהדחיית חובם של בעלי המניות, לבין שופט המיעוט, שסבר כי אין להדחות את החוב בנסיבות העניין.

(א) דעת הרוב

חוות-דעת הרוב נכתבה על-ידי השופטת פרוקצ'יה שאליה הצטרפה השופטת ארבל. חוות-הדעת נשענת על כמה עקרונות משפטיים שסקרה השופטת פרוקצ'יה. ראשית הפנה בית המשפט לעקרון תום הלב והציג אותו כעקרון-על המושל ביחסים מסחריים בכלל וביחסים שבין בעלי המניות לנושי החברה בפרט. לשיטתו של בית המשפט, עקרון תום הלב כלפי נושי החברה נגזר מסעיף 11 לחוק, המגדיר את תכלית החברה באופן רחב ומצדיק התחשבות באינטרסים של הנושים.⁹ על-פי גישה זו, עקרון תום הלב משקף חובה שבדין להתחשב ב"אינטרס הסתמכות ברהגנה של הזולת" ולשקול שיקולי הגינות במסגרת יחסים מסחריים.¹⁰ בהקשר הזה המשיך בית המשפט וקבע כי עקרונות של צדק והגינות הם חלק אינטגרלי מדיני התאגידים.¹¹ לאור זאת קבע בית המשפט כי על החברה ומנהליה חלה חובה לפעול בהגינות כלפי כלל הקהלים שעמם באה החברה במגע (ובכלל זה ספקים, עובדים, צרכנים וכיוצא באלה).¹² שנית הפנה בית המשפט לזכות הקניין, שזכתה למעמד חוקתי במסגרת חוק-יסוד: כבוד האדם וחירותו. מעמד חוקתי זה מעניק לזכות הקניינית-רכושית מעמד מיוחד גם במסגרת דיני התאגידים.¹³ לשיטתו של בית המשפט יש לנושי החברה זכות קניינית "במובנה הרחב" לכך שהחברה תפרע את חובותיה, וכל מצב שבו חובות אלה לא נפרעים מהווה פגיעה בזכות בעלת אופי חוקתי.¹⁴ לבסוף, אל מול אותה זכות קניינית-רכושית של נושי החברה הציב בית המשפט שורה של עקרונות-יסוד בדיני התאגידים ובהם חופש ההתאגדות, האישיות המשפטית הנפרדת והגבלת אחריות, ולמד מהם את הכלל שלפיו בעלי המניות לא נושאים בהתחייבויות החברה למעט ההתחייבות להשקיע בהון המניות של החברה.¹⁵ לאחר סקירת העקרונות שהנחו אותו עבר בית המשפט לדון קונקרטית בשאלת המימון הדק. בית המשפט קבע כי חברה הממומנת במימון דק היא "גוף הלוקה במום, בנכות עיסקית".¹⁶ קביעה זו נובעת מרמת הסיכון הגבוהה הכרוכה בניהול עסקים מעמדה של מימון דק, שכן במצב דברים כזה כל תנועה שלילית קלה בעסקי החברה

9 עניין משמר העמק, לעיל ה"ש 1, פס' 9 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה.

10 שם, בפס' 10.

11 שם, בפס' 11.

12 שם בפס' 18.

13 שם, בפס' 12-14.

14 שם, בפס' 19.

15 שם, בפס' 20.

16 שם, בפס' 36.

עלולה להוביל למצב של חוסר יכולת לעמוד בהתחייבויות ולפירוק. לעומת זאת, במצב של מימון "עבה" תגרום תנודה שלילית בעסקי החברה לשחיקת ההון שהשקיעו בעלי המניות בחברה, אך לא תוביל לקריסתה. עם זאת, כדי לבסס את טענת המום נדרש בית המשפט להתמודד עם שאלת התמחור של הסיכון לחדלות הפירעון על-ידי נושי החברה, שכן ככל שנושי החברה מתמחרים את הסיכון לחדלות הפירעון בשלב יצירת הנשייה, אין הצדקה להתערבות משפטית בעניין שכן העסקה מגשימה במדויק את רצון הצדדים ולכן היא יעילה. בית המשפט דחה את טענת התמחור משני טעמים. ראשית, לעתים קרובות נושים אינם מודעים למצבה הפיננסי של החברה, שכן בהתחשב בסכום נשייתם אין זה מוצדק מבחינתם להשקיע משאבים בבירור מצב זה. ככל שנושים לא מודעים לרמת המימון של החברה, קשה לדבר על תמחור מראש של הסיכון לחדלות הפירעון.¹⁷ שנית, אף אם נושי החברה מודעים למצבה, הרי שלחלקם הגדול אין כוח מיקוח המאפשר להם להתמודד באופן חוזי עם הסיכונים הכרוכים במימון דק.¹⁸

לאור ניתוח זה הגיע בית המשפט למסקנה שמימון דק כשלעצמו הוא עילה עצמאית להדחיית חוב. בית המשפט אמנם קבע סייגים להלכה זו; כך, למשל, נקבע שיש לבחון את מידת הקיצוניות של המימון הדק, את מודעות הצדדים (בעלי המניות והנושים) לאופן המימון של החברה ואת מידת היכולת של הנושים להתגונן מפני המימון הדק;¹⁹ אולם, השורה התחתונה של פסק הדין (שמופיעה כבר בראשיתו) היא ש"בנסיבות מתאימות ניתן להסתפק בקיומו של מימון דק, התורם לאי-יכולתה של החברה לפרוע את חובותיה, כדי להצדיק על בסיס זה בלבד שימוש באמצעי השעיית פירעון חוב הבעלים כלפי החברה".²⁰

לבסוף עבר בית המשפט ליישם את הכרעתו הכללית לנסיבות הספציפיות שעמדו לפניו. בנסיבות המקרה, בשל המימון הדק של החברה, לא התקשה בית המשפט לקבוע כי אופן המימון של החברה כשלעצמו מצדיק את הדחיית חובם של בעלי המניות, ללא יסודות נוספים של חוסר תום לב או מרמה.²¹ יתרה מזו: בית המשפט אף קבע כי נסיבות המקרה עשויות היו להקים עילה להרמת מסך מלאה ולייחוס של חובות החברה לבעלי המניות שלה – אך סעד זה לא נתבקש.²²

17 שם, בפס' 45.

18 שם.

19 שם, בפס' 37.

20 שם, בפס' 4.

21 שם, בפס' 82-86.

22 שם, בפס' 91.

(ב) דעת המיעוט

השופט רובינשטיין כתב את דעת המיעוט בפסק הדין. במוקד הדיון של השופט רובינשטיין עומד בבירור הדין המצוי ולא הדין הרצוי.²³ השופט רובינשטיין סקר את ההלכות האמריקניות בנושא הדחיית חוב, שדרשו בעקביות יסוד של חוסר תום לב כדי להדחות את חובם של בעלי מניות.²⁴ נוסף על כך הציג השופט רובינשטיין את המסגרת שיצר החוק, ובה נמנע במודע מלכלול דרישה למימון מינימלי כתנאי להקמת חברות.²⁵ אולם, הגורם המרכזי שצמצם את מרחב התמרון הפרשני של השופט רובינשטיין והוליד אותו אל התוצאה שאליה הגיע הוא בבירור תיקון 3. לשיטתו, תיקון 3 נועד במפורש לחול על מקרים דוגמת זה שניצב לפני בית המשפט, והמחוקק גילה את דעתו כי מימון דק כשלעצמו אינו עילה להרמת מסך.²⁶ לאור זאת סבר השופט רובינשטיין שיש צורך להחזיר את התיק לבית המשפט קמא לצורך בירור עובדתי נוסף בשאלה אם התנהגותם של בעלי המניות מבחינת אופן ניהול החברה עולה כדי חוסר תום לב, שעם המימון הדק מצדיק הרמת מסך.²⁷

ג. ניתוח

בחלק זה של המאמר אפנה לנתח באופן ביקורתי את פסק הדין בעניין משמר העמק. הטיעון יורכב מכמה נדבכים. ראשית אבחן את חלקו הפוזיטיבי של פסק הדין ואטען כי הפרשנות שהעניק בית המשפט לסעיף 6 לחוק חורגת מתכלית הסעיף ומפרשנותו המקובלת. שנית, אדון בממדים המהותיים של הנמקת בית המשפט ואראה שאלה אינם מספקים בסיס ראוי להחלטתו. לבסוף, אצביע על כך שהעובדות המיוחדות בעניין משמר העמק אפשרו פתרון משפטי פשוט בהרבה מהדחיית חוב כדי לשפר את מצבם של הנושים.

23 שם, בפס' י"ב לפסק דינו של השופט רובינשטיין. וראו גם שם, בפס' מ"ח.

24 שם, בפס' ט"ו-י"ז. נוסף על כך התייחס השופט רובינשטיין לפסיקה הישראלית שנגעה בשאלה בעקיפין; שם, בפס' י"ח-כ"ה.

25 שם, בפס' כ"ו.

26 שם, בפס' ל'-ל"א. ראוי לציין כי על אף קביעה זו העיר השופט רובינשטיין כי ייתכנו מצבי קצה מיוחדים וחריגים שבהם "עצם המימון הדק אומר דרשני וזועק עד כדי כך, שהוא עצמו מצביע על חוסר תום לב" (שם, בפס' ל"ה). יוצא אפוא שאף דעת המיעוט לא שוללת לחלוטין את האפשרות של הרמת מסך בשל מימון דק בלבד.

27 שם, בפס' ל"ח-מ"ה.

1. הדין המצוי: הוראות חוק החברות ודעת הרוב בעניין משמר העמק

במוקד הדיון בפסק הדין עמדה פרשנותו של סעיף 6 לחוק, כפי שתוקן במסגרת תיקון 3. עד לתיקון 3 כלל נוסחו של סעיף 6 לחוק הסמכה רחבה, שאפשרה לבית המשפט להחליט על הרמת מסך ללא הגבלות ניכרות על שיקול-דעתו. על רקע זה קבע בית המשפט בפרשת קריספי שמימון דק הוא עילה להדחיית חובם של בעלי המניות.²⁸ תמונת מצב משפטית זו הולידה חשש בקהילה העסקית מכך שהסעיף עלול להוביל את בתי משפט להרים את מסך ההתאגדות לעתים קרובות מדי.²⁹ יתרה מזו: נוסחו העמום של הסעיף עורר דאגה, כי יזמים לא יוכלו לחזות באלו מצבים ירימו בתי המשפט את מסך ההתאגדות. מציאות כזו עלולה הייתה להביא יזמים להימנע מלקיחת סיכונים יעילים בשל חוסר האפשרות להעריך נכונה את גדרם.

תיקון 3 ניסה לצמצם בעיות אלה בעזרת שינוי נוסחו של סעיף 6 לחוק. כדי להקל על הבנת המגמה שבחקיקה ראוי לקרוא את נוסחו של סעיף 6 לחוק לאחר התיקון (שצוטט לעיל) בצמוד לנוסחו של הסעיף עובר לתיקון:

6. הרמת מסך

(א) [...]

(ב) על אף הוראת סעיף 4, רשאי בית המשפט להרים את מסך ההתאגדות אם התקיים לכך תנאי הקבוע בחיקוק או אם בנסיבות הענין צודק ונכון לעשות כן, או אם התקיימו התנאים הקבועים בסעיף קטן (ג).

