

שיקום או פירוק? המאפיינים של הליכי חדלות פירעון תאגידיים בישראל

מאת

עידו באום, אהוד (אודי) גינדס, דלית גפני*

מחקר זה, ראשון מסוגו בישראל, בוחן את המאפיינים המנבאים את סיכויי השיקום המוצלח של חברה, שנקלעה להליכי חדלות פירעון. ממצאי המאמר מבוססים על מחקר אמפירי-כמותני של כל החברות, שבעניין הוגשה בקשה לצו הקפאת הליכים בין השנים 2015 ל-2018, מתוך מטרה להביא להמשך פעילותה של החברה כעסק חי. מהמחקר עולה, כי מתוך קבוצת החברות חדלות הפירעון, שנקט בעניין הליך של הקפאת הליכים, שיעור החברות המצליחות להגיע להסדר נושים ולהשתקם (דהיינו, המשך פעילות כעסק חי או מכירת פעילותה של החברה לרוכש חיצוני לצורך המשך הפעלתה) עומד על 50%. אם נבחן את שיעור החברות המשתקמות מתוך כלל החברות שהגיעו לחדלות פירעון, הרי ששיעורן נמוך מאד ואינו עולה על 2.5%. ניתוח של משתנים שנאספו מתוך תיקי בית המשפט, באמצעות מודל סטטיסטי, מלמד כי המאפיינים הבולטים בחברות שהגיעו להסדר נושים ולשיקום הם יחס נמוך יחסית של חוב למחזור ההכנסות, שיעור חוב מובטח שאינו עולה על 55% מכלל החובות של החברה, מיקום גיאוגרפי שאינו באזורי פריפריה ומחזור הכנסות ברמת ביניים. ממצא מובהק הוא כי סיכויי ההגעה להסדר נושים של חברות אשר במועד קבלת ההחלטה על הקפאת הליכים בעניין לא עמדו בפני בית המשפט נתונים פיננסיים מפורטים לגביהן, הם נמוכים במיוחד. המחקר מאשש באופן מובהק את הטענה כי שיקום חברות בדרך של הסדר נושים, להבדיל מפירוקן ללא הסדר נושים, מגדיל באופן משמעותי את שיעור פירעון החוב לכלל סוגי הנושים של החברה, ובמיוחד לנושים הלא מובטחים. המחקר נועד לשמש כלי עזר בידי בתי המשפט, אשר בעקבות הרפורמה שהביאה לחקיקת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, שנכנס לתוקפו בשנת 2019, מוטלת עליהם החובה להחליט בפתיחת כל הליך חדלות פירעון תאגידי אם להורות על שיקום החברה או על פירוקה.

מבוא. א. התשתית העיונית. 1. התפתחות הדין: מיצירה שיפוטית לחוק חדלון פירעון. 2. תכליות הליכי חדלות פירעון – רקע עיוני. 3. מחקרים אמפיריים אודות הליכי חדלות פירעון ושיקום חברות. **ב. שיטת המחקר. ג. הממצאים.** 1. סיכויי השיקום ושיעור

* ד"ר עידו באום הוא מרצה בכיר בבית הספר למשפטים ע"ש חיים שטריקס במסלול האקדמי-מכללה למנהל וראש מרכז רנה ומאיר חת לחקר התחרות והרגולציה במכללה.

עו"ד אהוד (אודי) גינדס הוא עמית מחקר במרכז רנה ומאיר חת לחקר התחרות והרגולציה, שותף מייסד במשרד עורכי הדין גולדבלט גינדס יריב ומרצה מן החוף בבית הספר למשפטים ע"ש חיים שטריקס במסלול האקדמי-המכללה למנהל.

ד"ר דלית גפני היא סגן דיקן ומרצה בכירה בבית הספר לכלכלה במסלול האקדמי-המכללה למנהל.

המחברים מודים לד"ר מורן אופיר, לפרופ' דוד האן, לפרופ' זוהר גושן, לפרופ' אסף חמדני, לפרופ' שרון חנס, לפרופ' אהוד קמר, עו"ד שלום גולדבלט, Prof. Jaka Cepec, ו-Dr. Aart Jonkers על הערות ושיחות בשלבים מוקדמים של מחקר זה. ממצאים ראשוניים של המחקר הוצגו ב-4th Law and Economics Policy International Workshop, University of Paris Nanterre, France וכן בסמינר "דיני תאגידיים" בקולטה למשפטים של אוניברסיטת תל אביב.

על הערות מועילות וסיוע במהלך עבודת המחקר אנו מודים גם לממונה על הליכי חדלות פירעון במשרד המשפטים עו"ד סיגל יעקבי וכן לעו"ד רוני הירשנזון, עו"ד הדר נאות ולאנשי מחלקת התאגידיים ביחידת הממונה על חדלות פירעון במשרד המשפטים. תודה מיוחדת לעוזרי המחקר עו"ד ליאת עסקרי, עו"ד נוי שפיר, עו"ד אייל בן זקן, עו"ד גיא אזולאי, אילנה לחמי, עדן קזיוף ואלמוג ישאל על עבודת מחקר דקדקנית ומסורה. המחקר זכה למענק ממרכז רנה ומאיר חת לחקר התחרות והרגולציה. הדעות המובעות במאמר והאחריות לטעויות הן של המחברים בלבד, כמובן. baum@colman.ac.il

פירעון החוק במבט כולל. 2. יחס החוב למחזור. 3. שיעור חוב מובטח מתוך סך כל החוב. 4. מחזור שנתי. 5. מחוזות שיפוט. 6. ותק החברה. 7. עובדים. 8. ענף עסקי. 9. יחס הון חוזר נטו ביחס למאזן. 10. הגורם המבקש את הקפאת ההליכים. 11. עומס שיפוט. 12. מגדר. 13. סיבת הקריסה. ד. דיון. ה. מגבלות המחקר. ו. סיכום. ז. נספחים.

מבוא

אחת ההכרעות הקשות ביותר העומדות לפתחו של בית המשפט כאשר מובאת בפניו חברה, שנקלעה למצב של חדלות פירעון, היא אם יש לחברה סיכוי סביר לשיקום כלכלי או שיש להורות על פירוקה. מחקר זה בוחן לראשונה בישראל מהם המאפיינים של חברות, שנקלעו לחדלות פירעון והצליחו להגיע להסדר עם הנושים ולשיקום, ובכלל זה להמשך קיומה של החברה כעסק חי. המחקר מעניק לראשונה לבתי המשפט, לבעלי התפקידים הממונים ללוות חברות שנקלעו לחדלות פירעון ולנותני האשראי במשק, כלים להערכת הסיכויים לשיקומן של חברות שנקלעו למצוקה כלכלית. המחקר גם מעניק לראשונה תוקף אמפירי לטענה המקובלת כי המשך פעילותה של החברה כעסק חי מניב לכלל נושיה שיעור פירעון גבוה יותר של החוב בהשוואה לשיעור פירעון שמניב לנושים פירוק החברה.

מדי שנה מגיעות לפתחו של בית המשפט כ-800 חברות במצב של חדלות פירעון, כלומר ללא יכולת לפרוע את חובותיהן לנושים. כ-600 מתוכן מגיעות מלכתחילה במסגרת בקשת פירוק, המוגשת לרוב על ידי עובדי החברות המבקשים לקבל את קצבאות הביטוח הלאומי וכשלחברה אין או כמעט שאין נכסים.¹ בכ-160 חברות חדלות פירעון נותרים נכסים מוגבלים (רכוש קבוע או פעילות שולית), ובמקרה כזה ההליך המשפטי מתרכז בטיפול במימוש יתרת הנכסים ובחלוקת התמורה לנושים, אך אין בתיקים אלו תוחלת לשיקום. לעומת זאת, ממחקרנו עולה כי בקצת פחות מארבעים מקרים נפתחים הליכי חדלות פירעון בדרך של הליך הקפאת הליכים, שבמסגרתו יש לבצע הערכה אם ניתן לשקם את החברה ולהבריא אותה או שאין מנוס מפירוקה.²

בפועל, רק שיעור קטן מתוך החברות חדלות הפירעון מופנה להליכי שיקום והבראה (5-4%) ורק מחציתם של הליכים אלה (2.5-2%) מכלל תיקי חדלות הפירעון של חברות) מסתיים בהחזרה של החברה לפעילות עסקית סדירה ומניב לנושים הכלליים (הרגילים), ולא רק לנושים המובטחים, שיעור פירעון נכבד של החוב. הרוב המוחלט של תיקי חדלות הפירעון בישראל מסתיים בפועל בפירוק ובלי שום מרפא לנושים הכלליים (הרגילים).³ תוצאה זו מטרידה במיוחד בהתחשב בדגש ששם הדיון, הן לפני הרפורמה שהביאה לחקיקת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ו-2016 (להלן – "חוק חדלות פירעון") והן לאחריה, על השיקום של החברות שנקלעות לחדלות פירעון ועל

¹ סעיף 182 לחוק הביטוח הלאומי [נוסח משולב], התשנ"ה-1995 המקנה לעובדים זכות לקבלת גמלה רק במצבים של פשיטת רגל או פירוק של המעביד. ראו גם: בע"א 110/08 המוסד לביטוח לאומי נ' רוי"ח גבי טרבלסי ועו"ד שלמה נס (פורסם בנבו, 28.1.2014). בהקשר זה יצוין כי סעיף 377 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018 (להלן: "חוק חדלות פירעון"), שנכנס לתוקף בחודש ספטמבר 2019, כולל תיקון לחוק הביטוח הלאומי וכן הוראת שעה, המורים על הענקת זכויות לעובדים גם בהליכי שיקום והבראה של חברות במקרים המפורטים בחוק. לביקורת על מתן זכות לקבלת גמלה רק במקרים של פירוק החברה ראו: פר"ק (מחוזי-ת"א) 22647-10-16 אורתם סהר תשתיית ובניה בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, 5.5.2019), וכן בקשת עיכוב ביצוע שנדחתה על פסיקה זו בע"א 4190/19 המוסד לביטוח לאומי נ' עו"ד שאול ברגרזון ורו"ח יזהר קנה, הנאמנים להסדר הנושים (פורסם בנבו, 21.7.2019).

² בספרות האקדמית ובפסיקה בתחום חדלות פירעון נעשה באופן תכוף שימוש תחליפי במונחים כגון "שיקום חברות" ו"הבראת חברות". ברשימה זו נשתמש במונח "שיקום" שבו נוקט חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי תשע"ו-2016 (להלן – "חוק חדלות פירעון" או "החוק"). כך גם בחרנו לאורכו של המאמר לאמץ את המונחים שאומצו בחוק החדש בכל מקום שבו קיימים מונחים תחליפיים בספרות ובפסיקה.

³ משרד המשפטים, האפוסטרופוס הכללי, הכונס הרשמי והרשם לענייני ירושה **סיכום פעילות 2018** 16 (31.7.2019).

השאת שיעור פירעון החוב לנושים כולם. שיעורי ההצלחה הקטנים יחסית של שיקום חברות שבעניין ניתן צו הקפאת הליכים עשוי להצביע על כך שבתי המשפט מפנים לשיקום חברות אשר תוחלת ההבראה שלהן קטנה מתוחלת החוב שייפרע לנושים בחלופה האחרת, פירוק.

שיקום הוא מצב שבסופו חוזרת החברה לפעול כעסק חי אגב אישור הסדר נושים, או לחלופין – מצב שבו החברה מפורקת אך פעילותה נמכרת לרוכש חדש הממשיך את פעילותה העסקית של החברה כעסק חי.⁴ מחקר זה בוחן אפוא, לראשונה, מהו שיעור הליכי חדלות הפירעון בישראל המסתיימים בשיקום ומהם המאפיינים האמפיריים שיכולים ללמד על סיכוי סביר לשיקום.