(ג) בית משפט הדין בהליך נגד חברה רשאי, במקרים חריגים ומטעמים מיוחדים להרים את מסך ההתאגדות בהתקיים אחד מאלה:

(1) השימוש באישיותה המשפטית הנפרדת של החברה נועד לסכל כוונתו של כל דין, או להונות או לקפח אדם;

28 ראו ע"א 2223/99 קריספי נ' ח. אלקטרוניקה (1988) בע"מ, פ"ד נז(5) 116 (2003). יש לציין כי על אף הקביעה של בית המשפט בעניין קריספי כי מימון דק הוא עילה להדחיה, החלטת הרוב נשענה, בין היתר, על ההנחה שההתנהגות של בעל המניות באותו מקרה הייתה נגועה בחוסר תום לב. כך, למשל, מצא בית המשפט ש"המערער והחברה פעלו כגוף כלכלי אחד תוך שהמערער שולט שליטה מלאה בחברה". שם, בעמ' 131. יתרה מזו: בית המשפט אף התייחס לאישומים – שטרם הוכחו – שלפיהם בעל המניות באותו מקרה "פעל במירמה ונטל מנכסי החברה לעצמו" (שם).

29 ראו יוסף גרוס חוק החברות החדש 70-71 (מהדורה רביעית, 2007): "בתי המשפט נטו להרים המסך כאשר ההון העצמי של החברה אינו עומד ביחס סביר לסיכונים שנטלה על עצמה או ביחס סביר למינוף שנטלה. לאחר תיקון 3 ספק אם יש מקום להרמת מסך במקרה כזה". ראו גם דוד בקר הרמת מסך ההתאגדות – בראי חוק החברות, תיקון החוק והפסיקה החדשה 108-110, 113-114 (2002).

(2) בנסיבות הענין צודק ונכון לעשות כן, בשים לב לכך שהיה יסוד סביר להניח כי ניהול עסקי החברה לא היה לטובת החברה וכן היה בו משום נטילת סיכון בלתי סביר באשר ליכולתה לפרוע את חובותיה.

(ד) הרמת מסך לשם ייחוס חובות החברה לבעל מניה בה, תיעשה בשים לב ליכולת החברה לפרוע את חובותיה.

(ה) אין בהוראת סעיף זה כדי למנוע מבית המשפט להעניק סעדים אחרים, לרבות השעיית זכותו של בעל מניה מסוים בחברה להיפרע את חובו, עד לאחר שהחברה פרעה במלואן את כל יתר התחייבויותיה.

עיון בנוסחו של הסעיף לפני התיקון ואחריו מלמד על הצמצום שחל בעילה של הרמת מסך. באופן מעשי אפשר להצביע על שני שינויים מרכזיים בנוסחו החדש של סעיף 6 לחוק. ראשית, המחוקק ביטל את הוראות סעיף 6(ב) לחוק, שהעניק סמכות כללית להרמת מסך בכל מצב שבו מצא בית המשפט ש"צודק ונכון לעשות כן". תחת זאת, נוסחו החדש של סעיף 6 לחוק כולל רשימה סגורה של מצבים שבהם בית המשפט יכול להרים את מסך ההתאגדות. שנית, תחת נוסחו הקודם של סעיף 6 לחוק, הדחיית חובם של בעלי המניות הופרדה מהרמה של מסך ההתאגדות והסמכות לכך הוגדרה בסעיף 6(ה) לחוק. במצב חקיקתי זה, ההדחיה לא הייתה כפופה למבחנים המחמירים יחסית של הרמת מסך, ובתי המשפט היו חופשיים לאמץ מדיניות מתירנית יותר ביחס לסעד זה. לעומת זאת, בנוסחו החדש של סעיף 6 לחוק הוכפף סעד ההדחיה למבחנים הכלליים של הרמת מסך. התוצאה המעשית של מהלך זה היא צמצום מספר המקרים העובדתיים שיעמדו במבחני החוק להדחיה.

על המגמה שעומדת מאחורי תיקון 3 אפשר ללמוד מהרקע החקיקתי שלו. בדברי ההסבר להצעת החוק הממשלתית הובהר כי תכלית ההצעה היא לצמצם את המצבים שבהם אפשר להרים את מסך ההתאגדות, וליצור רשימה סגורה של עילות להפעלתו של הסעד הקיצוני.³⁰ יתרה מזו: דברי ההסבר אף התייחסו באופן ספציפי לנושא של הרמת מסך בשל מימון דק והבהירו כי "הרמת המסך במקרה של מימון דק תתבצע רק כאשר החברה [...] פעלה באופן הפוגע בטובת החברה, ותוך נטילת סיכון בלתי סביר באשר ליכולתה לפרוע את חובותיה".³¹ יש לציין כי גם הדעה המקובלת בקרב מלומדים לאחר חקיקתו של תיקון 3 הייתה שמימון דק לכשעצמו אינו עילה להרמה של מסך ההתאגדות. כך, למשל, טענה חביב-סגל כי ההסדר שבתיקון 3 מבהיר "כי אין די ב"מימון דק" [...]" על מנת להביא להרמת המסך".³²

30 הצעת חוק החברות (תיקון), התשס"ב-2002, ה"ח 3132, 638, 640.

31 שם, בעמ' 640.

32 אירית חביב-סגל דיני חברות 320 (2007).

העמדה שלפיה מימון דק לכשעצמו אינו עילה להרמת מסך מתחזקת גם לנוכח העיון במשפט המשווה. כפי שעמד על כך בהרחבה השופט רובינשטיין בחוות-דעתו, בתי המשפט בארצות-הברית דורשים יסוד של התנהגות לא הולמת בטרם ידחו חוב. כך, לדוגמה, בפסק הדין הידוע בפרשת *Lifschultz* קבע בית המשפט הפדרלי לערעורים: "the general rule is still that undercapitalization alone is insufficient for equitable subordination"³³.

בהקשר זה ראוי אף לציין כי ניסיונה של השופטת פרוקצ'יה להציג את עילת "הסיווג מחדש" (*Recharacterization*) הנהוגה בארצות-הברית כתומכת בתוצאה שאליה הגיעה מעוררת קשיים רבים.³⁴ בתי המשפט בארצות-הברית מקפידים להבחין בין הדחיה בשל מימון דק לבין סיווג מחדש של חוב כהון מניות.³⁵ עילת הסיווג מחדש משמשת כדי לטפל במצבים שבהם הושווה הון מניות כהלוואה.³⁶ במצבים כאלה בית המשפט מוסמך להתעלם מהמינוח הפורמלי שבחרו הצדדים ולראות בהלוואה חלק מהון המניות של החברה.³⁷ כפי שציננה השופטת פרוקצ'יה, עילת הסיווג מחדש איננה כוללת דרישה לאשם מצד המלווה.³⁸ עם זאת, עילת הסיווג מחדש כוללת שורה של מבחנים אחרים שנועדו לבחון את אמיתות ההלוואה. כך יוצא שהשופטת פרוקצ'יה בחרה יסוד אחד מתוך עילת הסיווג מחדש ו"הלבישה" אותו על עילה אחרת עם מבחנים אחרים.

יתרה מזו: בדיקה קפדנית של מבחני הסיווג מחדש שמפעילים בתי המשפט האמריקניים מלמדת על ספק גדול באשר ליכולת להפעיל עילה זו במקרה של ההלוואות בפרשת משמר העמק. כך, למשל, בתי המשפט בוחנים את התוכן של הסכם ההלוואה. ככל שקיימים הסכמי הלוואה פורמליים הכוללים מועדי פירעון, ריבית וכיוצא באלה, ייטו בתי המשפט לכבד אותם ולא לסווגם מחדש כהון מניות.³⁹ על-פי העובדות המעטות המוזכרות בפסק הדין בהקשר זה, בין בעלי המניות לחברה היה מערך של חוזים פורמליים שהגדירו את חבויות הצדדים.⁴⁰ מבחן נוסף בפסיקה האמריקנית מתמקד ביחס שבין בעלי המניות לבין עצמם. על-פי מבחן זה, אם החוב של בעלי המניות איננו פרופורציונלי לשיעור האחזקות שלהם בחברה, זוהי אינדיקציה חזקה לכך

33 ראו *In re Lifschultz Fast Freight*, 132 F.3d 339, 341 (1997).

34 ראו בפס' 54-52 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה בעניין משמר העמק, לעיל ה"ש 1.

35 לתיאור של שתי העילות ראו *Matthew Nozemack, Making Sense Out of Bankruptcy Courts' Recharacterization of Claims: Why Not Use § 510(c) Equitable Subordination?*, 56 WASH. & LEE L. REV. 689, 692-712 (1999).

36 שם, בעמ' 705-712.

37 שם.

38 ראו בפס' 54 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה בעניין משמר העמק, לעיל ה"ש 1.

39 *In re Autostyle Plastics, Inc.*, 269 F.3d 726, 750-751 (6th Cir. 2001).

40 ראו בפס' ה'-ר' לפסק דינו של השופט רובינשטיין בעניין משמר העמק, לעיל ה"ש 1 (תיאור החוב שאינו שנוי במחלוקת).

שמדובר בחוב אמיתי שאין לסווג מחדש.⁴¹ בעניין משמר העמק קשה להצביע על קשר ברור בין שיעור האחזקות של בעלי המניות לגודל החוב שלהם.⁴² לבסוף, אחד המבחנים בוחן את השימוש שנעשה בכספי ההלוואה. ככל שההלוואה שימשה למימון פעילות שוטפת של החברה (להבדיל מהשקעות בגורמי ייצור קבועים כדוגמת מקרקעין), כך יימנע בית המשפט לסווג מחדש כהון מניות.⁴³ כזכור, בעניין משמר העמק נבע חלק ניכר מהחוב לבעלי המניות ממעמדם כספקים ולא לצורך רכישות הוניות.⁴⁴ יוצא אפוא שבית המשפט ביקש לבודד ממד אחד מעילת הסיווג מחדש, תוך התעלמות מן העובדה שבחינה כוללת של עילה זו מצביעה על תוצאה שונה מזו שאליה הגיע.

לסיכום: תיקון 3 צמצם במידה ניכרת את העילות המאפשרות להרים את מסך ההתאגדות ובמידה ניכרת אף יותר את עילות ההדחיה. תכלית התיקון הייתה להגביל את השימוש בסעד זה למצבים, שבהם דבק אשם בבעלי המניות בשל אופן ניהולה של החברה ולא למצבים של מימון דק בלבד. יתרה מזו: גישה זו מבטאת את עמדתם של מלומדים בארץ ביחס לאופן פרשנותו של סעיף 6 לחוק ואת הדין בארצות-הברית. דברים אלה הספיקו לשופט המיעוט כדי לפרש את סעיף 6 לחוק כך שלא יאפשר הרמת מסך בשל מימון דק בלבד. לעומת זאת, שופטות הרוב בחרו לנקוט פרשנות שהתבססה על ניתוח תאורטי שממנו גזרו את הדין הרצוי. לאור זאת, תת-הפרק הבא יבחן בהרחבה את שאלת הדין הרצוי ביחס לחברות שמימנו את פעילותן באופן דק.

2. הדין הרצוי: קשיים בהנמקת הרוב בעניין משמר העמק

עד כה ראינו כי הניתוח של בית המשפט מעורר קשיים אל מול הוראות הדין המצוי. עם זאת, חלק ניכר מפסק הדין מוקדש לדיון בסוגיית הדין הרצוי. בתת-פרק זה של המאמר אבחן מקרוב את הרבדים של הנמקת הרוב במישור הדין הרצוי, ואטען כי לא ראוי היה לקבוע איסור גורף על מימון דק של חברות. תחת זאת צריך היה בית המשפט להתמקד בפערי המידע שבין הצדדים, ולבנות מערך של מצגים משתמעים שיסייעו להם להגיע להסדרים יעילים.

41 פרשת Autostyle, לעיל ה"ש 39, בעמ' 751.

42 על-פי פסק הדין היו לחברה בעקיפין שבעה בעלי מניות (ראו בפס' ב' לפסק דינו של השופט רובינשטיין בעניין משמר העמק, לעיל ה"ש 1) אך רק שניים מהם היו במעמד נושים. ביחס לשני בעלי מניות אלה – על אף שהחלק של רמת יוחנן בחברה היה גדול פי שלושה מזה של משמר העמק (זאת תחת ההנחה שחלוקת הבעלות באגודה השיתופית העמק היא שוויונית) – תביעות החוב היו כמעט זהות (השוו פס' ה'-ו' לפסק דינו של השופט רובינשטיין).

43 פרשת Autostyle, לעיל ה"ש 39, בעמ' 752-753.

44 ראו, למשל, פס' ו' לפסק דינו של השופט רובינשטיין בעניין משמר העמק, לעיל ה"ש 1.

(א) עקרון תום הלב, איזון זכויות ודיני הרמת מסך

אין חולק כי עקרון תום הלב זכה בעשורים האחרונים למעמד עליון בפסיקה הישראלית.⁴⁵ ככלות הכול, האם אפשר לטעון שראוי שאנשים ינהגו זה כלפי זה בחוסר תום לב או בחוסר הגינות? עם זאת, כלל לא ברור שעובדות משמר העמק הנוגעות לאופן מימון החברה משקפות בהכרח חוסר תום לב מצדם של בעלי המניות.⁴⁶ כדי להדחות את חובם של בעלי המניות בית המשפט מחויב להניח שיש משהו לא ראוי בכך שנושי החברה לא זכו לפרוע את התחייבויותיהם. אין חולק כי תוצאה זו אמנם איננה נעימה, אך כלל לא ברור שזוהי תוצאה לא ראויה. במקרה הזה נושי החברה הם שחקנים עסקיים שהתקשרו עם חברה בעירבון מוגבל, ביודעם שמסת הנכסים שממנה יוכלו להיפרע מוגבלת לנכסי החברה. כשם שאפשר לטעון שהחברה נהגה בחוסר תום לב בכך שמימנה את עצמה באופן דק, כך גם אפשר לטעון שהתנהגות הנושים לאחר התממשות הסיכון של חדלות הפירעון נגועה בחוסר תום לב: תחת קו מחשבה זה הנושים למעשה מתנערים בדיעבד מהקצאת הסיכונים הראשונית ומהסכמתם לכבד את מסך ההתאגדות של החברה, ומנסים לסרטט הסכמה חדשה שלפיה נשיית בעלי המניות כפופה לנשייתם. בשלב זה של הדיון אין בכוונתי לנתח באופן מלא איזו מטענות חוסר תום הלב הללו משכנעת יותר. כל שאני טוען בהקשר הנוכחי הוא שהפנייה לעקרון תום הלב איננה מסייעת במלאכת ההכרעה, שכן כלל לא ברור מיהו הצד תם הלב ומיהו הצד הנוהג בחוסר הגינות. טענה זו היא כמובן טענה כללית בדבר מקומו של עקרון תום הלב בהנמקה שיפוטית. בסופו של יום, עקרון תום הלב הוא עיקרון חלול,⁴⁷ כלומר: אין לו משמעות ללא תאוריה נורמטיבית חוץ-משפטית היוצקת לתוכו תוכן. תאוריה זו יכולה להתמקד בשיקולים כלכליים. כך, למשל, בית המשפט עשוי להשתמש בחובה להתנהג

45 ראו אהרן ברק פרשנות במשפט כרך רביעי – פרשנות חוזה 216-213 (2001); מיגל דויטש "תום-לב בשימוש בזכויות – "קווים אדומים" לתחולת העיקרון?" עיוני משפט יח 261, 262-261 (1994). להתייחסות הפסיקה ראו בג"ץ 1683/93 יבין פלסט בע"מ נ' בית הדין הארצי לעבודה בירושלים, פ"ד מז(4) 708, 702 (1993); ע"א 2643/97 גנו נ' בריטיש וקולוניאל חברה בע"מ, פ"ד נז(2) 385, 400 (2003); רע"א 6339/97 רוקר נ' סלומון, פ"ד נה(1) 199, 250 (1999). מובן לכאורה כי לאור מעמד זה של עקרון תום הלב אפשר לטעון כי הדיון בו הוא חלק מן הדיון בדין המצוי. עם זאת, לאור תוכנו העמום של עקרון זה (ראו להלן ה"ש 47-49 והטקסט הסמוך להן), הדיון במשמעות של עיקרון זה הוא בעיקרו נורמטיבי.

46 כזכור, החלטת בית המשפט רואה במימון דק לכשעצמו חוסר תום לב. בפני בית המשפט לא ניצבה תשתית עובדתית שאפשרה להסיק חוסר תום לב בניהול החברה. ראו בפס' ל"ח-מ"ה לפסק דינו של השופט רובינשטיין בעניין משמר העמק, לעיל ה"ש 1.

47 על חוסר ההגדרה שבמונחים דוגמת תום לב ראו Louis Kaplow & Steven M. Shavell, *Fairness Versus Welfare: Notes on the Pareto Principle, Preferences and Distributive Justice*, 32 J. LEGAL STUD. 331, 339 (2003) (ניתוח של חוסר המשמעות של מונח ה"הגינות").

בתום לב במשא ומתן כדי למנוע התנהגות לא יעילה.⁴⁸ לחלופין, בית המשפט יכול לצקת לחובה לנהוג בתום לב תכנים חלופיים הבאים לקדם ערכים אחרים דוגמת שוויון חברתי.⁴⁹ כך או אחרת, עקרון תום הלב לכשעצמו איננו יכול להצדיק את התוצאה שאליה הגיע בית המשפט.

בעיה דומה מתעוררת ביחס לנדבך השני של הנמקת בית המשפט – נדבך איזון הזכויות. כזכור, בית המשפט ערך איזון בין ההגנה על הזכות הרכושית של נושי החברה לבין ההגנה על חופש ההתאגדות של בעלי המניות. שאלה ראשונית שעולה בהקשר זה היא מדוע בחר בית המשפט למצב את זכותם של בעלי המניות כזכות לחופש התאגדות. ככלל, אנו נוהגים לראות את חופש ההתאגדות כמוטיב מתחום המשפט הציבורי-חוקתי, באה להגן על הזכות של קבוצת אנשים להתאגד אל מול המדינה המנסה למנוע זאת מהם.⁵⁰ פסק הדין (היחיד) שעליו הסתמך בית המשפט בהקשר זה הוא בג"ץ 253/64 ג'ריס נ' הממונה על מחוז חיפה (להלן: עניין ג'ריס),⁵¹ ודומה כי אין מתאים ממנו להדגים מדוע הפנייה לנושא חופש ההתאגדות של בעלי המניות היא מוקשה. עניין ג'ריס עסק בשאלת סמכותו של השלטון למנוע מחברי תנועת אל-אראד להתאגד. בהחלטה, שהפכה לאבן-יסוד במשפט החוקתי הישראלי, הכשיר בית המשפט העליון את החלטת הממונה על המחוז למנוע מחברי ההתארגנות להתאגד, בין היתר תוך התייחסות לניסיון המר של רפובליקת ויימאר ועליית המפלגה הנאצית לשלטון בגרמניה באמצעים דמוקרטיים.⁵² בניגוד לעניין ג'ריס, סוגיית החופש של בעלי המניות להתאגד לצורך גידול אפרוחים כפי שאירע בעניין משמר העמק איננה שנויה במחלוקת; התמקדות בה מסיטה את העין מן האינטרסים האמיתיים שעליהם נסב התיק.

מה היא אם כך הזכות הרלוונטית של בעלי המניות בהקשר שנדון בפרשת משמר העמק? השאלה שעמדה לפני בית המשפט היא סדר הנשייה בחברה חדלת פירעון. מצב של חדלות פירעון מתאפיין בעוגת משאבים מצומקת שאין בה די נכסים כדי לספק את מלוא התביעות של בעלי החוב. במצב דברים כזה, כלל הזכויות שעומדות על הפרק הן רכושיות, שכן בסופו של יום תפקיד המשפט הוא לחלק את העוגה על-פי סדר קדימויות כלשהו, כלומר: לנושי החברה יש זכות רכושית לפירעון חובם מן החברה. אולם גם לבעלי המניות בכובעם כנושים יש זכות רכושית לפירעון חובם מן החברה;⁵³ זו זכות

48 ראו, למשל, Lucian Arye Bebchuk & Omri Ben-Shahar, *Precontractual Reliance*, 30 J. LEGAL STUD. 423 (2001) (ניתוח של יעילות האחריות בגין ניהול משא ומתן חוזי בחוסר תום לב).

49 ראו הלה קרן דיני חוזים מפרספקטיבה פמיניסטית 347-345 (2004).

50 ראו אהרן ברק פרשנות במשפט כרך שלישי – פרשנות חוקתית 431-430 (1994).

51 פ"ד יח(4) 673 (1964).

52 שם, בעמ' 679.

53 יש לציין כי ניתוח זה משקף את הניתוח של בית המשפט בפסקי דין קודמים שדנו במעמד של סעד ההדחיה. ראו, למשל, בפרשת קריספי, לעיל ה"ש 28, פס' 10 לפסק דינה של השופטת דורנר

רכושית וגם זו זכות רכושית. אין כל סיבה לראות את זכותם של אלה כרכושית ואת זכותם של אלה כדבר מה אחר. הדברים קיצוניים אף יותר כשעסקינן בהרמת מסך מלאה ולא רק בהדחיית חוב, שכן הרמת מסך מלאה מאפשרת לנושים להיפרע מנכסיהם הפרטיים של בעלי המניות. העמדת נכסיהם הפרטיים של בעלי המניות לרשות נושי החברה לא משקפת רק פגיעה באינטרס רכושי ערטילאי, אלא גם פגיעה בזכויות קנייניות של בעלי המניות על-ידי נטילה של נכסים מכיס העושר הפרטי שלהם.

אולם, הקושי המרכזי בנימוק של איזון הזכויות לא נעוץ בעובדה שבית המשפט מאזן את הזכויות הלא נכונות. הקושי המרכזי נעוץ בעובדה ששיח איזון הזכויות לכשעצמו לא יכול להוליך את בית המשפט לפתרון השאלה שמונחת לפתחו. בדומה למונח תום הלב, גם "איזון הזכויות" הוא בפועל מונח חלול. אין חולק כי לא ראוי לקבל החלטה "לא מאוזנת", אך קביעה זו מותירה אותנו עם השאלה מהו האיזון הראוי בין הזכויות ומהי החלטה לא מאוזנת. התשובה לשאלות אלה יכולה להינתן אך ורק על-ידי היזקקות לתאוריות שהן חיצוניות למשפט.

לסיכום: שני הנדבכים שעליהם נסמך בית המשפט בהחלטתו – תום לב ואיזון זכויות – עוטפים את החלטתו ברטוריקה רבת-עוצמה. עם זאת, מונחים אלה לכשעצמם לא יכולים לספק צידוק להחלטתו של בית המשפט. לאור זאת אפנה עתה לבחינת הממדים המהותיים שבהחלטת בית המשפט בעניין משמר העמק.