במחקר זה נאסף באופן ידני בסיס נתונים ראשוני וייחודי המקיף יותר מ-170 חברות – כל החברות שניתן בעניין צו הקפאת הליכים בבתי המשפט בישראל בין השנים 2015–2018. מתיקי הקפאת ההליכים האלה נדלה המידע שעמד בפני בית המשפט בבואו לקבל את ההחלטה אם להיעתר לבקשת הקפאת ההליכים ובתוך כך להפנות את החברה להליך שיקום, או שמא לדחות את הבקשה ובכך לסלול את דרכה של החברה לפירוק.

למחקר זה חשיבות מיוחדת במבט צופה פני עתיד. עד לכניסתו לתוקף של חוק חדלות פירעון ביום 15.09.2019, כאשר נקט הליך פירוק והתקיימו העילות לכך, החברה היתה מסיימת את דרכה בפירוק וחיסול ורק במקרים נדירים, נקטו הליכי הסדר נושים, שאפשרו את שיקומה מחדש של החברה. כמו כן, כאשר נקט הליך של שיקום (שנפתח בבקשה להקפאת הליכים לפי סעיף 350 לחוק החברות), בתי המשפט של חדלות פירעון נהגו להעניק כדרך שגרה צווי הקפאת הליכים ורק במקרים מעטים הורו על פירוקה המיידי של חברה, שבעניינה הוגשה בקשה למתן צו הקפאה (חלק מחברות אלו הגיעו בסופו של דבר לפירוק אם לא הצליחו לאשר הסדר נושים או כשלא הצליחו לקיים את הסדר הנושים שאושר בעניינן). לעומת זאת, בחוק חדלות הפירעון החדש נקבעה נקודת פתיחה משותפת להליכי פירוק ולהליכי שיקום, ושניהם נפתחים בדרך של בקשה לצו פתיחת הליכים. בהתאם לממצאים שבפניו קובע בית המשפט, במסגרת צו פתיחת ההליכים, אם להורות על שיקום החברה או פירוקה. מדובר בהחלטה החשובה ביותר בהליך וממנה נגזר אופיו של ההליך כולו. במקרים רבים מדובר בהחלטה בלתי הפיכה, בעיקר כשהחלטה היא להורות על פירוק החברה. במקרה של ספק או אי-בהירות בדבר סיכויי השיקום של החברה, רשאי בית המשפט להשהות את החלטתו ולהורות על הפעלה זמנית של התאגיד, שבמהלכה יוגש דו"ח של הנאמן, שייתן חוות דעת בעניין סיכויי השיקום של החברה.⁵ הממצאים והתובנות של מחקרנו עשויים אפוא לסייע לבתי המשפט לקבל החלטות מושכלות יותר בשאלה המהותית ביותר בהליכי חדלות פירעון של תאגידיים, האם להורות על שיקום החברה או פירוקה.

⁴ סעיף 4 לחוק חדלות פירעון מגדיר "שיקום כלכלי" של תאגיד כ"שמירת עסקו של התאגיד כעסק חי". ראו גם סעיף 58 לחוק.

⁵ סעיפים 23 ו-24 לחוק חדלות פירעון. האתגר שמציב החוק בפני בית המשפט, אשר נדרש להעריך את קיומו של "סיכוי סביר" לשיקומה של החברה כתנאי להוצאת צו פתיחת הליכים מטרתו שיקום או פירוק, הוא עצום. לנוכח המשמעות הרבה הגורל של ההחלטה, ניתן להתרשם כי בתי המשפט אינם ממהרים לחרוץ את דינה של החברה לשבט או לחסד. שתי החלטות שכבר ניתנו בעידן חוק חדלות פירעון מעידות על כך. בעניין חברת א. דורי בנייה קבעה השופטת איריס לושי-עבודי כי אף כי לא הוכח סיכוי סביר לשיקומה של החברה, יש להוציא צו לפתיחת הליכים שמטרתו לאפשר לנאמנים הזמניים של החברה לאסוף נתונים מידע שיאפשר לבית המשפט לקבל החלטה מושכלת באשר לסיכויי השיקום. חדל"ת (ת"א) 17156-10-19 א. דורי בנייה בע"מ נ' י.ב. קורמן – ביצוע מערכות אינסטלציה בע"מ ואח' (8.12.2019). ראו גם החלטה ברוח זו מאותו יום, שניתנה על ידי נשיא בית המשפט המחוזי בתל אביב, השופט איתן אורנשטיין, בעניין חברת אורתם סהר. חדל"ת (ת"א) 8847-12-19 אורתם סהר הנדסה בע"מ נ' לישראל בע"מ ואח' (8.12.2019).

הילוכו של המאמר יהיה כדלקמן. פרק ב' סוקר את התשתית העיונית ואת גישת הדין בישראל ביחס למטרות הליכי חדלות פירעון תאגידיים. בנוסף נתייחס בחלק זה למחקרים האמפיריים הקיימים בעולם ביחס לסיכויי ההצלחה של הליכי שיקום חברות. פרק ג' יציג את שיטת המחקר, את המשתנים שנאספו לגבי החברות שבית המשפט הורה על שיקומן ואת בסיס הנתונים שעליו יתבסס המשך המאמר. בפרק ד' נציג את הממצאים. תחילה נעמוד על המאפיינים של החברות שנבחרו על ידי בית המשפט לשיקום על פני פירוק. לאחר מכן נעמוד על המידה שבה מנבא כל אחד מהמשתנים, שנאספו במחקר, את סיכויי השיקום המוצלח של החברה, הן ברגרסיה חד מימדית והן ברגרסיה רבת-משתנים. בפרק ה' נדון בממצאי המחקר והמסקנות הנובעות ממנו. בפרק ו' נתייחס להסתטיגויות ומגבלות של המחקר. לאחר מכן, נסכם.

א. התשתית העיונית

בפרק זה נעמוד אפוא על האופן שבו יבחן בית המשפט מה יעלה בגורלה של החברה חדלת הפירעון. בהקשר זה נצביע על המבחנים והשיקולים בהם עושים בתי המשפט שימוש בבואם לחרוץ את גורל החברה לחסד השיקום או לשבט הפירוק.

לשם כך, נעמוד על המטרות של הליכי חדלות פירעון כפי שהן מובאות בסעיף 1 לחוק חדלות פירעון ובדברי ההסבר להצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ו-2016.⁶ חוק חדלות פירעון החדש מאמץ בסעיף 1, על דרך של קודיפיקציה, את הדין אשר השתרש בפסיקת בית המשפט העליון לפיו ככלל יש לתת עדיפות להליך של שיקום חברה על פני פירוקה וזאת מטעמים כלכליים וחברתיים כגון שימור מקומות התעסוקה של העובדים, תוצר משקי, תחרות במשק ועוד.⁷

החוק נועד להסדיר את פירעון חובותיו של החייב, במקרה של מאמר זה – תאגיד. במסגרת זאת מבקש החוק להשיג שלוש מטרות שלובות. האחת, להביא ככל האפשר לשיקומו הכלכלי של החייב; השנייה, להשיא את שיעור החוב שייפרע לנושים; והשלישית, לקדם את שילובו מחדש של חייב שהוא יחיד במרקם החיים הכלכליים.⁸ רשימה זו מתמקדת בחברות ועל כן היא עוסקת רק בשתי המטרות הראשונות של החוק.

חדלות פירעון תאגידית היא מצב בו החברה אינה יכולה לשלם את חובותיה לצדדים שלישיים. מצב זה יכול להיווצר כאשר אין בידי החברה די מזומנים לשלם את החובות בהגיע מועד פירעונם ("חדלות פירעון תזרימית") או כאשר שווי נכסיה של החברה נמוך מגובה התחייבויותיה ("חדלות פירעון מאזנית").⁹ בעניין זה יוער כי על פי חוק החברות והפסיקה, במשך שנים נהג המבחן התזרימי כמבחן המרכזי לבחינת שאלת חדלות פירעונה של חברה.¹⁰ כיום נראה כי בהתאם לנוסחו של סעיף

⁶ ה"ח הממשלה 1027 (פורסמה ביום 2.3.2016), בעמ' 594.
⁷ ראו ע"א 673/87 סאלח נ' מפרק פרץ את איסור חברה לבנין והשקעות בע"מ, פ"ד מג(3) 57, 67–68 (1989); ע"א 4409/08 אלישיוב נ' כונס הנכסים הרשמי, תק- על 2009 (1) 5325 (2009); ע"א 9555/02 זידאן נ' ברית פיקוח לקואופרציה החקלאית העובדת בע"מ, נט(1), 538, 556 (2004); ע"א 3782/09 לגין אריזות מזון בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ 12, 14–15 (פורסם בנבו, 25.2.2014).

⁸ סעיף 1 לחוק חדלות פירעון.
⁹ ראו סעיפים 257(4) ו-258(3) לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983; וכן סעיף 2 לחוק חדלות פירעון; דוד האן דיני חדלות פירעון – חלק א' 143–149 (מהדורה שנייה, 2018) (להלן: "האן"); ציפורה כהן פירוק חברות 112 (מהדורה שנייה, 2016).

¹⁰ ע"א 577/74 בנק ארץ-ישראל בריטניה נ' היועץ המשפטי לממשלה, פ"ד כ"ט(2) 6 (1975); ע"א 1938/11 מגדל הזוהר לבנין בע"מ נ' גוב גיא בע"מ, פסקה 23 (פורסם בנבו, 1.12.2011).

2 לחוק חדלות פירעון, בחר המחוקק להגדיר מהי חדלות פירעון באמצעות שימוש במבחן התזרימי לצד המבחן המאזני.¹¹ מכל מקום, במצב של חדלות פירעון יהיו נושים שלא יקבלו את החוב של החברה כלפיהם, במלואו או במועדו, ולכן מערכת המשפט נדרשת להסדיר מצב זה.

1. התפתחות הדין: מיצירה שיפוטית לחוק חדלות פירעון

עד לחקיקתו של חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, נדונו הליכי השיקום והבראת חברות על פי סעיף 350 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "**חוק החברות**") וכונו הליכי "הקפאת הליכים". תכליתם של הקפאת הליכים לחברה, שהגיעה למצב של חדלות פירעון, היא לאפשר לבית המשפט לבחון אם נכון להוביל את החברה שנקלעה לקשיים למסלול של שיקום או שמא אין תוחלת למאמצי הבראה ודינה של החברה אחד הוא - פירוק.¹²

החקיקה שקדמה לחוק חדלות פירעון בכל הקשור לפירוק חברות הייתה מיושנת (מקורה בפקודה מימי המנדט הבריטי) ואילו החקיקה בנושא שיקום חברות הייתה חלקית וחסרה.¹³ בתי המשפט שנדרשו להתמודד עם סוגיית שיקום חברה פיתחו חלקים נרחבים מהדין בפסיקתם, ונהנו ממרחב תמרון גדול יחסית בניסיונותיהם להגיע להסדרי נושים ושיקום.¹⁴ דוגמה מובהקת ליצירתיות שיפוטית ניתן למצוא עוד בשנות השמונים של המאה הקודמת בפרשת קונצ'רן כור. בפרשה זו דחה השופט אליהו וינוגרד בקשה לפירוק החברה תוך מתן צו הקפאת הליכים בעניינה, נוכח השלכות מתן צו הפירוק על המשק הישראלי והצורך בשמירה על עובדיה. על כן נקבע:

חברת כור אינה עוד חברה כדוגמת החברות הרבות שבקשות לפירוקן מובאות חדשות לבקרים לבית משפט זה. כור היא חברת ענק בממדים ישראליים החולשת על נתח נכבד של התעשייה הישראלית ושל המשק הישראלי. על כן זעזוע בה עלול להוביל לעזיבה במערכת הכלכלית של המדינה, שלא לדבר על אלפי המועסקים בה ועל עשרות ואולי מאות העסקים והתשתיות הקשורות לפעילותה בצורה זו או אחרת, אם במישרין ואם בעקיפין. על כן חייב בית המשפט לשקול כל עניין הכרוך בחברה זו, גם לאור אספקטים אלה... בית המשפט בענייני פירוק הוא הממונה מטעם החוק על האינטרסים של כלל הנושים... תפקידו הוא... לחפש דרכים שיאפשרו לשלם לנושים את כל החובות שמגיעים להם... בחיפושיו אחר דרכים אלה יעשה בית המשפט ככל שניתן לשמור על החברה החייבת במצב חי ופעיל, שכן הוראות הפירוק שבפקודת החברות אין מטרתן לפרק חברות החייבות כספים בכל מחיר, היפוכו של דבר הוא הנכון, בית המשפט יעשה כל שיש לאל ידו שלא לפרק את החברה, אם יש בכך כדי להביא תועלת לנושים.¹⁵

¹¹ לביקורת על נוסחו של סעיף 2 לחוק חדלות פירעון הנוקט בלשון "או" (היינו המבחן התזרימי או המבחן המאזני) ראו ע"א 8263/16 **אור סיטי נדל"ן מקבוצת ענבל אור בע"מ נ' עו"ד איתן ארז**, בפסקה 58 (פורסם בנבו, 19.3.2018).