(ב) צדק, הגינות ודיני חברות

בית המשפט סיפק שתי הנמקות מהותיות לתוצאה שאליה הגיע בפסק הדין. הראשונה היא במישור חוץ-תוצאתי ולפיה יש "עקרונות של צדק והגינות" (המובחנים משיקולי יעילות) המכתיבים את התוצאה.⁵⁴ השנייה מבוססת על ניתוח כלכלי-תוצאתי ומנסה לקדם קשר יעיל בין החברה לנושיה. את ניתוח הפן הכלכלי אני מותיר לתת-הפרק הבא; בשלב זה אתייחס לשאלת הצדק וההגינות בלבד. טענתי פשוטה למדי: כאשר בית המשפט קובע כללים משפטיים הבאים להסדיר יחסים רצוניים בין צדדים עסקיים (דוגמת היחסים שבין החברה לנושיה) שאינם משליכים מעבר לצדדים עצמם, השיקול הבלעדי שצריך להנחותו הוא יצירת כללים שיקדמו מערכת יחסים יעילה בין הצדדים – ולכן עליו להתעלם משיקולים חוץ-תוצאתניים.

היפותזת היעילות נובעת מן העובדה שבהקשר המסחרי-הסכמי רצון הצדדים הוא להתקשר באופן שישיא את רווחתם (ובעברית פשוטה יותר: 'מקסם את הרווח הכספי

(הכללים בדבר הדחיית זכויות נושים משקפים אפוא סטייה מעקרון החלוקה השוויונית באופן הפוגע בקניינם של הנושים הנדחים").

54 עניין משמר העמק, לעיל ה"ש 1, בפס' 11 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה.

שלם מהעסקה).⁵⁵ רצון הצדדים הוא בעל משמעות נורמטיבית בהקשר הזה משני טעמים. ראשית, ככל שהכלל המשפטי ההוגן איננו יעיל (וזה המצב המעניין מבחינה עיונית), אימוצו יגרור פגיעה ברווחה של חלק מהפרטים בלי שמצבם של אחרים יוטב. ההסבר לטענה זו נעוץ במנגנון ההסכמי. הואיל ובהקשר המסחרי החבויות של הצדדים הן רצוניות ומתומחרות, כל חריגה מן הכלל היעיל ביותר תשוכלל לתוך מחיר החוזה ותוביל לפגיעה באחד הצדדים או בשניהם.⁵⁶ פירוש הדבר הוא שמעבר מן הכלל ההוגן לכלל היעיל (אך לא הוגן) יוביל לשיפור במצב של חלק מן האנשים בחברה בלי לפגוע באף אחד אחר. במילים אחרות, אימוץ הכלל היעיל הוא שיפור פרטו בעוד שאימוץ הכלל ההוגן נוגד עיקרון זה.⁵⁷ לאור מעמדו הבלתי-שנוי במחלוקת של עיקרון זה מבחינה נורמטיבית,⁵⁸ אין זה ראוי לאמץ כללים משפטיים כופים הנוגדים אותו. שנית, בסיטואציה מסחרית-הסכמית אימוץ של כלל לא יעיל, המנוגד לרצון הצדדים, צפוי לגרור ניסיונות של הצדדים לעקוף אותו באמצעות אימוץ הסכמות שחורגות ממנו.⁵⁹ כך, למשל, הצדדים עשויים לבנות את עסקת ההשקעה של הנושים בחברה כך

55 לפיתוח של היפותזות היעילות בהקשר של כללי ברירת המחדל בחוזים ראו Mark P. Gergen, *The Use of Open Terms in Contract*, 92 COLUM. L. REV. 997, 1064-1072 (1992). לטיעון דומה בהקשר התאגידי ראו: FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 21-22 (1991).

56 לפיתוח טענה זו בהקשר של אחריות חוזית ראו Richard Craswell, *Efficiency and Rational Bargaining in Contractual Settings*, 15 HARV. J.L. & PUB. POL'Y 805, 833-835 (1992). כדי להמחיש את הטענה קחו לדוגמה את העובדות של עניין משמר העמק, לעיל ה"ש 1, והניחו כי לחברה יש את מלוא כוח המיקוח מול נושיה. במצב דברים כזה תוכל החברה לגלגל לנושיה את מלוא העלות הנוספת הכרוכה במימון פעילותה באופן הוגן אך לא יעיל. ככל שכוח המיקוח מחולק באופן מאוזן יותר, העלות של חוסר היעילות של הכלל המשפטי תתחלק באופן שוויוני יותר בין הצדדים. כך או אחרת, במצב חוזי שבו הצדדים מתמחרים מראש את הסיכונים שהם נוטלים, התערבות שיפוטית כופה ביחס לאופן של חלוקת הסיכונים תוביל לעלויות נוספות שהצדדים יצטרכו לשאת בהן.

57 לטענה כללית ברוח הטענה בטקסט ראו Louis Kaplow & Steven M. Shavell, *Any Non-Welfarist Method of Policy Assessment Violates the Pareto Principle*, 109 J. POL. ECON. 281 (2001).

58 לטיעון בדבר מעמדו הבלתי-שנוי במחלוקת של עקרון הפרטו בשיח המשפטי ראו Guido Calabresi, *The Pointlessness of Pareto: Carrying Coase Further*, 100 YALE L.J. 1211, 1215-1216 (1991). מעניין לציין כי אף כותבים המכירים באפשרות להתערבות כופה בדיני התאגידים שוללים אפשרות זו כשמדובר בפגיעה בעקרון הפרטו. ראו Ian B. Lee, *Efficiency and Ethics in the Debate About Shareholder Primacy*, 31 DEL. J. CORP. L. 533, 576 (2006).

59 טענה זו נובעת מן הטענה הכלכלית שלפיו כללי ברירת הדין צריכים להתאים לרצון של רוב הצדדים לחוזים, כדי לצמצם את הוצאות העסקה. לטיעון זה בהקשר החוזי ראו Charles J. Goetz & Robert E. Scott, *The Mitigation Principle: Toward a General Theory of Contractual Obligation*,

שחלק ממנה יוגדר כהון מניות כדי להעתיק סיכונים חזרה לנושים. ככל שהצדדים יצליחו במאמצים אלה, אימוץ הכלל ההוגן לא יוביל לשום שינוי במציאות העסקית, למעט העובדה שהוא יערים עוד קשיים ועלויות על הצדדים. התוצאה היא – שוב – שאימוץ כללים הוגנים (אך לא יעילים) צפוי להוביל לפגיעה בחלק מן הצדדים (ואולי אף בכולם) ללא כל תועלת לצדדים אחרים.

יש להדגיש את ממדיה הצרים של היפותזת היעילות המוצגת כאן. אין בכוונתי לטעון בחיבור קצר זה כי לשיקולים חוץ-תוצאתניים אין כל מקום במשפט;⁶⁰ יתרה מזו: אין בכוונתי אפילו לנסות ולטעון כי אין לשיקולים אלה מקום במסגרת דיני התאגידים.⁶¹ כך, למשל, ייתכן שראוי לנסות לקדם את ערך השוויון באמצעות הוראות חוק החברות אף במחיר פגיעה ביעילות.⁶² כל שאני טוען הוא שפרשת משמר העמק משקפת סיטואציה הסכמית שבה קשה להצביע על השלכות חברתיות רחבות. לאור זאת, כאשר בית המשפט נדרש להכריע מהו הכלל המשפטי שיחול על סיטואציה כזו, עליו לספק לצדדים את המוצר המשפטי שבו הם מעוניינים, קרי: הכלל המשפטי היעיל ביותר.

(ג) מידע, כוח מיקוח ומעמדם של נושים רצוניים

כאמור, דעת הרוב לא נסמכת רק על טיעונים מתחום הצדק וההגינות. חלק לא מבוטל ממנה מוקדש לדיון תוצאתני בהשפעות של כללים משפטיים על חיי המסחר. הנקודה המרכזית בהקשר זה היא החצנת הסיכונים הנובעת מהתאגדות באחריות מוגבלת. כאשר פעילות כלכלית מבוצעת במסגרת חברה, הגבלת האחריות של בעלי המניות מאפשרת להם להחצין סיכונים.⁶³ תופעה זו נובעת מכך שבמקרה של הצלחת המיזם העסקי בעלי המניות יכולים לגרוף לכיסם את כל רווחי הפעילות, ואילו במקרה של כישלון עסקי לא יוכלו נושי החברה להיפרע מבעלי המניות. ככל שפעילות החברה ממומנת יותר בעזרת הון חיצוני ופחות בעזרת הון עצמי של בעלי המניות, גודל ההחצנה גדל. לאור זאת יש

EATERBROOK & FISHCHEL, לעיל ה"ש 55, בעמ' 39-1. 69 VA. L. REV. 967, 971 (1983). לפיתוח הטעון בהקשר התאגידי ראו

60 לגישה שלפיה לא ראוי לתת כל משקל לשיקולים חוץ-תוצאתניים בשיח המשפטי ראו LOUIS KAPLOW & STEVEN M. SHAVELL, FAIRNESS VERSUS WELFARE (2002).

61 לדיון נרחב בשאלת העירוב של שיקולים חוץ-תוצאתניים בשיח דיני התאגידים ראו Lee, לעיל ה"ש 58.

62 ראו ס' 239 (ד) לחוק החברות ("בחברה שבמועד מינוי דירקטור חיצוני כל חברי הדירקטוריון שלה הם בני מין אחד, יהיה הדירקטור החיצוני הממונה בן המין השני"); ס' 18 לחוק החברות הממשלתיות, התשל"ה-1975, ס"ח 132 ("בהרכב דירקטוריון של חברה ממשלתית יינתן ביטוי הולם לייצוגם של בני שני המינים").

63 זוהר גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקצ'יה – חיבורי משפט 239, 260-261 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ'יה ומרדכי א' ראבילו עורכים, 1996).

לכאורה הצדקה להתערבות משפטית שתמנע מבעלי המניות ליצור החצנות שליליות כלפי נושיהם.

הקושי הגדול ביחס לטיעון ההחצנות הנובעות מהגבלת אחריות נובע מכך שבחלק גדול מהמקרים הקשר בין החברה לבין נושיה הוא רצוני. ככל שזהו המצב, נושי החברה יכולים לתמחר מראש את הסיכון שבהתקשרות עם גורם שאחריותו מוגבלת. כך, למשל, אם יזם לווה כסף מבנק לצורך הקמה של דוכן פלאפל, יש להניח שהבנק יגבה ממנו ריבית גבוהה יותר אם היזם יחליט לאגד את דוכן הפלאפל בחברה בעירבון מוגבל.⁶⁴ לאור זאת, גם אם בחלק מן המקרים אנו עדים לכך שנושים נפגעים מכך שבדיעבד אין לחברה משאבים לעמוד בהתחייבויותיה, נושים אלה פוצו מראש בגין הסיכון שנטלו כשהעבירו משאבים לרשות החברה. יתרה מזו: הואיל ובעלי המניות נושאים בעלות הסיכון שנוצר לנושים על-ידי תשלום פרמיית סיכון, יש להם תמריץ לצמצם סיכון זה.⁶⁵ יוצא אפוא שבהקשרים שבהם אנו עוסקים בנושים רצוניים, שתמחרו כראוי את עסקי החברה, כלל אין לדבר על יצירת החצנה באמצעות הגבלה של אחריות החברה,⁶⁶ שכן שני הצדדים לעסקה מפנימים את סיכוני העסקה באופן מלא. תחת זאת, במצבים כאלה יש לראות בצורת ההתאגדות אמצעי חוזי שבאמצעותו הצדדים מקצים סיכונים בינם לבין עצמם באופן יעיל.

בית המשפט היה מודע לטיעון התמחר, אולם דחה אותו משני טעמים.⁶⁷ ראשית, לעתים קרובות נושים כלל לא מודעים לרמת הסיכון הכרוכה בחברה ולכן הם לא מתמחרים כראוי את העסקה עמה. שנית, לעתים כוח המיקוח של החברה הלווה לא יאפשר לנושה לדרוש בטוחות מתאימות אף אם הוא מודע באופן מלא לסיכונים הכרוכים בעשיית עסקים עם החברה. אם צד לא יכול לשנות דברים בהתאם למידע שבידיו, מובן שלמידע לכשעצמו אין כל ערך. נבחן נקודות אלה אחת לאחת.

64 השאלה המרכזית בהקשר זה היא איזה מאגר נכסים יעמוד לרשות הבנק לצורך פירעון ההלוואה. אם, למשל, יבחר היזם להתאגד כחברה, אך יעמיד את נכסיו הפרטיים לרשות הבנק באמצעות ערבות אישית, יבוא הדבר לידי ביטוי בירידה של שיעור הריבית בהלוואה.

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

66 ראו לעניין זה בפס' 35 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה בעניין משמר העמק, לעיל ה"ש 1 ("עקרון האחריות המוגבלת של החברה, מעצם טיבו, מביא עמו החצנה של הסיכונים להפסדי החברה והעברתם משכמם של בעלי המניות לכתפי הנושים").

67 עניין משמר העמק, לעיל ה"ש 1, פס' 45 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה.

חוסר סימטריה במידע אכן עלול להוביל לחוסר יעילות בשוק.⁶⁸ אם, למשל, נושה מניח שיש לחברה מאגר נכסים ניכר שממנו יוכל להיפרע, ולאחר מכן הוא למד על כך שהחברה היא למעשה כלי ריק נטול נכסים, אי-אפשר לטעון שהנושה פוצה מראש עבור הסיכון שנטל על עצמו בפועל ושהעסקה בין הצדדים הייתה יעילה. נהפוך הוא: בהחלט ייתכן שבהינתן רמת הסיכון של החברה הנושה לא היה מסכים להתקשר עמה אילו היה לו מידע מלא על מצבה הפיננסי. אם כן, לבעלי המניות בחברה יש אינטרס להסתיר מן הנושים מידע שלילי ביחס לרמת הסיכון של החברה כדי להוזיל את העלות של גיוס ההון שלהם.

יש לציין כי ניתוח זה איננו חף מספקות. טיעון הנגד המרכזי הוא שצדדים ינסו להתגבר על חוסר היעילות הנובע ממצבים של חוסר סימטריה במידע באמצעות גילוי מידע אמין לצד שכנגד.⁶⁹ נושה השוקל להלוות כסף לחברה מודע לעובדה שאין בידיו מידע מלא על מצבה הפיננסי, ולכן הוא לכל היותר יוכל להניח שמצבה הוא כשל חברה "ממוצעת". לאור זאת, לחברה שרמת הסיכון שלה נמוכה מן הממוצע (כגון חברה הממומנת בהון עצמי נדיב מאוד) יש אינטרס לגלות מידע זה לנושה, כדי שיוריד את מחיר ההון שהוא גובה ממנה. החברה יכולה לאותת מידע זה לנושה באמצעים שונים זה מזה, החל במצגים פוזיטיביים היוצרים בסיס לחבות אישית וכלה בערבות אישית פורמלית של בעלי המניות. מרגע שחברות בעלות סיכון נמוך מן הממוצע מגלות באופן אמין את מצבן למשקיעים, בהכרח יעלה ממוצע הסיכון של יתר החברות בשוק, שלגביהן אין מידע. כפועל יוצא מכך, משקיעים יתמחרו סיכונים בהתאם לממוצע החדש, ולכל החברות שמתחת לממוצע זה יהיה אינטרס לגלות את המידע. לאורך זמן תוליד דינמיקה זו תמריצים לכל השחקנים בשוק (למעט, אולי, השחקנים המסוכנים ביותר) לאותת לנושים מהו מצבם הכספי.⁷⁰

68 התרומה הראשונית לחקר כלכלת מידע מופיעה אצל: George A. Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 Q.J. ECON. 488 (1970).

לסקירה מאוחרת של הספרות ראו: Paul M. Healy & Krishna G. Palepu, *Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature*, 31 J. ACCOUNTING & ECON. 405 (2001).

69 לפיתוח הרעיון של גילוי מידע רצוני בשוק תחרותי ראו Sanford J. Grossman, *The Informational Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality*, 24 J.L. & ECON. 461 (1981).

70 דוגמה מספרית עשויה להבהיר את הטיעון שבטקסט. הניחו כי בשוק פעילות ארבע חברות בעלות ארבע רמות סיכון: 10% סיכון של חדלות פירעון, 20%, 30% ו-40%. בשוק יש אסימטריה במידע, כלומר: החברות מודעות לרמת הסיכון שלהן ואילו הנושים מודעים לאפשרויות הסיכון אך אינם יודעים להבחין בין החברות. במצב המוצא יתייחסו הנושים לכל החברות באופן זהה ויניחו שהסיכון לחדלות פירעון הוא הממוצע של ארבעת הסיכונים: 25%. על-פי מדיניות תמחור זו, לחברות שנמצאות מתחת לממוצע הכללי (חברות עם סיכון לחדלות פירעון של 10% או 20%) יהיה כדאי

לאור דברים אלה הטוען בדבר חוסר מידע עשוי ליצור בסיס צר למדי להתערבות שיפוטית באופן המימון של חברות. בתי המשפט יכולים לצמצם את עלויות גילוי המידע של הצדדים על-ידי קביעת כלל היוצר מצג משתמע מצד בעלי המניות שלפיו החברה ממומנת באופן סביר.⁷¹ מצג משתמע כזה מאפשר לאדם המוכר לחברה באשראי נכס בעל ערך נמוך להניח שהיא ממומנת באופן סביר – וזאת ללא כל בחינה של ספריה וללא צורך בקבלת מצגים פוזיטיביים מן החברה.⁷² חיסכון זה משרת את האינטרסים של שני הצדדים, שכן הוא חוסך את עלויות העסקה הכרוכות ביצירת מצגים בדבר מצבה הכספית של החברה. יש לשים לב שהמסקנה המתבקשת מניתוח זה היא שאין הצדקה לקיומו של כלל קוגנטי האוסר על מימון דק של החברה. כך, למשל, ככל שנושאי החברה מודעים למצבה המימוני, אין זה מוצדק לאפשר להם להתנער מהקצאת הסיכונים הראשונית שלה הסכימו.⁷³

הקושי המרכזי בהנמקת בית המשפט איננו ביחס לשאלה של פרשנות המצג שיצר בית המשפט, אלא ביחס לשאלה אם נושאי החברה מעוניינים במידע נוסף על המימון הראשוני של החברה. קחו למשל את העובדות במקרה משמר העמק: האם היו נושאי החברה צפויים לשנות את התנהגותם (בנכונותם להלוות לחברה משאבים או באופן שבו תמחרו את נשייתם) אילו ידעו כי ההון העצמי של החברה הוא מאה תשעים ש"ח, בהינתן העובדה שהחברה הרוויחה מיליון וחצי ש"ח בשנת פעילותה האחרונה? יש להניח כי מידע מלא בדבר אופן מימונה של החברה לא היה מוביל את הנושים לשנות את התנהגותם במידה ניכרת, שכן עסקיה של החברה לימדו על כך שיש סיכוי גבוה שהיא

להציג לנושים מידע אמין על מצבן כדי לחסוך בהוצאות המימון שלהן. מרגע שהחברות המסוכנות פחות גילו לנושים את מצבן באופן אמין, הנושים יניחו שכל חברה שלא סיפקה להם מצג אמין היא ברמת סיכון של 30% או 40% ויתמחרו את האשראי שהם מעניקים לפי הסיכון הממוצע: 35%. במצב דברים זה, לחברות עם רמת סיכון של 30% גם יהיה כדאי להציג לנושים את מצבן הכספי. יוצא שבסופו של דבר רק החברות המסוכנות ביותר (אלה עם רמת סיכון של 40%) יסרבו להציג מצג כלשהו לנושים, והאשראי שלהן יתומחר בהתאם.

71 ראו Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Limited Liability and the Corporation*, 52 U. CHI. L. REV. 89, 113 (1980) (להלן: Easterbrook & Fischel, *Limited Liability*).

72 שם. יש לציין כי איסטרברוק ופישל לא דנים בשאלה מהו אותו "מימון סביר" שמיוחס לחברה. בלי לקבוע מסמרות בעניין יש לציין כי ככל שהכלל שמאמצים הוא כלל המימון מצג ולא איסור קוגנטי, הרי המימון שאותו יש לייחס לחברה יהיה רחב יותר וישקף ערכים כמו המימון הממוצע או המימון השכיח בשוק. במובן זה אפשר יהיה להרחיב את הדרישה הצרה יחסית של בית המשפט בעניין משמר העמק, לעיל ה"ש 1, פס' 37 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה, המתייחסת למימון דק קיצוני בלבד.

73 יש לציין כי בית המשפט התייחס במפורש למודעות הנושה כדבר העשוי להשפיע על בחינת הכשרות של מימון החברה. ראו עניין משמר העמק, שם. ככל שבית המשפט ידגיש את ממד המודעות יהיה בכך כדי לקרב את יישום ההלכה למישור המצג בלבד.

תוכל לעמוד בהתחייבויותיה. באופן כללי יותר, המידע שמעניין את נושי החברה הוא יכולתה של החברה לפרוע את התחייבויותיה ולא שאלת ההון העצמי הראשוני שלה.⁷⁴ לאור זאת, ככל שמטרתו של בית המשפט היא לצמצם את פערי המידע בין הצדדים (מטרה שכאמור איננה נקייה מספקות), ראוי היה למקד את תוצאת פסק הדין ביצירת מצגים משתמעים בדבר מצבה הפיננסי של החברה כפי שהוא בזמן יצירת יחסי הנשייה, ולא כפי שהיה בזמן הקמת החברה.⁷⁵

בית המשפט היה מודע ככל הנראה לקושי שבהדגשת אופן המימון הראשוני של הפירמה בלבד. על רקע זה ציין בית המשפט בהערת אגב כי החובה למימון הולם היא חובה מתמשכת, החלה על בעלי המניות גם אחרי שלב ההקמה של החברה.⁷⁶ לאור זאת, לכאורה, בעלי המניות של חברה שהוקמה באמצעות מימון סביר והונה העצמי נשחק עם הזמן בשל נסיבות עסקיות אובייקטיביות (תחרות ענפית, משבר כלכלי עולמי וכיוצא באלה) מחויבים, על-פי הלכת משמר העמק, להזרים הון נוסף לחברה כדי למנוע את קריסתה. זוהי קביעה רדיקלית החורגת מן הדין שנהג בארץ עד להלכת משמר העמק.⁷⁷ וחורגת אף מהמקובל בדיני החברות האירופיים שבהם יש חובת מימון מינימלי בשלב ההתאגדות של החברה.⁷⁸ הפירוש המעשי של אמרת אגב זו הוא ביטול מוחלט של רעיון האחריות המוגבלת של התאגיד; ימים יגידו עד כמה יבחר בית המשפט ליישמה בפועל. אם כן, נעבור לבחון את הנדבך השני בהנמקת בית המשפט, הנוגע לפערי כוח בין הצדדים. ההנחה הסמויה בטיעון בדבר כוח המיקוח היא שהצד בעל הכוח מנצל אותו כדי לכפות על הצד השני הסדר שהוא אמנם רווחי עבורו, אך לא יעיל. ההנחה היא שבהינתן כוח מיקוח מאוזן, העסקה ההיפותטטית בין הצדדים הייתה קובעת הסדרים שהיו נוחים יותר לצד נטול כוח המיקוח. דומה כי אפשר לערער על ההנחה העובדתית של בית המשפט, שלפיה מצב שבו יום המקים עסק חדש (זכרו כי עסקינן בשאלת ההון המינימלי הנדרש לצורכי התאגדות ראשונית) נמצא בעמדת כוח אל מול הנושים הפוטנציאליים שלו – רובם עסקים מבוססים – הוא מצב שכיח. תופעה זו ודאי איננה אחידה בכל מגזרי

74 ראו Luca Enriques & Jonathan Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Capital Rules*, 86 CORNELL L. REV. 1165, 1186-1187 (2001).