¹² קודם לחקיקת סעיף 350 לחוק החברות, ניתן לומר כי שלטה בכיפה הגישה לפיה חברה שנקלעת לקשיים, אין מנוס מפירוקה. בחוק לא נמצאו כלים שהסמיכו את בית המשפט להורות על הליכי שיקום. במקרים נדירים נזקק בית המשפט לפתרונות יצירתיים כגון מינוי "מפרק זמני" או "מפרק מפעיל" כדי לנסות לעכב או למנוע את פירוקו של תאגיד משמעותי שנקלע לקשיים. ראו: יחיאל בהט הבראת חברות 41 (2013). עוד בטרם תוקן חוק החברות ניתן היה למצוא בפסיקת בית המשפט העליון ביטוי לשינוי מגמה המכיר בחשיבות הניסיון לשקם חברות, ככל שהדבר מעשי. למשל, בע"א 673/87 **סאלח נ' כוכבי מפרק פרץ את איסור חברה לבנין והשקעות בע"מ**, פ"ד מג(3) 57, 68 (1989). בשנת 1995, במסגרת תיקון 10 לפקודת החברות, הוסף לפקודה סעיף 233 המאפשר לבית המשפט להורות על הקפאת הליכים, דהיינו לעכב את הליכי הגבייה של חובות הנושים מן החברה, "אם בית המשפט שוכנע כי יהיה בכך כדי לסייע לגיבושה או לאישורה של תכנית שמטרתה להבריאה את החברה".

¹³ שם; יחיאל בהט **הבראת חברות** 21 (2013).

¹⁴ ורדה אלשיך וגדעון אורבך **הקפאת הליכים: הלכה למעשה בעמ' 1-41** (מהדורה שנייה, 2010); יורם דנציגר, יואב פויזנר ורענן בן-ישי "חקיקה שיפוטית בדיני חדלות-פירעון" **משפט ועסקים** יג 61, 74-76 (2010).

¹⁵ ת"א (מחוזי-ת"א) 368/88 **כור** (לא פורסם).

היינו, בשל החסר החקיקתי שהיה קיים אז, יצר לראשונה השופט וינוגרד באמצעות פרשנות תכליתית של דיני הפירוק, את חלופת השיקום.¹⁶ בהעדר הסמכה בדין לקיומה של חלופת שיקום נאלץ בית המשפט לפתח מוסדות יצירי פסיקה כגון מינוי "מפרק זמני" או "מפרק מפעיל" כדי לנסות לעכב או למנוע את פירוקו של תאגיד משמעותי שנקלע לקשיים. כך היה למשל בעניינה של חברת "אל על" שנקלעה לקשיים בשנת 1982. עקב גודלה וחשיבותה הציבורית – כמו גם היותה חברה מממשלתית – נוהלה החברה ב"פירוק מפעיל" תחת אחריותו של כונס הנכסים הרשמי במשרד המשפטים.¹⁷

עוד בטרם תיקוני החקיקה שנועדו להתמודד עם החסר, ניתן היה למצוא בפסיקת בית המשפט העליון ביטוי למגמה המכירה בחשיבות הניסיון לשקם חברות, ככל שהדבר מעשי. גישה זו זכתה לביטוי מפורש בעניין **סאלח** שבו קבע השופט שלמה לוי: "אין ספק, כי ההחלטה להמשיך בניהול עסקי החברה אינה בגדר סמכויותיו של המפרק ... [אבל] ככל שניתן להציל עסק מהתמוטטות יש לתתור לכך בזירות ובאחריות אך תוך תעוזה ותושייה. ככל שמתאפשר חיסולו ההכרחי של עסק תוך כדי ניהולו כעסק חי ותוסס ... כן ייטב לנושים ולמשתתפים בחברה ולפושט הרגל".¹⁸

בשנת 1995, במסגרת תיקון 10 לפקודת החברות, הוסף לפקודה סעיף 233(א1) המאפשר לבית המשפט להורות על הקפאת הליכים, דהיינו לעכב את הליכי הגבייה של חובות הנושים מן החברה, "אם בית המשפט שוכנע כי יהיה בכך כדי לסייע לגיבושה או לאישורה של תכנית שמטרתה להבריא את החברה".¹⁹

תיקון פקודת החברות פרץ את הסכר. בעקבותיו התמסדה תופעה של הגשת בקשות רבות להבראה עד כדי כך שבתי המשפט קבלו על שימוש תכוף מדי בכלי זה. למשל, במקרה אחד הלך בית המשפט המחוזי על זרם הבקשות להקפאת הליכים כך: "...מדובר באופנה, שחברות שנקלעות לקשיים, פונות לביהמ"ש בבקשה להקפאת הליכים ללא אבחנה, מבלי שיש בסיס לבקשות אלה, מבלי שיש סיכויי הבראה לחברה, מבלי שיש מקור שיממן החברה בתקופת הביניים ומבלי שתוגש כל הצעת הסדר".²⁰

כיום, חוק חדלות פירעון החדש מסדיר באופן כולל את הליכי חדלות פירעון של תאגידים (וגם של חייבים יחידים שאינם מענייננו במחקר זה), תוך קביעת עקרונות והוראות מפורטים על ניהול ההליכים. נעיר, כי אף שקיימים לא מעט עקרונות המשותפים בין הליכי חדלות פירעון של יחידים והליכי חדלות פירעון של תאגידים, הדין וההספרות בתחום נוהגים להבחין בהסדרה בין השניים.²¹

¹⁶ לימים הסוגיה הוסדרה בחוק לתיקון פקודת החברות (מס' 10), התשנ"ה-1995, ס"ח 204 שהוסיף את סעיפים 233(א1)-(4א) לפקודת החברות בנוסחה הקודם עד אשר הוטמעו בהוראות חוק החברות. ראו לעיל ה"ש 12.

¹⁷ יחיאל בהט, **הבראת חברות** 41 (2013).

¹⁸ ע"א 673/87 **סאלח נ' כוכבי מפרק פרץ את איסור חברה לבנין והשקעות בע"מ**, פ"ד מג(3) 57, 68 (1989).

¹⁹ החוק לתיקון פקודת החברות (מס' 10), התשנ"ה-1995, ס"ח 204, שהוסיף את סעיפים 233(א1)-(4א) לפקודת החברות בנוסחה הקודם, עד אשר הוטמעו בהוראות חוק החברות.

²⁰ פש"ר (מחוזי ב"ש) 6289/01 **ג.מ.ת. עבודות אלומיניום בע"מ נ' א.ד.פ.א בע"מ**, פסקה 3 לפסק דינה של השופטת דברת (פורסם בנבו, 18.10.2001).

²¹ באנגליה, דיני חדלות הפירעון בתחילתם התעסקו בעיקר ביחידים, בשל העובדה שתאגידים הוגדרו בשלב מאוחר יותר כאישיות משפטית נפרדת. המהפכה התעשייתית, במאה התשע-עשרה, הביאה לשינוי בדיני חדלות הפירעון, שינוי שכלל גם הסדרים עבור תאגידים. בשנת 1986 אוחדו דיני חדלות הפירעון של יחידים ותאגידים תחת חוק אחד אשר מתייחס בחלקו לדיני פשיטת רגל ובחלקו לפירוק ושיקום חברות. ראו האן, לעיל ה"ש 9, בעמ' 186-188. בארצות הברית מבנה החקיקה שונה מזה הקיים באנגליה. בארצות הברית ישנה מסגרת אחת הן לחייבים יחידים בשר ודם והן לתאגידים. באופן זה רוב ההליכים (אם כי לא כולם – למשל פרקים 11, 9 ו-13), משותפים הן ליחידים והן לתאגידים. היתרון בהסדר חקיקתי זה הוא הנוחות ויעילות היישום (ראו האן, בעמ' 193-189)). בגרמניה דיני חדלות הפירעון נשענים על המודל האמריקני – התייחסות משותפת הן ליחידים והן לתאגידים. זאת למעט הוראות חוק מסוימות בהן

מחקר זה מתמקד במצב בו חברה מגיעה אל ספו של בית המשפט עקב חדלות פירעון מיידית או צפויה.

מאמר זה מתמקד במצב שקדם לכניסתו לתוקף של חוק חדלות פירעון החדש, אך הוא צופה פני עתיד. חוק חדלות פירעון החדש קובע מסלול מאוחד לפתיחת הליכי חדלות פירעון, הן הליכי שיקום והן הליכי פירוק.²² זאת כדי לאפשר לבית המשפט לקבוע את מסלול הטיפול הנכון בתאגיד – פירוק או שיקום, בלא קשר לאופן שבו נפתח ההליך. הליכים אלו נפתחים בדרך של בקשות לפתיחת הליכים, שיכולות להיות מוגשות על ידי התאגיד, נושיו או היועץ המשפטי לממשלה.²³ התאגיד מגיש את הבקשה כאשר הוא נמצא במצב כלכלי של חדלות פירעון או כאשר הצו נדרש כדי למנוע כניסה לחדלות פירעון (קרי, בטרם חדלות פירעון אך רק אם ההליך נדרש כדי למנוע את חדלות הפירעון).²⁴ במסגרת בקשת הצו, התאגיד יכול לבקש מבית המשפט להורות על הפעלתו לצורך שיקום.²⁵ להצעת התאגיד להפעלתו ולשיקומו, עליו לצרף מתווה ראשוני לשיקום הכלכלי וכן את מקורות המימון להפעלתו בתקופת ההפעלה. בעוד מתווה השיום יכול להיות ראשוני, על האמצעים למימון ההוצאות הכרוכות בהפעלת התאגיד להיות ברורים ומפורטים כדי להבטיח כי הפעלת התאגיד, במסגרת ההליך המשפטי, לא תחמיר את מצב הנושים.

נושה רשאי להגיש בקשה לצו פתיחת הליכים כאשר התאגיד כבר נמצא בחדלות פירעון,²⁶ להבדיל מבקשה המוגשת על ידי התאגיד עצמו, אשר יכולה להיות מוגשת גם כאשר ההליך נועד למנוע את חדלות הפירעון). הטעם לכך הוא שבקשת תאגיד היא הגנתית במהותה ואילו בקשת נושה היא התקפית ומטרתה לכפות על האורגנים של התאגיד להתפרק מסמכויותיהם ולהעביר את התאגיד לניהולו של נאמן מטעם בית המשפט. חריג לכך נוגע ל"נושה עתידי", דהיינו - נושה בחוב שטרם הגיע מועד פירעונו, אשר רשאי להגיש בקשה לצו פתיחת הליכים אך זאת רק בנסיבות שבהן קיים חשש ממשי, שהתאגיד פועל במטרה להונות את נושיו, להעדיף נושים או להבריח את נכסיו.²⁷

ככלל, בית המשפט מקיים דיון בבקשה לצו פתיחת הליכים במהירות. אם בית המשפט משתכנע כי התאגיד חדל פירעון או שההליך נועד למנוע כניסה לחדלות פירעון, בבקשת תאגיד, יפנה בית המשפט להכריע בשאלת המפתח והיא אם התאגיד יותב להפעלה לשם שיקום; או לפירוק.²⁸ כאמור, החלטה זאת היא המהותית ביותר בהליך חדלות הפירעון וממנה נגזר אופיו של ההליך כולו. החלטה על פירוק לא ניתן להשיב לאחור. מאמר זה מבקש להרחיב את ארגון הכלים של בית המשפט בבואו לקבל החלטה משמעותית זו.

חוק חדלות פירעון קובע, כי כדי שבית המשפט יורה בצו פתיחת הליכים על הפעלת התאגיד לשם שיקומו (להבדיל מפירוק מיידית), צריכים להתקיים שלושה תנאים מצטברים. קיומם של תנאים אלה נועד לאזן בין הרצון לשקם את התאגיד לבין הצורך להגן על נושיו מפני החרפת הפגיעה בהם:

מבהיר המחוקק הגרמני כי יש להתייחס באופן שונה ליחידים בשר ודם או לתאגיד. ראו האן, שם, בעמ' 195–197. החוק הישראלי קובע שני הליכי חדלות פירעון שונים לתאגידים (חלק ב') וליחידים (חלק ג'), אולם בדומה לשיטות המשפט האחרות חלקים ד'-יא') משותפים לשני סוגי ההליכים וקובעים עקרונות משותפים.

²² ס' 6 לחוק חדלות פירעון.

²³ ס' 11 לחוק חדלות פירעון. התאגיד והנושים הם בעלי העניין הישירים בהליכי חדלות פירעון, ואילו היועץ המשפטי רשאי ליזום הליך מסוג זה כאשר קיים עניין ציבורי לכך.

²⁴ ס' 7 לחוק חדלות פירעון.

²⁵ ס' 8 לחוק חדלות פירעון.

²⁶ ס' 9 ו-10 לחוק חדלות פירעון.

²⁷ ס' 9(ג) לחוק חדלות פירעון.

²⁸ ס' 23 לחוק חדלות פירעון.

(א) התנאי הראשון הנו שיש סיכוי סביר לשיקומו הכלכלי של התאגיד. מבחן זה שואב את השראתו ממבחן, שנהוג בארצות הברית וידוע כהלכת Timbers, לפיו יש להוכיח "סיכוי סביר לשיקום מוצלח, תוך זמן סביר".²⁹ בית המשפט צריך אפוא להשתכנע, שבפניו יש מתווה ראשוני מעשי לשיקום העסק תוך זמן סביר. פרק הזמן חשוב משום שהליך שיקום מעכב את הנושים המובטחים מלממש את הבטוחות והשעבודים שבידיהם, ולכן נדרש בית המשפט להשתכנע כי הגבלת זכויותיהם נעשית לטובת הליך שיקום מעשי, שניתן ליישום בזמן סביר.

(ב) התנאי השני הוא שקיימים אמצעים ברורים למימון ההוצאות הכרוכות בהפעלת התאגיד. כל הפעלה כרוכה ביצירת התחייבויות חדשות כלפי ספקים, עובדים ולקוחות. בהפעלה, שנעשית בפיקוח בית המשפט, יש חשיבות רבה לכך שיהיה מקור לקיום ההתחייבויות הללו ואחרות שמשויות להיווצר. מקור זה יכול להיות פנימי (מלאי מהיר וזמין למימוש מיד) או חיצוני (הזרמת הון על ידי הבעלים או משקיע פוטנציאלי).

(ג) התנאי השלישי הוא "תנאי סל" לפיו נדרש בית המשפט לוודא כי אין חשש סביר לכך שהפעלת התאגיד תפגע בנושים.

אם שלושת התנאים לא מתקיימים במצטבר, יורה בית המשפט, בליט ברירה, על פירוק התאגיד.

הנה כי כן, ההחלטה אם לנתב את התאגיד לפירוק או לשיקום היא ההחלטה החשובה ביותר בהליך חדלות הפירעון, שיש להכריע בה תוך איזון בין 'מטרת העל' של שיקום התאגיד לבין הצורך למנוע את הגדלת הפגיעה בנושים. ואולם, לעתים קבלת ההחלטה במועד הצו, או בסמוך לו³⁰, איננה פשוטה כלל ועיקר. במקרים רבים הבקשה לצו פתיחת הליכים לא כוללת מידע מלא, יסודי ומעמיק בקשר למצבו הכלכלי של התאגיד ובדבר תוכנית השיקום המוצעת וסיכוייה. כפי שיפורט בהמשך, מאמר זה מסייע בזיהוי אינדיקציות רלבנטיות ואמפיריות, שעשויות לשקול לטובת החלטה בדבר שיקום או פירוק.

2. תכליות הליכי חדלות פירעון - רקע עיוני

הדיון האקדמי בחדלות פירעון תאגידית נוהג לחלק את התכליות העיקריות של הליך חדלות פירעון תאגידי לשתיים – תכלית חברתית (מסורתית), ותכלית כלכלית (פרוצדורלית).³¹ הגישה החברתית מדגישה את חשיבותם של שיקולים חברתיים וציבוריים בהליך חדלות הפירעון.³² לפי גישה זו, אירוע של חדלות פירעון טומן בחובו את ההנחה שרבים מהנושים (ואולי כולם) לא יקבלו מהחייב את מלוא חובם, והאירוע אף משליך על צדדים שלישיים מעבר לנושי החברה. חדלות הפירעון משפיעה למשל על עובדים (שאינם בהכרח נושים), על המדינה (תשלומי מיסים, דמי אבטלה לעובדי החברה שיאבדו את מקום עבודתם ותשלומי ביטוח לאומי), על הקהילה בה נמצא התאגיד, על התחרות הענפית ועוד. הכישלון של תאגיד מצריך, אם כן, דין מיוחד אשר יטפל באירוע חדלות הפירעון תוך התחשבות במגוון אינטרסים ושיקולי מדיניות.³³ שיקולי מדיניות אלה כוללים את

²⁹ United Sav. v. Timbers of Inwood Forest, 484 U.S. 365 (1988).

³⁰ ס' 24 לחוק חדלות פירעון.

³¹ עומר קמחי "דיני חדלות-פירעון – מגישה חברתית לגישה כלכלית" עיוני משפט לו 417 (2013) (להלן: "קמחי").

³² Donald R. Korobkin, *Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy*, 91 COLUM. L. REV. 717 (1993); Elizabeth Warren, *Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World*, 92 MICH. L. REV. 336 (1993).

³³ Elizabeth Warren, *Bankruptcy Policy*, 54 U. CHI. L. REV. 775 (1987).

הרצון להגן על נושים חלשים (כגון עובדים או נושים לא-רצוניים), את הרצון להגן על ציבור המשקיעים בחברה, את הרצון לעזור לעיר או לקהילה שהעסק פועל בהן, שיקולים מקרו-כלכליים – כגון שיעור האבטלה, גובה ההכנסות ממסים, שמירה על תחרות ענפית – ועוד. תפקיד האיזון מוטל לפי הגישה החברתית על בית המשפט. הוא רואה את התמונה בכללותה, ונדרש להכריע את ההכרעה הנכונה במקרה הספציפי המובא לפתחו.³⁴

לעומת הגישה החברתית ניצבת הגישה הכלכלית.³⁵ לפי גישה זו דיני חדלות הפירעון צריכים להתרכז במטרה אחת ויחידה – הוזלת מחיר האשראי במשק. בהתאם, המחוקק צריך להסדיר סוגיות בחדלות פירעון כפי שהנושים היו עושים בינם לבין עצמם בחוזה היפותטי, וזאת מבלי להתחשב ברצונותיהם של שחקנים אחרים, כגון – העובדים או הקהילה.³⁶ ההצדקה להתמקדות באינטרסים של הנושים כתכלית הבלעדית של דיני חדלות הפירעון היא משולשת.³⁷ ראשית, לטענת חסידי הגישה הכלכלית, בית המשפט אינו יכול מבחינה מוסדית לבצע את איזון האינטרסים המתחייב מהגישה החברתית. שנית, בניגוד לאיזון המתחייב מהגישה החברתית, התמקדות באינטרסים של הנושים מגדילה את השיעור הפירעון החוב, שמקבלים הנושים בחדלות פירעון, ולכן הופכת את מתן האשראי לפחות מסוכן וליותר זול. לבסוף, איזון האינטרסים של הגישה החברתית מטיל את העלויות הציבוריות על גורם שאינו מתאים לכך – הנושים. לפי הגישה הכלכלית הטלת עלויות אלה על הנושים אינה נכונה, משום שאלו אינם מונע הנזק הזול ביותר או מפזר הנזק הזול ביותר.

חוק חדלות פירעון נוטה לגישה החברתית. החוק שם את השיקום כמטרה מובהקת, ובכמה סוגיות סוטה מהדין הכללי הנוהג כדי לקדם את השיקום או לשפר את מצבם של קבוצות נושים מוחלשות (ובמיוחד נושים לא מובטחים).³⁸

לצד הגישה הכלכלית ניתן להצביע גם על עמדות מרחיקות לכת עוד יותר המאפיינות, למשל, את חסידי הפרספקטיבה של הכלכלה האוסטרית. חסידי גישה זו טוענים בלהט, כי השליטה של בתי המשפט בהליכי חדלות הפירעון אינה יעילה, שכן מנגנון השוק החופשי – בדגש על נותני האשראי – הוא בעל המידע הרב ביותר באשר לסיכוייה של חברת חדלת פירעון להשתקם.³⁹

3. מחקרים אמפיריים אודות הליכי חדלות פירעון ושיקום חברות

בישראל לא נערך עד כה מחקר אמפירי שממנו ניתן להסיק מהו שיעור ההצלחה של הליכי שיקום חברות חדלות פירעון. השוואה למדינות העולם מסייעת במעט. בדומה לישראל, הגישה במדינות אירופה נוטה להעדיף את הערך החברתי של שיקום התאגיד. צרפת והולנד נחשבות למדינות

³⁴ שם, בעמ' 777.

³⁵ על הגישה הכלכלית למשפט של הליכי חדלות פירעון ראו: אלעזר ברקוביץ' "פשיטת רגל" הגישה הכלכלית למשפט 900, 887 (עורך אריאל פרוקציה, 2012).

³⁶ Douglas G. Baird, *A World Without Bankruptcy*, 50 LAW & CONTEMP. PROBS. 173 (1987); Thomas H. Jackson, *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, 91 YALE L.J. 857 (1982); Alan Schwartz, *A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, 101 YALE L.J. 1807 (1998); Robert K. Rasmussen & David A. Skeel Jr., *The Economic Analysis of Corporate Bankruptcy Law*, 3 AM. BANKR. INST. L. REV. 85, 87–88 (1995).