75 ודוק: אינני טוען כי אין כל נפקות לשאלת אופן המימון של החברה מנקודת ראותם של בעלי המניות. אין חולק כי אילו הייתה החברה ממומנת בעזרת הון מניות גדול יותר היה הדבר מטיב את מצבם של נושי החברה; טענתי היא רק שבחלק גדול מן המקרים מדובר בשיקול בעל ערך משני.

76 עניין משמר העמק, לעיל ה"ש 1, פס' 24 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה (קביעת דרישה ל"קיום יחס נאות בין נכסי החברה לבין התחייבויותיה, הן בשלב הפתיחה בעסקים והן במהלך פעילותה של החברה, בדרך העסקים הרגילה").

77 ראו עמיר ליכט "הרמת מסך והדחיית חוב לאחר תיקון 3 לחוק החברות: מה נשתנה?" תאגידים ב(3) 65, 79 (2005).

78 ראו Enriques & Macey, לעיל ה"ש 74, בעמ' 1199.

הכלכלה, ודומה כי ראוי היה לבססה לפני שתיהפך ליסוד בהנמקה שיפוטית. עם זאת, אף אם נקבל הנחה עובדתית זו, טיעון כוח המיקוח נותר לא משכנע.

הקושי המרכזי בטיעון כוח המיקוח הוא במישור העיוני. לא ברור מדוע צד שכוח המיקוח שלו עודף ירצה לנצל כדי ליצור התקשרות חוזית לא יעילה. במידה רבה ההיגיון מחייב התנהגות הפוכה של הצד בעל הכוח, שכן מתוקף כוחו הוא יכול לגרוף לכיסו את כל העודף החוזי שנוצר בהתקשרות. לאור זאת, צד בעל כוח מיקוח עודף צפוי דווקא להציע לצד שכנגד את תנאי ההתקשרות האופטימליים, משום שתנאים כאלה ישיאו את שווי החוזה ולכן גם את רווחיו מהחוזה.⁷⁹ העובדה שהצד החזק ינצל את כוחו כדי לתמחר את החוזה כך שיגרוף את עיקר הרווחה שנוצרת ממנו, איננה אומרת דבר ביחס לשאלת יעילותו של ההסדר החוזי. בהקשר שבו עסקינן אין שום סיבה להניח שחברה בעלת כוח מיקוח עודף מול נושיה תנצל אותו כדי להתעקש על רמת מימון נמוכה ולא יעילה. תחת זאת תעדיף החברה לממן את עצמה באופן היעיל ביותר (מנקודת הראות של שני הצדדים) – ולאחר מכן לנצל את כוחה אל מול נושיה כדי להוריד את שיעור הריבית שהיא משלמת להם למינימום. מדיניות כזו תניב לחברה רווחים גבוהים יותר ממדיניות מימון לא יעילה, שתקטין את העוגה החוזית הניתנת לחלוקה בין הצדדים.

ודוק: בהחלט אפשר לדמיין מצבים שבהם צד בעל כוח מיקוח עודף נהנה גם מיתרון במישור המידע וכתוצאה מכך מצליח ליצור הסדרים רווחיים עבורו, אך לא יעילים מבחינת סך הרווחה החברתית. כך, למשל, נטען כי חוזים צרכניים לעתים מתוכננים באופן מורכב כדי להקשות באופן מכוון על ציבור הצרכנים וליצור פערי מידע;⁸⁰ אולם שורש הבעיה בהקשר זה הוא פערי המידע, שבהם אפשר לטפל כמתואר לעיל – ולא פערי הכוחות.

(ד) נושים לא רצוניים

הניתוח עד כה התייחס למעמדם של נושים רצוניים, שמעצם טבעם יכולים לשקול אם הם מעוניינים ליצור מערכת של יחסי נשייה עם החברה. עם זאת, כפי שציין בית המשפט

79 ראו אריאל פורת "שיקולי צדק בין הצדדים לחוזה ושיקולים של הכוונת התנהגויות בדיני החוזים של ישראל" עיוני משפט כב 647, 670-674 (1999); David Gilo & Ariel Porat, *A Market-Based Approach to Consumer Products* 8-9 (לא פורסם) (כתב-יד של המאמר מצוי בידי המחבר).
לניתוח מוקדם של שאלת כוח השוק ויעילות חוזים ראו: M. J. Trebilcock, *The Doctrine of Inequality of Bargaining Power: Post-Benthamite Economics in the House of Lords*, 26 U. TORONTO L.J. 359 (1976).

80 ראו David Gilo & Ariel Porat, *The Hidden Roles of Boilerplate and Standard-Form Contracts: Strategic Imposition of Transaction Costs, Segmentation of Consumers and Anticompetitive Effects*, 104 MICH. L. REV. 983 (2006).

בצדק רב, מערך טיעונים זה איננו רלוונטי לנושים לא רצוניים, שלהם לא הייתה כל הזדמנות לתמחר כראוי את יחסיהם עם החברה.⁸¹ אין חולק כי הגבלת האחריות ביחס לנושים לא רצוניים עלולה להוביל את החברה לקחת סיכונים לא יעילים, שכן בעלי המניות לא יפנימו סיכונים אלה באופן מלא מראש באמצעות מנגנון חוזי או בדיעבד באמצעות מנגנון נזיקי.⁸² אם כן, לכאורה קיומם של נושים לא רצוניים הוא הצדקה חזקה לתוצאה שאליה הגיע בית המשפט בפרשת משמר העמק.

יחד עם זאת, אף היוקמותו של בית המשפט לעניין הנושים הלא רצוניים מעוררת שורה של קשיים המובילים למסקנה שאין בנימוק זה כדי להצדיק את התוצאה שאליה הגיע. הקושי הראשון נעוץ במערך העובדתי של עניין משמר העמק. עובדות המקרה כלל לא מעוררות את סוגיות הנושה הלא רצוני, שכן הנושים נשוא פסק הדין הם כולם נושים רצוניים. יוצא אפוא שבית המשפט השתמש בהנמקה שאינה ממין העניין כדי להכריע בסכסוך שבפניו. יודגש כי עניין זה איננו פרוצדורלי אלא מהותי: השיקולים ביחס לקבוצות הנושים הם שונים וכתוצאה מכך גם המדיניות הנגזרת. כך, למשל, הנסמן וקרמן ממליצים על זניחה מוחלטת של רעיון האחריות המוגבלת ביחס לנושים נזיקיים, תוך שימור המצב הקיים ביחס לנושים חוזיים.⁸³ פתרון זה יוכל למנוע את בעיות סיכון היתר ביחס לנושים נזיקיים, תוך שמירה על מנגנון תמחור יעיל ביחס לנושים רצוניים.⁸⁴ קושי נוסף בהתייחסות של בית המשפט לנושים לא רצוניים נמצא במישור העיוני. כלל לא ברור שהלכת משמר העמק היא דרך ראויה להתמודד עם בעיית החצנת הסיכונים לנושים לא רצוניים, מכמה סיבות. ראשית, מעצם טבעו, מנגנון שיפוטי של קביעת רף מימון מינימלי צפוי להוביל לקביעת רף שגוי בחלק גדול מן המקרים. בית המשפט בהכרח יקבע רף ממוצע של מימון נדרש, וזאת בהתאם לאופי פעילות החברה (חברת תרופות למול מספרה) והיקף הפעילות (רשת מספרות ארצית למול מספרה שכוניתית). הפירוש המעשי של הדבר הוא שלאורך זמן הדרישות שיציב בית המשפט לא תתאמנה לחברות באופן פרטני ותצבנה עליהן דרישה כבדה מדי או נמוכה מדי.

שנית, כלל משפטי המבוסס על בחינה של שאלת אופן מימון החברה רק לאחר שהתמוטטה בפועל חשוף לכשלים הנוגעים להחלטות המצריכות הערכה בדיעבד של שיקול-דעת. יש ספרות פסיכולוגית ענפה המצביעה על כך שמקבלי החלטות נוטים

81 ראו Easternbrook & Fischel, *Limited Liability*, לעיל ה"ש 71, בעמ' 107-108, וכן עניין משמר העמק, לעיל ה"ש 1, פס' 43 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה.

82 זו למעשה תתי-קבוצה של המקרים שבהם אין למזיק די משאבים כדי לשלם את מלוא נזקי הניזוק ולכן הוא בוחר לייצר עודף סיכונים. לניתוח הנקודה ראו Steven M. Shavell, *The Judgment Proof Problem*, 6 INT'L REV. L. & ECON. 45 (1986).

83 ראו Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, 100 YALE L.J. 1879, 1919-1920 (1991).

84 שם.

להעריך הסתברויות של אירועים בדיעבד באופן מוטא כלפי מעלה.⁸⁵ כך, למשל, יש לאנשים נטייה להעריך התנהגות כרשלנית בדיעבד, אך לפני מעשה הם לא היו מחליטים להשקיע באמצעי זהירות.⁸⁶ יש לציין ששופטים אינם חסינים להטיה זו וגם הם נוטים להעריך הסתברויות בדיעבד באופן מוטא כלפי מעלה.⁸⁷ לאור ממצאים אלה, כלל הבוחן את מימון החברה בדיעבד עתיד לגרור מקבלי החלטות להניח שקריסת החברה הייתה צפויה ושאופן מימונה מצדיק הטלת אחריות על בעלי המניות.

שלישית, הלכת משמר העמק יוצרת חוסר ודאות לשחקנים במגרש העסקי המעוניינים לכלכל את צעדיהם ולציית להוראות החוק. דרישת הון עצמי מינימלי הנאכפת על-ידי בתי המשפט בדיעבד לא מאפשרת ליזמים לדעת בזמן קבלת ההחלטה על ההתאגדות מהו ההון שהם חייבים להעמיד לרשות התאגיד כדי לעמוד בדרישות הדין. זאת להבדיל, למשל, מדרישת הון עצמי מינימלי הקבועה בחוק, המאפשרת ליזם לדעת בוודאות את כמות ההון העצמי שעליו להעמיד לרשות התאגיד. קחו לדוגמה יזם המתכנן להקים עסק הדומה באופיו ובהיקפי פעילותו לחברה בפרשת משמר העמק. היזם שלנו יודע כעת שהון עצמי של מאה תשעים ש"ח עלול להוביל להדחיית חובו ואף להרמת מסך במקרה של כישלון עסקי; אולם מהו ההון העצמי המינימלי שיבטיח ליזם שלנו שכל עוד ינהל את עסקיו ביושר יכבדו בתי המשפט את מסך ההתאגדות? התשובה היחידה שפסק הדין מעניק לנו בהקשר זה הוא שהסכום צריך לשקף "יחס נאות בין נכסיה לבין התחייבויותיה" של החברה, לאור "עקרונות כלליים של תום לב והגינות החלים על החברה כלפי ציבור נושיה".⁸⁸ מבחינה מעשית פסיקה זו לא מספקת ליזמים הנחיה שהם יכולים לפעול לאורה. הסכנה המרכזית בהקשר זה היא שתוספת הסיכון עלולה להוביל יזמים לוותר על פעילות עסקית ובכך לפגוע ברווחה המצרפית.

85 לתרומה מוקדמת לספרות זו ראו Baruch Fischhoff, *Hindsight ≠ Foresight: The Effect of Outcome Knowledge on Judgment Under Uncertainty*, 1 J. EXPERIMENTAL PSYCHOL.: HUM. PERCEPTION & PERFORMANCE 288 (1975); Stephen J. Hoch & George F. Loewenstein, *Outcome Feedback: Hindsight and Information*, 15 J. EXPERIMENTAL PSYCHOL.: LEARNING MEMORY & COGNITION 605, 605 (1989); John C. Anderson, D. Jordan Lowe & Philip M. J. Reckers, *Evaluation of Auditor Decisions: Hindsight Bias Effects and the Expectation Gap*, 14 J. ECON. PSYCHOL. 711, 725-731 (1993).

86 ראו Kim A. Kamin & Jeffrey J. Rachlinski, *Ex Post ≠ Ex Ante: Determining Liability in Hindsight*, 19 L. & HUM. BEHAV. 89 (1995).

87 ראו Chris Guthrie, Jeffrey J. Rachlinski & Andrew J. Wistrich, *Blinking on the Bench: How Judges Decide Cases*, 93 CORNELL L. REV. 1, 24-28 (2007); Chris Guthrie, Jeffrey J. Rachlinski & Andrew J. Wistrich, *Inside the Judicial Mind*, 86 CORNELL L. REV. 777, 797-805 (2001).

88 עניין משמר העמק, לעיל ה"ש 1, פס' 30 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה.

(ה) הדין הרצוי: דיני חברות בסביבה תחרותית

בשולי הדיון בדין הרצוי יש לציין כי בטווח הארוך החלטת בית המשפט בעניין משמר העמק עשויה להוביל להשלכות מרחיקות-לכת בעידן הגלובלי של דיני החברות. ככל שעסקינן בהחלטת התאגדות, הגדלת הסיכון להרמת מסך עלולה לגרור בעלי מניות להחליט להימנע משימוש בדין הישראלי ולהתאגד תחת דין זר, המעניק להם הגנה רחבה יותר. דיני החברות כיום הם חלק משוק משפטי שבו גופים הנתונים למרות המשפט בוחרים את הכללים המשפטיים שלהם יהיו נתונים.⁸⁹ תופעה זו בולטת במיוחד בתחום דיני החברות, שבו חברות יכולות בקלות יחסית להמיר את הדין שהן כפופות לו באמצעות שינוי הדין שתחתיו התאגדו.⁹⁰ זה שנים רבות חברות שמרכז עסקיהן נמצא בישראל בוחרות "לרדת" מהארץ ולהתאגד תחת דין זר.⁹¹

כדי להבין את חשיבות השאלה של דרישת המימון המינימלי להחלטת ההתאגדות של החברה, די להתבונן ב"ניסוי הטבעי" שערכה אירופה בנושא הזה בשנים האחרונות. ב-1999 הרחיב בית המשפט האירופי העליון בפרשת *Centros* את יכולתם של יזמים ביבשת לבחור תחת איזה דין חברות במסגרת האיחוד האירופי הם מעוניינים להתאגד.⁹² עד אותו שלב נהגו מדינות האיחוד לחייב חברות להתאגד תחת הדין של המדינה שבה היו מרוכזים עיקר עסקיהן.⁹³ הנתון המעניין לענייננו הוא שמאז הלכת *Centros* החלו חברות אירופיות לנדוד ממדינות שדרשו הון מינימלי לצורכי התאגדות ועברו להתאגד תחת הדין הבריטי שלא כולל דרישה כזו.⁹⁴ יתרה מזו: מדינות אירופיות דוגמת גרמניה והולנד, שהנהיגו דרישות להון מינימלי, החלו לסגת מדרישות אלה אל נוכח הלחץ התחרותי מצד הדין הבריטי.⁹⁵ לאור החופש שהדין הישראלי מעניק ביחס למקום ההתאגדות, גם אם אופציית ההתאגדות תחת דין זר איננה זמינה לחברות ישראליות רבות כיום, בטווח הרחוק ירידה בעלויות אלה צפויה להביא לכך שחברות ישראליות יבחרו לא להתאגד תחת הדין הישראלי.

89 לתזה הכללית בעניין המשפט כמוצר ראו ERIN A. O'HARA & LARRY E. RIBSTEIN, THE LAW MARKET (2009).

90 שם, בעמ' 107-131.

91 ראו אדווארד ב. רוק "ירידת חברות?" משפטים לו 161 (2006).

92 ראו Case C-212/97, *Centros Ltd. v. Erhvervs-og Selskabsstyrelsen*, 1999 E.C.R. I-1459.

93 לדין ברקע של פסק הדין ובהשלכות שלו ראו Werner F. Ebke, *Centros – Some Realities and Some Mysteries*, 48 AM. J. COMP. L. 623 (2000).

94 ראו Marco Becht, Colin Mayer & Hannes F. Wagner, *Where Do Firms Incorporate: Deregulation and Cost of Entry*, 14 J. CORP. FIN. 241, 250-252 (2008).

95 שם, בעמ' 252.

ככל שבתי המשפט ינסו למנוע מגמה זו על-ידי אכיפה של דיני הרמת המסך המקומיים גם על חברות מקומיות שיתאגדו תחת דין זר,⁹⁶ מהלך שיפוטי שכזה עלול להוביל חברות להעתיק את הפעילות הכלכלית הממשית שלהן מישראל למדינות זרות שבהן לא צפוי להן איום של הרמת מסך. כך, למשל, מדינות בארצות-הברית שהסדירו ברגולציה מכבידה את היחסים שבין רשתות וזכיינים שלהן, ומנעו מהרשתות לעקוף רגולציה זו באמצעות תניות ברירת דין של חוזה הזכיינות, מצאו את עצמן אל מול יציאה גאוגרפית של הרשתות מתחום השיפוט שלהן.⁹⁷ ירידת חברות המתמקדת בדין ההתאגדות פוגעת במגזרים צרים למדי המספקים לחברות שירותים הקשורים להתאגדות (עורכי-דין, למשל), אך נטישה פיזית של עסקים עלולה להוביל לפגיעה במגזרים רחבים בהרבה.

יודגש כי הדיון לעיל מנותק מהסוגיה בדבר יעילות התחרות בין מדינות בתחום דיני החברות. ספרות ענפה בוחנת את מידת יעילותה של תחרות זו.⁹⁸ זרם מרכזי בספרות זו טוען כי מדינות נתונות ב"מרוץ לתחתית" הדוחף אותן לאמץ מערך דינים לא יעיל.⁹⁹ עם זאת, אף זרם זה מסכים להנחות הפוזיטיביות של מודל התחרות; קרי: שחברות תעתקנה את דין מקום ההתאגדות שלהן (ואולי אף את פעילותן) למדינות שיספקו להן את מערך הדינים שבו הן חפצות.¹⁰⁰ במצב דברים כזה, כל עוד אין מערכת רגולטורית עולמית המונעת את המרוץ, האינטרס של כל שיטת משפט הוא להיכנע ללחץ התחרות. במונחים של תורת המשחקים, אם שיטת המשפט הישראלית נתונה בדילמת אסירים

96 בארצות-הברית, שבה יש תחרות עזה בין מדינות בתחום דיני החברות, רוב המדינות מחילות את דין מקום ההתאגדות על התדייניות בהרמת מסך. ראו Gregory Scott Crespi, *Choice of Law in Veil-Piercing Litigation: Why Courts Should Discard the Internal Affairs Rule and Embrace General Choice-of-Law Principles*, 64 N.Y.U. ANN. SURV. AM. L. 85, 90 (2008) לקריאה לשינוי מדיניות זו ולמעבר לכללי ברירת דין שאינם מבוססים על בחירת בעלי המניות ראו שם בעמ' 98-109.

97 ראו Jonathan Klick et al., *The Effect of Contract Regulation: The Case of Franchising* (כתבי-יד של המאמר מצוי בידי המחבר). פורסם

98 ראו, לדוגמה, William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, 83 YALE L.J. 663 (1974); Ralph K. Winter, Jr., *State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation*, 6 J. LEGAL STUD. 251 (1977); Daniel R. Fischel, *The "Race to the Bottom" Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law*, 76 NW. U.L. REV. 913 (1982); Lucian Arye Bebchuk, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, 105 HARV. L. REV. 1435 (1992).

99 לטענה כללית בדבר חוסר היעילות של התחרות ראו Cary, שם. לפיתוח מעודן יותר של טענת חוסר היעילות בהקשרים ספציפיים של דיני החברות ראו Bebchuk, שם.

100 ראו Bebchuk, שם, בעמ' 1455-1456.

בהשוואה לשיטות משפט אחרות, כדאי לה לבחור באסטרטגיה ה"בגידה" שכן היא יכולה להיות סמוכה ובטוחה שזו תהיה בחירתן של כל שיטות המשפט האחרות.¹⁰¹

3. פתרון אפשרי: כללי החלוקה

לסיום ברצוני לטעון כי עובדות המקרה בפרשת משמר העמק אפשרו פתרון משפטי פשוט בהרבה מזה שהגיע אליו בית המשפט בסופו של דבר. כזכור, החברה אמנם הוקמה עם הון עצמי מינימלי, אך הרוויחה בשנת הפעילות הראשונה שלה מיליון וחצי ש"ח. עם זאת, כסף זה לא נותר בקופת החברה כהון עצמי אלא חולק כדיבידנד או הומר להלוואות בעלים. ודוק: המרה להלוואות בעלים יכולה להתבצע רק לאחר שהכספים היו של בעלי המניות כדי להלוות, ולכן למעשה כל הסכום האמור חולק כדיבידנד וחלקו נותר בתוך החברה במעמד של הלוואה. למהלך של חלוקת הדיבידנד עשויה להיות נפקות משפטית מבחינת יכולתם של נושי החברה להיפרע מבעלי המניות.

חוק החברות קובע כללים ביחס ליכולתם של בעלי המניות להעביר משאבים מכיס העושר של החברה אל כיס העושר הפרטי שלהם. הכללים לעניין זה מופיעים בפרק השני של החלק השביעי לחוק, העוסק בשמירת ההון של החברה ובכללי חלוקה. מטרתו המרכזית של חלק זה בחוק היא לקבוע כללים שיגבילו את יכולתם של בעלי המניות למשוך נכסים מתוך החברה. לב ההסדר מופיע בסעיף 302 לחוק, הקובע שני מבחנים מצטברים כדי שחלוקת דיבידנד תיחשב חוקית. המבחן הראשון הוא מבחן הרווח, שלפיו חברה רשאית לחלק דיבידנדים רק אם הם חלק מהעודפים שלה על-פי כללי החשבונאות המקובלים.¹⁰² המבחן השני הוא מבחן יכולת הפירעון, שלפיו חברה רשאית לחלק דיבידנד כל עוד אין "חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות, בהגיע מועד קיומן".¹⁰³

מבחינת מבחן הרווח, עובדות עניין משמר העמק לא מעוררות קושי מיוחד שכן לכאורה היו במאזן החברה עודפים הניתנים לחלוקה. לעומת זאת, ביחס למבחן יכולת הפירעון יש ספק אם חלוקת הדיבידנד שביצעה החברה הייתה חוקית. מבחן יכולת הפירעון הוא מבחן משפטי-מהותי, הבוחן אם חלוקת הדיבידנד יצרה סיכון לא סביר

101 לניתוח תחרות בין מדינות אגב שימוש בדילמת האסירים ראו Jenna Bednar & William N. Eskridge, Jr., *Steadying the Court's "Unsteady Path": A Theory of Judicial Enforcement of Federalism*, 68 S. CAL. L. REV. 1447, 1470-1475 (1995).