³⁷ קמחי, לעיל ה"ש 34, בעמ' 430–432, והאסמכתאות שם.

³⁸ בשג"ץ 3609/18 כוכבי נ' הכנסת פסי' 3 לפסק הדין (פורסם בנבו, 22.5.2018).

³⁹ Regis Blazy and Nirjhar Nigam, *Corporate Insolvency procedures in England: The Uneasy Case for Liquidations*, Laboratoire de recherche en Gestion & Economie, University of Strassbourg, Working Paper 2018-02. p. 4 at footnote 7, (2018); Todd J. Zywicki and Shrti Rajagopalan, *Bankruptcy Judge as a Central Planner*, in Todd J. Zywicki & Peter J. Boettke (eds.) *Research Handbook on Austrian Law and Economics*, 371 (2017).

הרואות בדיני חדלות הפירעון כלי חברתי ולכן הדין בהן מתחשב גם בעובדים, בקהילה ובמדינה ולא רק בנושים בעת קבלת החלטות במסגרת הליכי חדלות פירעון.⁴⁰ מחקרים אמפיריים מראים כי שיעור החברות המסיימות בהצלחה הליכי הבראה בארה"ב (תוכניות שיקום שאושרו בסוף הליך "Chapter 11") הוא כ-30%, ובניפוי החברות שאפילו לא הציעו תוכנית שיקום במסגרת ההליכים, השיעור עולה לכ-70%.⁴¹ נתון זה מתייחס רק לחברות שפנו להליך Chapter 11 ואינו מספק תמונה על השיעור הכולל של חברות שזוכות לשיקום מתוך כלל החברות שנקלעו לחדלות פירעון בארצות הברית. באירופה, הליכי הבראה ושיקום נדירים יחסית ושיעור ההצלחה בהם אף הוא נחשב נמוך. בהולנד, למשל, רק 7% מהחברות חדלות הפירעון הגישו בקשה להבראה ורק 2% שוקמו בהצלחה. בצרפת הנתון דומה - 2.5%, ובגרמניה רק 0.4% מהחברות פנו להליכי הבראה.⁴²

למחקרם של Blazy & Nigam, אשר בחן את הליכי חדלות הפירעון באנגליה, רלבנטיות רבה לענייננו.⁴³ המחקר בחן 574 הליכי חדלות פירעון בבתי המשפט באנגליה לאורך תקופה של שמונה שנים (1998 – 2005). החוקרים מצאו כי ככלל, 85% מהחברות המגיעות להליכי חדלות פירעון באנגליה מסיימות את דרכן בפירוק וכי על פי רוב מדובר בחברות בסדר גודל קטן עד בינוני (SMEs).⁴⁴

מחקר זה מצביע על כך, שבמערכת המשפט האנגלית שיעור פירעון החוב לנושים בהליך של שיקום עולה על שיעור פירעון החוב במקרה של פירוק, הן כאשר בוחנים רק את שיעור פירעון החוב לנושים המובטחים והמועדפים והן כאשר בוחנים את שיעור פירעון החוב לכלל הנושים.⁴⁵ החוקרים מצאו כי באנגליה הסיכוי לבחירה באפיק של שיקום עולה ככל שקיים חוב מובטח, בעיקר לבנקים. הסיבה לכך לדעת החוקרים נעוצה בחוסר היעילות ובעלויות הכרוכות בהליכי פירוק, שאינם מהירים ואינם זולים יותר מהליכי השיקום אך הם עלולים להניב – גם לנושים מובטחים – שיעור פירעון חוב נמוך יותר משיעור פירעון החוב בהליך שיקום. סיבה נוספת שמציינים החוקרים הנה, שהבנקים הנם שחקני חוב מקצועיים, כך שבראותם שיש אפשרות ממשית לשיקום, ניתן להגיע עמם להסדרים לתמיכת הליך השיקום במשאבים ניהוליים ומימוניים, שיגדילו את סיכוי השיקום (כגון בעניין העמדת מימון להליך ההבראה). זאת לעומת הנושים הכללים, שאין להם מחלקות מתמחות לטיפול באשראי בעייתי, שנשייתם מפוזרת אצל רבים ונשיית כל אחד מהם קטנה באופן יחסי, כך שהמוטיבציה והיכולת שלהם לתרום להליך השיקום, הנה מוגבלת ביותר. החוקרים משערים כי הנושים המתוחכמים זיהו את חוסר היעילות היחסית בהליך הפירוק ולכן מופיע המתאם החיובי בין שיעור החוב המובטח להעדפת שיקום על פנייה לפירוק.⁴⁶ תוצאה זו נמצאה מובהקת גם בגרסיה רבת משתנים.⁴⁷ עם זאת, הממצאים באנגליה מלמדים כי שיעור פירעון החוב שמקבלים נושים לא מובטחים זניח, בלי קשר לסוג ההליך שנבחר.⁴⁸

See, Michelle J. White, The Costs of Corporate Bankruptcy – A U.S.-European Comparison, in 40 CORPORATE BANKRUPTCY: ECONOMIC AND LEGAL PERSPECTIVES 467 (Jagdeep S. Bhandari & Lawrence A. Weiss eds., 1996)

Elizabeth Warren & Jay Westbrook, The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics, 107 41 Michigan Law Review 603 (2004)

Maria Brouwer, *Reorganization in U.S. and European Bankruptcy law*, 22 EUR. J. LAW & ECON. 5, 10 42 (2006)

Blazy and Nigam, לעיל ה"ש 39. 43

שם, 4. 44

שם, 5. 45

שם, 6. 46

שם, 18-19. 47

שם, 15. 48

בעבר העניק הדין האנגלי לנושים מובטחים אפשרות לבחור בין שלוש חלופות: פירוק, שיקום או כינוס נכסים שיוביל בסופו של דבר לפירוק החברה. הליך כינוס הנכסים זכה להעדפה מובהקת מבחינת הנושים המובטחים בגלל השליטה שהעניק הליך זה לנושים המובטחים. בין היתר, הנושים יכולים להשפיע על זהותו של כונס הנכסים וככלל מונה הכונס מטעמם לנהל את ההליך.⁴⁹ בשנת 2002 בוטלה חלופת כינוס הנכסים לנוכח הרגולציה האירופית המחייבת כי הליכי חדלות פירעון ינוהלו כהליכים קולקטיביים, דרישה שהליך כינוס הנכסים אינו עומד בה.⁵⁰

ב. שיטת המחקר

בפרק זה נציג את האופן שבו נאספו הנתונים שבבסיס המחקר ואת המשתנים השונים שנאספו מתוך תיקי בית המשפט.

במסגרת המחקר נדלו באופן ידני נתונים מכלל תיקי הקפאת ההליכים שנפתחו בכל בתי המשפט בישראל בין השנים 2015 עד 2018 והסתיימו בהבראה והסדר נושים או בפירוק. נתונים נדלו אפוא מכל התיקים שבהם קיבל בית המשפט החלטה להורות על מתן צו הקפאת הליכים והפעלת החברה מתוך מטרה להביא לשיקומה, מכירתה כעסק חי או מכירת פעילותה כעסק חי.

בסך הכל נמצאו הליכים, שהתנהלו ביחס ל-172 חברות בתקופה הרלבנטית. חלק מהחברות הללו זוהו כאשכול חברות אשר פעלו יחד ואף הגיעו להליך חדלות פירעון כאשכול ובית המשפט התבקש לדון בהסדר חוב שכלל את הנכסים וההתחייבויות של כל החברות באשכול גם יחד.⁵¹ לפיכך סיווגנו אשכול חברות שנדון בהליך אחד כיחידה כלכלית אחת, כפי שגם נבחן בפועל על ידי בית המשפט. אוכלוסיית המחקר מונה אפוא 138 תצפיות של מקרי הקפאת הליכים, כולם בחברות פרטיות.⁵²

בכל תיק נאספו באופן ידני הנתונים שעמדו בפני בית המשפט בבואו להחליט אם להורות על שיקום החברה או על פירוקה וכן מאפיינים נוספים של החברות. בחלק ניכר מהתיקים נמצאו נתונים חלקיים בלבד, במיוחד לגבי היחסים הפיננסיים של החברה, דבר המעיד על כך שחלק מההחלטות מתקבלות על ידי השופטים בתנאים של מידע חלקי, ובמיוחד בהעדר נתונים חשובים על מצב היחסים הפיננסיים של החברה.

נדגיש, כי כאשר לא מצאנו נתונים בתיק בית המשפט, משמע כי לנגד עיני השופטים לא עמדו הנתונים בעת קבלת ההחלטה וזאת חרף הוראות הדין.⁵³ אחת הסיבות להעדר נתונים כספיים היא כי במקרים של כשל כלכלי עלולה חברה להפסיק לשלם לרואי החשבון ולמנהל החשבונות ובשל כך לא נאספים נתונים עדכניים המאפשרים לחברה או לנאמן להציג תמונה מלאה ואמינה של המצב

⁴⁹ שם, 12-13.

⁵⁰ שם, 14. ראה גם תיקון לסעיף 194(ב) לפקודת החברות, שנחקק יחד עם חוק חדלות פירעון, שקובע, שיראו הליך של אכיפת שעבוד צף כצו פתיחת הליכים לפי חוק חדלות פירעון, קרי- כהליך קולקטיבי.

⁵¹ לדוגמה: שלוש החברות - עזרא ששון ובניו חברה לבנין ופיתוח בע"מ; יהודה ויסלר חברה לבנין בע"מ ואור ואושר חברה לבנין ופיתוח בע"מ - הגישו בקשת הקאת הליכים יחדיו ונדונו באותו הליך בבית המשפט המחוזי בירושלים ואף החלטת הסדר הנושים בעניינן ניתנה ב-20 בינואר 2014 בהליך אחד. לשלוש החברות מונה בעל תפקיד אחד שטיפל בעניינן כמקשה אחת. דוגמה נוספת היא שתי החברות - מקור ראשון המאוחד (הצופה) בע"מ וביזנס השבועון הישראלי בע"מ - שנדונו אף הן במאוחד בבית המשפט המחוזי בירושלים.

⁵² מבסיס הנתונים הושמטו 4 חברות בורסאיות שהגיעו להסדר חוב. מדובר בחברות החזקה ללא פעילות ריאלית, כך שההליך בעניינן לא כלל הקפאת הליכים או הפעלה כעסק חי, אלא אך ורק הסדר חוב פיננסי ביחס למחזיקי אג"ח.

⁵³ ראו למשל תקנה 41 לתקנות החברות (בקשה לפשרה או הסדר), התשס"ב-2002 אשר מורה אילו נתונים ומידע יש לכלול במסגרת בקשה למתן צו הקפאת הליכים.

הפיננסי של החברה. סיבה אפשרית נוספת היא חולשה ניהולית של ההנהלה המתבטאת בהעדר שליטה בנתונים פיננסיים עדכניים ואמינים של החברה. הסבר נוסף להעדר נתונים הוא שהחברה מכמינה נתונים פיננסיים לא מחמיאים על מנת שבית המשפט והצדדים לא יוכלו להתרשם מסיכויי השיקום הנמוכים.