102 ראו ס' 302(א) ו-302(ב) לחוק החברות. להשלמת התמונה יש לציין כי לפי הוראות ס' 302(ב) חברה תעמוד במבחן הרווח אף אם צברה רווחים בשנתיים האחרונות לפעילותה, גם אין במאזנה יתרת עודפים.

103 שם.

ליכולת של החברה להחזיר הלוואות.¹⁰⁴ בהקשר זה יבחן בית המשפט נושאים דוגמת מידת הצפיות של המשבר הכספי של החברה, בשים לב למשך הזמן שחלף מחלוקת הדיבידנד ועד למשבר.¹⁰⁵ בחינה זו תתבצע מנקודת הראות של מקבל החלטת החלוקה בזמן קבלתה ולא על-פי התוצאות בפועל של החלוקה.¹⁰⁶ לאור מבנה ההון של החברה, דומה שאפשר להעריך שניתן היה לקבוע שחלוקת הדיבידנדים של החברה לא עמדה במבחן יכולת הפירעון, והציבה את החברה במצב של חשש סביר לכך שלא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה, שכן היא השיבה אותה למצב של מימון דק שבו כל תנודה שלילית קטנה בעסקיה עלולה להוביל להתמוטטותה.

קביעה שחלוקת הדיבידנדים הייתה אסורה יכלה להצמיח לנושי החברה כמה סעדים. ראשית, אל מול בעלי המניות של החברה עמדה האפשרות לתבוע השבה של הדיבידנדים שחולקו שלא כדין.¹⁰⁷ החוק אמנם דורש כי תוכח מודעות של בעל המניות להיותה של החלוקה אסורה, אולם לאור העובדה שפרשת משמר העמק עסקה בחברה פרטית עם מספר מועט של בעלי מניות, דומה כי נושי החברה יכלו לעמוד בנטל זה. שנית, החוק מאפשר להטיל אחריות אישית על הדירקטורים שאישרו את חלוקת הדיבידנד.¹⁰⁸ יוצא אפוא שמבחינה מעשית כללי החלוקה של החוק אפשרו לבית המשפט להגיע לתוצאה דומה לזו שאליה הגיע בפסק דינו.¹⁰⁹

לכאורה אפשר לטעון כי אם מותר להקים חברה הממומנת באופן דק, אין היגיון באיסור על חלוקת דיבידנד שבסך הכול מחזירה את החברה למצב שבו מותר היה לה להימצא עם הקמתה. עם זאת, יש כמה שיקולים המצדיקים הבחנה בין מצבה של החברה בזמן הקמתה למצבה כתוצאה מחלוקת דיבידנד.

ראשית, בזמן הקמת החברה לעתים קרובות אין ליזמים הון עצמי, ולכן הדרך היחידה להקמת העסק מבחינתם היא מימון דק. ככל שזהו המצב, הדילמה מנקודת ראותו של מעצב המדיניות איננה בין הקמת עסק במימון דק להקמת עסק במימון רחב יותר, אלא בין הקמת העסק במימון דק לבין אי-הקמה של העסק. לעומת זאת, בשלב חלוקת

104 לניתוח של מבחן יכולת הפירעון ראו יצחק סוארי, משה ברקת ודן גבעולי היבטים בחלוקת דיבידנד – לאור חוק החברות החדש 90-91 (1999); אירית חביב-סגל דיני חברות – לאחר חוק החברות החדש כרך ב 96-98 (2004).

105 חביב-סגל, שם, בעמ' 113-114.

106 שם.

107 ראו ס' 310 לחוק החברות.

108 ראו שם, ס' 311.

109 אין בפסק הדין נתונים בדבר סך החובות של החברה וכמות הנכסים שהיו בקופת הפירוק, ולכן אי-אפשר לקבוע אם שימוש בכללי החלוקה היה מוביל לתוצאה המעשית שאליה הגיע בית המשפט. הואיל וסך הלוואות הבעלים עמדו על כשלושה וחצי מיליון ש"ח, הדיבידנד שחולק היה בסך מיליון וחצי ש"ח בלבד; ייתכן שביסוס פסק הדין על הוראות החוק בדבר כללי חלוקה הייתה מטיבה באופן יחסי עם בעלי המניות.

הדיבידנד שאלת המדיניות היא אחרת, שכן בשלב זה העסק כבר קיים ואף הוכיח את עצמו כרווחי (לפחות בטווח הזמן הקצר). לאור זאת, בשלב זה המשפט יכול לתת עדיפות לנושים ולמנוע מבעלי המניות למשוך משאבים מן החברה החוצה. כלומר: המשפט מאפשר ליזמים ליצור סיכונים בדמות חברות המוקמות באמצעות מימון דק, אך רואה מצב זה כזמני בטרם הניבו עסקי החברה רווחים. מרגע שעסקי החברה הניבו רווחים, אלה צריכים לשמש בראש ובראשונה להגדלת ההון העצמי של החברה.¹¹⁰ שנית, התמקדות בשלב חלוקת הרווחים במקום בשלב הקמת החברה חורג מתחום דיני התאגידים, ועשוי להיות רצוי גם מנקודת הראות של דיני התחרות. המשמעות המעשית של דרישת הון מינימלית להקמת חברה היא יצירת חסם כניסה לתחום פעילות כלכלי, שימנע מיזמים ללא הון עצמי ניכר להיכנס לתחומי פעילות חדשים.¹¹¹ ככל שיש ערך חברתי לתחרות בדמות ייעול של תהליכי ייצור, הורדת מחירים והגדלת רווחתם של צרכנים,¹¹² יש להימנע מאימוצם של כללים שייצרו מכשולים לתחרות. יתרה מזו: במישור של מדיניות התחרות יש לזכור שככלל ההנחה היא שבשל גודלו המשק הישראלי הוא תחרותי פחות מן המשק האמריקני.¹¹³ מזווית זו ראוי לאמץ בארץ כלל זהה או מתירני מן הכלל האמריקני. כפי שראינו, בית המשפט בחר דווקא לאמץ כלל משפטי מחמיר מהקו האמריקני – כלל העלול ליצור חסמים ניכרים לתחרות במשק. לבסוף, יש לציין כי בדומה לדוקטרינת הרמת המסך, גם הכללים לחלוקת הון יוצרים חוסר ודאות וכפופים לסיכון שבתי המשפט יקבעו בדיעבד שחלוקות דיבידנד סבירות היו לא סבירות.¹¹⁴ למרות זאת גדר הסיכון שכלי משפטי זה יוצר נמוך בהרבה מהסיכון

110 יש לשים לב שהכלל המשפטי ביחס לחלוקת דיבידנדים עשוי גם להשפיע על תמריצי ההקמה של חברות, שכן בשלב ההקמה היום יידע כי יהיה עליו לשמור רווחים בתוך החברה ולהימנע מחלוקתם. עם זאת, יש להניח שהשפעה זו, המתייחסת לעתיד, תהיה מעטה מהשפעה של כלל המחייב העמדת הון מיידי כבר בשלב הקמת החברה. די בקיומו של פער זה כדי לבסס את הטענה בטקסט.

111 ראו Easterbrook & Fischel, *Limited Liability*, לעיל ה"ש 71, בעמ' 114.

112 ראו ע"א 2247/95 הממונה על הגבלים עסקיים נ' תנובה מרכז שיתוף לשיווק תוצרת חקלאות בישראל בע"מ, פ"ד נב(5) 213, 230 (1998) ("דיני ההגבלים העסקיים הם המגנא כרטא" של זכויות הצרכן והתחרות החופשית"); בג"ץ 588/84 ק.ש.ר. סחר אזבסט נ' יו"ר המועצה לפיקוח על הגבלים עסקיים, פ"ד מ(1) 29, 37-38 (1986) ("תחרות בריאה וחופשית בין יצרנים מבטיחה לצרכנים את המוצר בעל האיכות הטובה ביותר במחיר הסביר ביותר, המשקף בצורה המדויקת ביותר את הביקוש שלו. כמו כן, תחרות מהווה תמריץ לייעול, לפיתוח ולחדשנות, דבר שיביא לירידה בהוצאות הייצור ולעלייה באיכות המוצר").

113 לניתוח כללי של ההבחנה בין מדיניות תחרות במשקים גדולים וקטנים ראו MICHAL S. GAL, COMPETITION POLICY FOR SMALL MARKET ECONOMIES (2003). ליישום בהקשר הישראלי ראו החלטה של הממונה על הגבלים העסקיים "בעניין הודעת מיזוג בין החברות: ריקמור בע"מ (בהקפאת הליכים) – בורגר ראנץ' מרכז (1983) בע"מ", 14-16 (17.8.2003).

114 ראו לעיל ה"ש 85-87 והטקסט הסמוך להן.

שיוצרת דוקטרינת הרמת המסך. כללי החלוקה "מסמנים" כספים שחולקו כדידינדים ומאפשרים את החזרתם לקופת החברה, כלומר: הסיכון המוטל על כתפי בעלי המניות הוא קצוב. לעומת זאת, דוקטרינת הרמת המסך מאפשרת לייחס את כל חובות החברה לבעלי המניות ולכן מסכנת באופן פוטנציאלי את כל נכסיהם הפרטיים. ככל ששיטת המשפט רוצה להציב לפני בעלי המניות סיכונים ברורים יותר כדי לעודדם ליזום פעילות עסקית, ראוי להעדיף רגולציה של חלוקת דידינדים.

ד. סיכום

דומה כי את רוחו של פסק הדין בעניין משמר העמק מתאר בצורה הקולעת ביותר משפט יחיד העומד במרכז חוות-דעתה של השופטת פרוקצ'יה: "על תאגיד חלה חובה בסיסית להבטיח את יכולתו הכספית לעמוד בפירעון חובותיו לנושיו".¹¹⁵ לא ברור מהו הבסיס העיוני לקביעה זו, שהיא בבחינת חידוש רבתי אל מול האמונה הרווחת שהתאגיד הוא כלי להקצאת סיכונים בין קהלים רבים; ודאי לא ברור מהו הבסיס המשפטי של קביעה זו, החורגת ממסורת משפטית ארוכה של כיבוד מסך ההתאגדות. על תאגיד, בעלי מניותיו, ונושאי המשרה שבו חלות חובות רבות, שקצרה היריעה מלפרטן – אך לתאגיד אין כל חובה (משפטית או אחרת) להבטיח את פירעון חובותיו.

אין חולק כי המשבר הכלכלי של השנים האחרונות הוא חסר תקדים במובנים רבים. הלקחים שיילמדו ממנו יובילו ודאי לרפורמות מרחיקות-לכת בתחומים דוגמת הרגולציה של השווקים הפיננסיים ושל החיסכון הפנסיוני.¹¹⁶ יש להניח כי רפורמות אלה לא יפסחו גם על סוגיות הליבה של דיני התאגידים. עם זאת, ראוי שרפורמות אלה יתמקדו בשיח רציונלי, המבוסס על בחינה של השינויים המוצעים על התנהגות השחקנים המרכזיים בתחום. רפורמות כאלה יובילו לבניית דיני תאגידים יעילים יותר שהם, בסופו של יום, דיני תאגידים צודקים יותר.

115 עניין משמר העמק, לעיל ה"ש 1, פס' 24 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה.

116 דוגמא להצעה מסוג זה ראו למשל במאמרם של אפרת טולקובסקי ורועי קרייטנר "בין חדשנות פיננסית למשבר כלכלי", מופיע בחוברת זו בעמ' 413.