בטבלה שלהלן מפורטים המשתנים המסבירים שנדלו מכל אחד מתיקי הקפאת ההליכים שנבדקו:

משתנה	תיאור המשתנה
בית המשפט המחוזי	בית המשפט שבו התנהל הליך חדלות הפירעון בעניינה של החברה. נתון זה מספק גם מידע על המיקום הגיאוגרפי של החברה (משרדה הרשום או עיקר עסקיה או נכסיה). ⁵⁴
תאריך פתיחת התיק	המועד שבו נפתח הליך חדלות הפירעון בבית המשפט. ממשתנה זה ניתן לעמוד על משך הזמן עד למתן ההחלטה בהקפאת הליכים או עד לפירוק.
שופט	שמו של השופט או השופטת שדנו בתיק חדלות הפירעון. ⁵⁵
הנאמן	שמו של הנאמן שמונה לחברה.
ותק החברה	המועד שבו הוקמה החברה (ותק החברה בשנים).
ענף עסקי	הענף העסקי המרכזי שבו פועלת החברה.
פרטית/ציבורית	האם החברה היא פרטית או ציבורית.
עובדים	מספר העובדים המועסקים בחברה.
מחזור שנתי	המחזור הכספי השנתי של החברה (באלפי שקלים).
סיבות לקריסה	הסיבות לפתיחת הליך חדלות הפירעון בבית המשפט, כפי שנמסרו על ידי החברה במסגרת ההליך.

בנוסף, נאספו מתוך כל תיק יחסי החוב של השחקנים השונים שבמגרש המשחקים, קרי – היקף החוב של הנושים המובטחים, הנושים בדיון קדימה והנושים הכלליים. נתונים אלה כוללים:

סך חוב מובטח	סך החובות לנושים המובטחים (באלפי שקלים).
סך חוב בדיון קדימה	סך החובות (באלפי שקלים) שחל עליהם דין קדימה בהתאם לדיני חדלות הפירעון, כגון חובות לעובדים ורשויות מס.

⁵⁴ ס' 4 לחוק חדלות פירעון קובע, כי בית המשפט המוסמך לדון בהליכי חדלות פירעון של חברה יהיה בית המשפט המחוזי שבאזור שיפוטו מצוי משרדה הרשום של החברה או המקום העיקרי של עסקיה או של נכסיה. ראה גם ס' 1 לתקנות החברות (בקשה לפשרה או להסדר) תשס"ב-2002.

⁵⁵ באמצעות בדיקה באתר האינטרנט של הרשות השופטת נדלו גם נתונים על מגדר השופט (זכר או נקבה) והוותק המקצועי של השופט על כס השיפוט.

סך חוב בדין כללי (רגיל)	סך החובות (באלפי שקלים) לנושים הכלליים (הרגילים), קרי- החובות שאינם מובטחים ולא חל עליהם דין קדימה.
יחס חוב מובטח / כלל החוב	החוב המובטח של החברה חלקי כלל החוב.
סך החובות	סך כל החובות (באלפי שקלים) של החברה לנושיה מכל הסוגים.

כמו כן, נאספו מתוך כל תיק "היחסים הפיננסיים" המרכזיים שהובאו לידיעת בית המשפט לצורך קבלת ההחלטה. יחסים פיננסיים אמורים לסייע לבית המשפט, כסוג של "קיצור דרך", לקבל מידע משמעותי על איתנותה הפיננסית של החברה ועל סיכויי השיקום שלה. "יחס שוטף" ו"יחס מהיר" בוחנים נזילות, קרי - את כוח הקנייה של חברה, יכולתה להחזיר חובות ויכולתה לעמוד בהתחייבויות קרובות. יחס זה מבוסס על לכמות המזומנים שיכולה החברה להעמיד מהנכסים שניתנים למימוש תוך זמן קצר ללא ירידה משמעותית בערכם בשל המימוש המהיר המתחייב בעת משבר.

בנוסף, נבחן המינוף של החברה. ככל שהחברה תלויה יותר בהון זר להבדיל מהון עצמי, כלומר ממונפת, מידת הסיכון הטמונה בהשקעה בה גדולה יותר, כיוון שגדל הסיכוי שלא תעמוד בהתחייבויותיה. יחסי הנזילות מלמדים על התחייבויות החברה לטווח הקצר ואילו יחסי המינוף מלמדים על התחייבויות החברה לטווח הארוך. להלן היחסים הפיננסיים שנאספו:

יחס חוב חלקי המחזור השנתי	החוב הכולל של החברה חלקי מחזור העסקים השנתי. יחס זה מצביע על רמת המינוף והתלות באשראי מבנקים ומספקים. ככל שהיחס גבוה יותר כך רמת הסיכון של החברה גבוהה יותר.
יחס שוטף (Current Ratio)	סך הנכסים השוטפים של החברה חלקי סך ההתחייבויות השוטפות. יחס שוטף מצביע על יכולת חברה לעמוד בהתחייבויות השוטפות בטווח הקצר. ההנחה היא שבמקרה של קשיים פיננסיים הלחצים הראשוניים, שיופעלו נגד החברה יהיו בסעיפי ההתחייבויות השוטפות. במילים אחרות, ספקים ידרשו מהחברה תשלום במזומן ויסרבו לתת לה אשראי ספקים, ואילו בנקים ונותני אשראי אחרים יסרבו לחדש לחברה הלוואות שמועד פירעונן הגיע. יחס קטן מ- 1 או גדול משמעותית מ- 1 עלול להוות בעיה. יחס נמוך מ- 1 אומר שלחברה יש סיכון פיננסי גבוה וקושי בפירעון התחייבויות לזמן קצר; יחס גבוה משמעותית מ- 1 אומר שלחברה יש נזילות טובה. אך זה אומר שהניהול הפיננסי לא יעיל, אולי המלאי מנופח, או שיש בעיה עם גבייה; שיפור ביחס שוטף לא מעיד בהכרח על שיפור במצב הפיננסי. למשל, אם הוא נובע מגידול במלאי כתוצאה מקיטון במחזור הפעילות או מהצטברות מלאי

בעייתי, שלא בטוח שיימכר. כמו כן, יש מקרים בהם יש בעיות של ניפוח שווי המלאי ע"י העמסת עלויות.	
סך הנכסים השוטפים (ללא מלאי) של החברה חלקי סך התחייבויות שוטפות. מטרת יחס זה היא לבדוק יחס נזילות מהיר יותר. המלאי כלול "ביחס השוטף" ולעתים זה חסרון. הבעייתיות נובעת מכך שלעיתים מימוש של מלאי עשוי להיות במחיר הפסד או בתנאי תשלום שאינם שוטפים. לכן המלאי הכלול ברשימת הנכסים השוטפים עלול להטעות ולכן נעדיף לבדוק גם את היחס המהיר. היחס המהיר יהיה יעיל ביותר עבור חברות בעלות מלאי לא נזיל כגון חברות תעשייתיות, ואילו היחס השוטף יתאים יותר לעסקים בעלי מחזור מלאי מהיר שיכולים להיפטר מסחורה בזמן קצר כגון חברות דלק.	יחס מהיר (Quick Ratio)
היחס שבין ההון החוזר נטו (ההפרש שבין הנכסים השוטפים לבין ההתחייבויות השוטפות) לבין סך הנכסים במאזן. ההון החוזר נטו מבטא את עודף הנכסים הנזילים שיש לחברה לעומת התחייבויותיה השוטפות. ככל שיש לחברה יותר עודפים, פירוש הדבר שיש לה יותר רזרבות נזילות כדי להתמודד עם קשיים ועם לחצים פיננסיים בטווח הקצר. את ההון החוזר נטו מחלקים בסך המאזן (או במילים אחרות, בסך הנכסים) מכיוון שהניסיון מלמד כי חברה הנקלעת לקשיים מצמצמת בהדרגה את נכסיה השוטפים כדי לממן את חובותיה. ככל שהקשיים נמשכים, ההון החוזר נטו הופך לשלילי והיחס יורד משנה לשנה, עד שגם הוא הופך לשלילי.	יחס הון חוזר נטו ביחס למאזן

ג. הממצאים

ההליכים שנבדקו במחקרנו הסתיימו, דהיינו – גובש בהם הסדר נושים אשר קיבל את אישורו של בית המשפט, בין השנים 2015–2018.⁵⁶ מספר החברות אשר בית המשפט מצא לנכון להורות על שליחתן להליך של שיקום עמד בתקופת המחקר על ממוצע ארצי של 34.5 חברות, מדי שנה.

הוותק הממוצע של החברות שנכללו במחקר עמד על כ-18 שנים, אך נתון זה מושפע מערכי קיצון. בניכוי של 5% החברות הקיצוניות ביותר עמד הוותק הממוצע של החברות על 16 שנים והחציון על 13.8 שנים. נתונים אלה קרובים למדי לנתונים באירופה ובאנגליה. באירופה, הוותק הממוצע של

⁵⁶ נקודת הסיום של ההליך, מבחינת המחקר, היא אישורו של הסדר נושים על ידי בית המשפט.

החברות הנקלעות לחדלות פירעון עומד על 9 עד 17 שנים, ובאנגליה 8 עד 15 שנים.⁵⁷ דמיון זה בנתונים תומך בממצאי מחקרנו.

מספר העובדים הממוצע בחברות שנבדקו ואשר נמצא בהן נתון על מספר עובדים (126 חברות) עמד על כ-117 עובדים.⁵⁸ גם נתון זה מושפע מערכים קיצוניים, כגון חברות שבהן למעלה מאלף עובדים. בניכוי 5% חברות שהתאפיינו בערכי קיצון עמד הממוצע של מספר העובדים ב-119 חברות על כ-60 עובדים והחציון עמד על 40 עובדים. נתונים אלה מלמדים כי הרוב המכריע של החברות המופנות להליך של שיקום משתייכות לקטגוריה של "עסק בינוני" בהתאם להגדרות הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים במשרד הכלכלה. במדינות העולם המערבי, רוב העסקים עליהם נשענת פעילות המשק משתייכים לקטגוריה זו.⁵⁹

המחזור השנתי הממוצע של כלל החברות שבתיקיהן נמצא נתון זה עמד על ממוצע של 117 מיליון שקלים. נתון זה מושפע מערכי קיצון ובניכוי של 5% החברות בעלות הערכים הקיצוניים עמד המחזור השנתי הממוצע על 49 מיליון שקלים והחציון על 20 מיליון שקלים. גם נתוני המחזור השנתי הממוצע מאפיינים "עסקים בינוניים".⁶⁰

שיעור החוב הכולל הממוצע עמד בכלל החברות שבהן נמצא נתון זה על 379% מהמחזור השנתי. בניכוי 5% ערכי קיצון עמד יחס החוב למחזור השנתי על ממוצע של 113% והחציון עומד על כ-72%.

שיעור החוב המובטח מתוך סך כל החובות עמד בממוצע על 28%. בניכוי 5% ערכי קיצון לא חל שינוי משמעותי בנתון זה והוא עמד על שיעור ממוצע של 25.3% וחציון של 24.4%.

שיעור החובות בדין קדימה מתוך סך כל החובות עמד על 9.55%. בניכוי 5% ערכי קיצון עמד שיעור זה על 7.45% והחציון על 4.4%.

יחס ההון החוזר נטו ביחס למאזן עמד בממוצע על שיעור שלילי של 190% באותן חברות שבהן אותרו נתונים אודות יחסים פיננסיים (92 חברות). בניכוי 5% ערכי קיצון (88 חברות) עמד היחס הממוצע על שיעור שלילי של 33.8% ואילו החציון עמד על שיעור שלילי של 13.8%.

1. סיכויי השיקום ושיעור פירעון החוב במבט כולל

המטרה העיקרית של החוק היא שיקומן של חברות. שיקום כלכלי של תאגיד מוגדר כ"שמירת עסקו של התאגיד כעסק חי".⁶¹ זאת כדי להבהיר, שהכוונה בנוסח זה היא לשיקום מהותי, להמשך פעילותו העסקית של התאגיד, גם אם האישיות המשפטית של התאגיד משתנה כאשר עסקיו

⁵⁷ Blazy and Nigam, לעיל ה"ש 39, 9.

⁵⁸ כפי שצוין בפרק הקודם, בשיעור לא מבוטל של חברות נמצא כי הנתונים בתיק בית המשפט היו חסרים ואף לא כללו דוחות כספים ומאזן בוחן עדכניים. בכלל זה, נמצא כי במספר לא מבוטל של חברות לא הונח בפני לבית המשפט נתון לגבי המספר המדויק של העובדים בחברה.

⁵⁹ לפי "תקנון שירותי סיוע", הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים במשרד הכלכלה (ספטמבר 2019), "עסק זעיר" מוגדר כעסק שבו מועסקים עד ארבעה עובדים. "עסק קטן" כולל חמישה עד עשרה עובדים. "עסק בינוני" הוא עסק שבו 11 עד מאה עובדים.

⁶⁰ https://www.sba.org.il/hb/PolicyAndInformation/Documents/june2019/Takanon_Siyua.pdf לשם השוואה, במדינות האיחוד האירופי בהתאם להמלצה משנת 2003, "עסק זעיר" (Micro) הוא עסק שבו עד עשרה מועסקים ומחזור או מאזן עד 2 מיליון אירו; "עסק קטן" יעסיק עד 50 מועסקים ומחזור או מאזן עד 10 מיליון אירו; "עסק בינוני" – עד 250 מועסקים, מחזור עד 50 מיליון אירו או מאזן עד 43 מיליון אירו. ראו: "Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs" European Commission.

⁶¹ https://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/sme-definition_en שם.

⁶¹ ס' 4 לחוק חדלות פירעון.

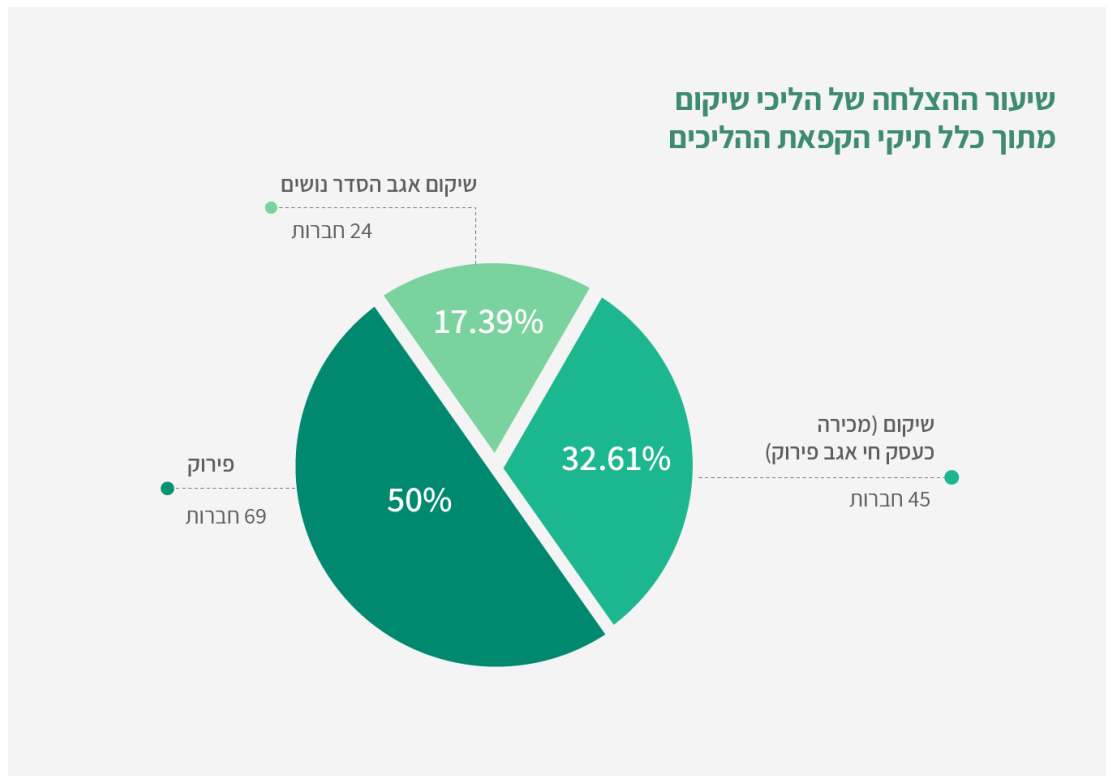
נמכרים לתאגיד אחר. הבהרה זאת חשובה כיון שבמקרים לא מעטים נעשה שיקומו הכלכלי של התאגיד בדרך של מכירת פעילותו העסקית לגורם שלישי, בשעה שהחברה עצמה מפורקת ומתחסלת. דהיינו, חוק חדלות פירעון אדיש ביחס לשאלה אם שיקום החברה יתבצע על ידי המשך פעילותה של החברה חדלת הפירעון או פירוקה אגב מכירת פעילותה העסקית לרוכש חיצוני. למעשה, בית המשפט רואה במכירת הפעילות ל"משקיע חיצוני" דרך יעילה ולעיתים אף "המעשית ביותר" להשבת חברה לפסים רווחיים.⁶² תהא ההעדפה אשר תהא, שתי האפשרויות מביאות לתוצאה חיובית מבחינת המשק כאשר רוב עובדי החברה ממשיכים להיות מועסקים על ידי החברה, הנושים נקשרים עם החברה שאליה מועברת הפעילות העסקית וממשיכים בקשרים העסקיים עם החברה והמדינה אינה צריכה לשאת בעלויות הכבדות הנגזרות ממצב של קריסה מוחלטת של העסק.

לפיכך, איחדנו לצורך הבחינה הכוללת של הצלחה או כישלון של הליכי הקפאת הליכים ושיקום חברות את כל המקרים שבהם הליך השיקום הוביל להמשך פעילות החברה כעסק חי בין אם הדבר נעשה על דרך של שיקום החברה חדלת הפירעון עצמה ובין אם השיקום נעשה על דרך מכירת פעילות החברה המקורית ופירוקה ובלבד שהמכירה אגב פירוק החברה נועדה להמשך הפעילות העסקית. מנגד, פירוק חברה והפסקת פעילותה הינם הסוף הכלכלי של החברה, ומשמעותם כישלון הליך השיקום.⁶³ נעיר כבר בשלב זה למען הזהירות כי הצלחת ההליך נמדדת על סמך הגעה להסדר נושים ואין בידינו נתונים ביחס להצלחת השיקום בטווח הארוך.

⁶² ורדה אלשיך וגדעון אורבך **הקפאת הליכים הלכה למעשה** 543-545 (מהדורה שניה 2010).
⁶³ בהקשר זה יצוין כי סעיף 94 לחוק חדלות פירעון (כמו גם, סעיף 350 לחוק החברות, שהיה בתוקף לפני חוק חדלות פירעון) מקנה לבית המשפט סמכות להורות על הפסקת הליכי ההבראה ומעבר להליכי פירוק אם מצא כי אין סיכוי סביר לשיקומה של החברה או כי המשך הפעלת החברה יפגע בנושים. ראו פר"ק (מחוזי-ת"א) 44247-06-17 **סוהו אילת השקעות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי תל-אביב** פסקאות 67-72 (פורסם בנבו, 14.10.2018).

הממצאים לגבי שיעור ההצלחה של הליכי שיקום מוצגים בלוח 1.1.

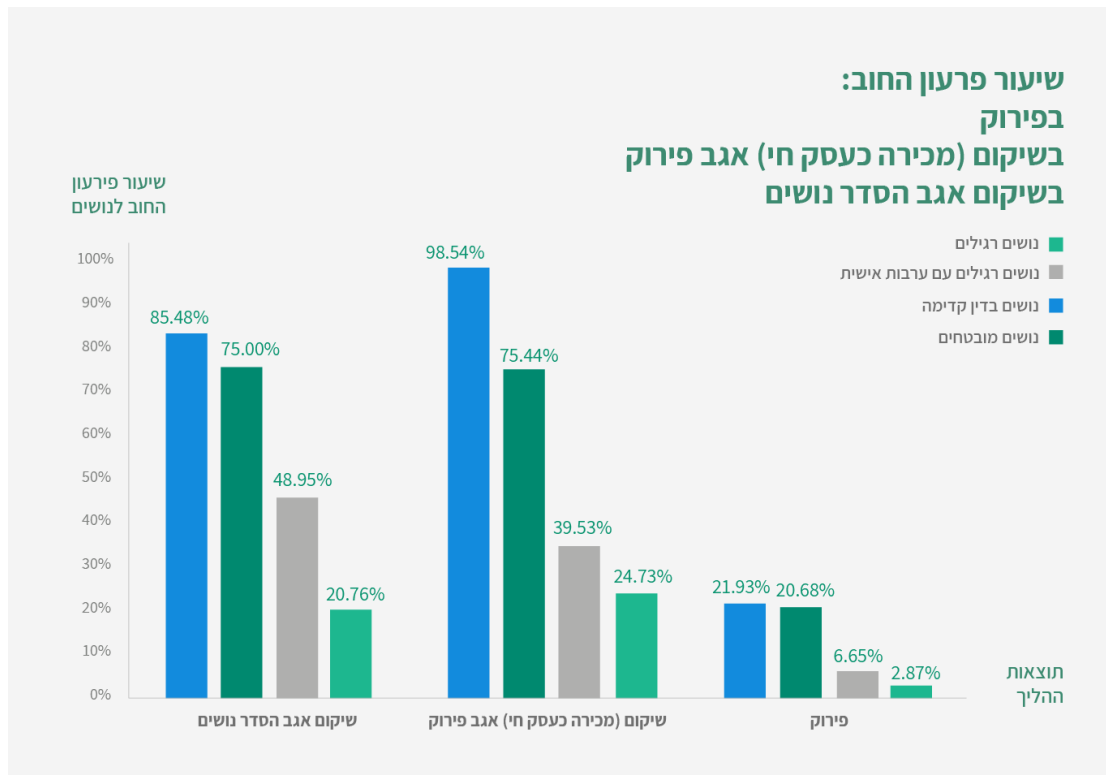
לוח 1.1 – שיעור ההצלחה/כישלון בהליכי שיקום חברות



לוח 1.1 מלמד כי במחצית מהמקרים במחקר - מחצית החברות שננקט בעניינן הליך הקפאת הליכים - הסתיים הליך השיקום בהצלחה ובמחצית האחרת הסתיים ההליך בכישלון כלכלי. במסגרת ההליכים שהסתיימו בהצלחה, 24 חברות שוקמו והן מהוות 17.39% מכלל החברות שבמחקר. מספר החברות שהגיעו להסדר אגב פירוק ופעילותן נמשכה בדרכים אחרות עמד על 45, נתון המהווה 32.61% מכלל החברות שבמחקר.

לוח 1.2 מוצג שיעור פירעון החוב הממוצע (באחוזים) מכלל החוב לפי כל אחד מסוגי הנושים: נושים מובטחים, נושים בדין קדימה, נושים כלליים (רגילים) ונושים כלליים (רגילים) המחזיקים בערבויות לחובם.

לוח 1.2 – שיעור פירעון החוב בפירוק, בשיקום אגב הסדר נושים ובשיקום בדרך של מכירה כעסק חי אגב פירוק (לפי סוגי נושים)



התמונה העולה מלוח 1.2 מובהקת וחד משמעית. נתוני המחקר ממחישים באופן ברור כי שיקום החברה – בין אם הוא נעשה בדרך של הסדר נושים או בדרך של מכירה כעסק חי – משיא את הערך לכל אחד מסוגי הנושים של החברה, בלי יוצא מן הכלל. יודגש, כי נמצא הבדל מובהק סטטיסטי בשיעור פירעון החוב לכל סוגי הנושים, בין חברות שבהן הוחלט על שיקום לחברות שפורקו ($P\text{value} = 0.0001$). לא נמצא הבדל מובהק סטטיסטי בשיעור פירעון החוב לכל סוגי הנושים בין חברות שבהן בוצע השיקום על דרך של הסדר נושים לעומת כאלה שנמכרו כעסק חי ($P\text{value} > 0.15$).

מהנתונים עולה כי הנושים המובטחים מקבלים בכל אחד מאפיקי השיקום כ-75% מנשייתם. בהשוואה לנושים המובטחים, נושים בדין קדימה מקבלים שיעור גבוה יותר מהחוב במצב של שיקום. שני הסברים יכולים להאיר את הממצא ביחס לשיעור ההחזר הגבוה של נושים בדין קדימה בהליכי שיקום. ההסבר הראשון קשור לעובדי החברה. חוב בגין שכר עבודה הוא מוגדר חוב "בדין קדימה". היות ובמקרה של פירוק זכאים העובדים לקבל את מלוא החוב בגין שכר עבודה מהמוסד לביטוח לאומי, אין לעובדים תמריץ להסכים להסדר חוב ללא הבטחה לפירעון מלא או כמעט מלא של חוב בגין שכר עבודה.⁶⁴ בנוסף, ניתן לשער כי החובות לרשויות המס, שהמדינה נוטה לדרוש את תשלומם המלא כתנאי להסכמתה להסדר נושים, הם שמספיעים על ממצא זה. הנושים הכלליים (הרגילים) הם הנהנים הגדולים ביותר במקרה של שיקום מוצלח. נושים כלליים (רגילים) ללא ערבויות צפויים לקבל רק 3% מנשייתם במקרה של פירוק ואילו במקרה של שיקום יקבלו סכום

⁶⁴ קדימות זו באה לידי ביטוי גם בחוק החדש בס' 234(א)(1). עובד זכאי לגמלה אם נגד מעסיקו ניתן צו לפתיחת הליכים לפי חוק חדלות פירעון או צו פירוק, בדין הקודם. הגמלה כוללת תשלום שכר עבודה ופיצויי פיטורים שמעסיקו חייב לעובד, וכן תשלום חוב לקופת גמל עבור חוב שנוצר למעסיק. סכום הגמלה הוא כחוב המעסיק לעובד, עד למקסימום הקבוע בחוק. ראו סעיפים 180–194 לחוק הביטוח הלאומי [נוסח משולב] תשנ"ה-1995.

העולה עד פי 7 (בהסדר אגב מכירה) או עד פי 8 (בשיקום) משיעור הנשייה שהיו מקבלים בפירוק. נעיר, כי נושים רגילים בעלי ערבויות אישיות נהנים משיעור פירעון גבוה מהנושים הרגילים עקב פירעון המתקבל מנכסים או תשלומים אישיים של הערבים, הניתנים כנגד הסכמה של הנושים לפטור מהערבות.

נעיר, כי שיעור ההחזר הנמוך במצב של פירוק אינו נובע מהוצאות שהוצאו בנסיון שיקום שכשל. לפי ס' 23(א)(1)(ב) לחוק חדלות פירעון לא יתיר בית המשפט לנהל הליכי שיקום אם קיים חשש סביר כי הפעלת התאגיד לצורך שיקום תפגע בנושים (דוגמה מובהקת לכך היא מניעת הפעלה גרענית).

כדי לזהות את המאפיינים של חברות אשר בהן יש להליך של שיקום סיכוי גבוה להצלחה, אמדנו מודלים לוגיסטיים המנבאים את הסיכוי לשיקום על סמך המשתנים המסבירים שנאספו מתיקי הקפאת ההליכים. לכל משתנה נאמד מודל לוגיסטי חד מימדי. המודלים מוצגים בנספח א'. כמו כן, נאמדו שני מודלים רבי משתנים המוצגים בטבלה 1 להלן.

המשתנים שאספנו נלקחו מתוך הדוחות הכספיים ודו"חות הנאמנים שנמצאו בתיקי בתי המשפט ושהוצגו בפני השופטים במועד קבלת ההחלטה. ישנו מספר גבוה של חברות (כ-30) שבהן הוצגו דוחות חלקיים או חסרים ולכן בהם לא קיים נתון לגבי משתנים מסוימים. לא השתמשנו במודל במשתנים רציפים בגלל תופעה זו כדי שלא לאבד מאפיין זה ואת המשתנים שקיימים בחברות אלה. לפיכך, במודל נעשה שימוש במשתנים לא רציפים, בהצגה לפי קטגוריות. שימוש בקטגוריות במקום משתנים רציפים מאפשר להצביע על השפעה גמישה יותר ולא בהכרח לינארית (פרמטרית) של המשתנה על הסיכוי לשיקום (אמידה א-פרמטרית). יתרון נוסף של הצגת המשתנים בקטגוריות הוא שהמקדם המתקבל ברגרסיה מייצג את גודל האפקט, כך שקטגוריה שהמקדם שלה גבוה יותר, השפעתה על הסיכוי לשיקום גבוהה יותר. החלוקה של המשתנה הרציף לקטגוריות לא נעשתה על סמך השערות מקדימות אלא – כפי שנהוג במתודות של big data – נעשתה על ידי חלוקת טווח הערכים לקבוצות קטנות, בהתאם להתפלגות ערכי המשתנה, ואיחוד הקבוצות עד למציאת מובהקות סטטיסטית. כמקובל, התוצאות המוצגות להלן הן לאחר איחוד הקבוצות.

טבלה 1. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי רב משתנים לניבוי הסיכוי לשיקום

שם המשתנה	מודל 1	מודל 2
חותך	-1.3989** (0.6666)	-1.6846** (0.7028)
יחס סה"כ חוב למחזור	עד 50% מעל 50% כולל אין נתון	1.3162*** (0.5239)
אחוז הון חוזר	עד 5% מעל 5% אין נתון	0.9704** (0.4419)
בית משפט	ירושלים, באר שבע, נצרת תל אביב, מרכז, חיפה	-0.9245** (0.3982)
אחוז חוב מובטח	עד 55% מעל 55%	0.9649 (0.6106)
הכנסה	בין 10 ל 50 מיליון ש"ח עד 10 ומל 50 מיליון ₪ כולל אין נתון	0.8533* (0.4602)
מספר התצפיות	133	133
Mcfadden R^2	0.131	0.15
AUROC	0.736	0.756
מבחן LR למובהקות המודל	24.0563***	27.6162***

המשתנה המוסבר הוא משתנה דמי לחברה שהליך השיקום בה הצליח.

*** מובהק ברמה של 1 אחוז; ** מובהק ברמה של 5 אחוזים; * מובהק ברמה של 10 אחוזים.

המספרים בסוגרים הם סטיית התקן של האומד R^2 Mcfadden – מדד לטיב ההתאמה של המודל המותאם למודל לוגיסטי.

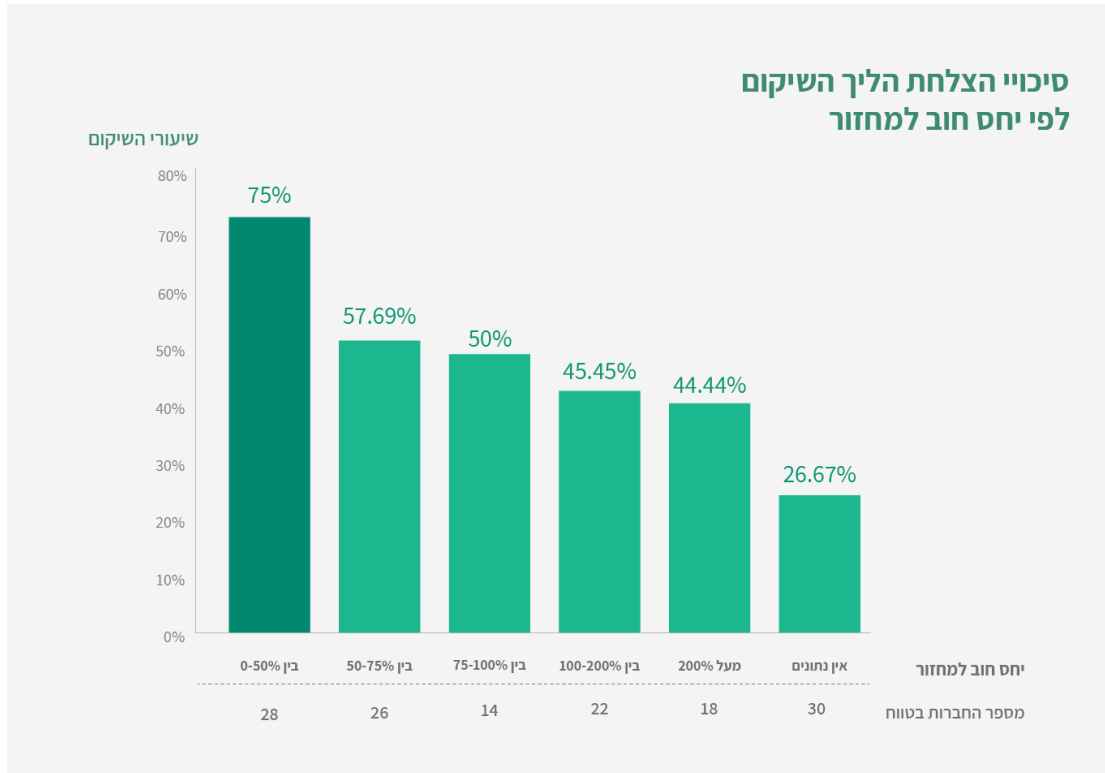
AUROC - Area Under the Receiver Operating Characteristics – מדד המודד את יכולת המודל לנבא בצורה נכונה את סיווג החברה לשיקום לעומת פירוק. ככול שמדד AUROC גבוה יותר, המודל מצליח לנבא נכון את החברות שהשתקמו לעומת החברות שלא השתקמו. $AUROC=1$ משמעו סיווג מושלם, כלומר כל חברה שהמודל מנבא לגביה שיקום, אכן שוקמה וכל חברה שהמודל מנבא לגביה פירוק אכן פורקה. $AUROC=0.5$ משמעו ניבוי מיקרי. $AUROC=0$ משמעו ניבוי שגוי באופן מושלם, כלומר כל חברה שהמודל מנבא לגביה שיקום, נכשלה וכל חברה שהמודל ניבא לגביה פירוק, שוקמה.

הממצאים המוצגים להלן מבוססים, על התפלגות המשתנים לפי הסיכוי לשיקום ועל המודלים הלוגיסטיים שנאמדו.

2. יחס החוב למחזור

התפלגות יחס החוב למחזור לפי שיעורי השיקום מוצגת בלוח 2.

לוח 2 – סיכויי הצלחת הליך השיקום לפי יחס חוב למחזור



מהנתונים עולה כי ככל שיחס החוב למחזור עומד על שיעור נמוך יותר, כך גדל הסיכוי לשיקום.

כאשר היחס עולה על שיעור של 75% הפער אינו מובהק סטטיסטית בין החברות, דהיינו שיעור השיקומים נמוך ביותר ואינו משתנה משמעותית. משתנה זה נמצא בעל מובהקות סטטיסטית ברגסיה חד מימדית ברמה של פחות מאחוז (טבלה 2 בנספח א'). במודל רב משתנים, כאשר יחס חוב למחזור עולה מעל לשיעור של 50%, יורדת ההסתברות לשיקום ונתון זה אף הוא מובהק ברמה של אחוז.

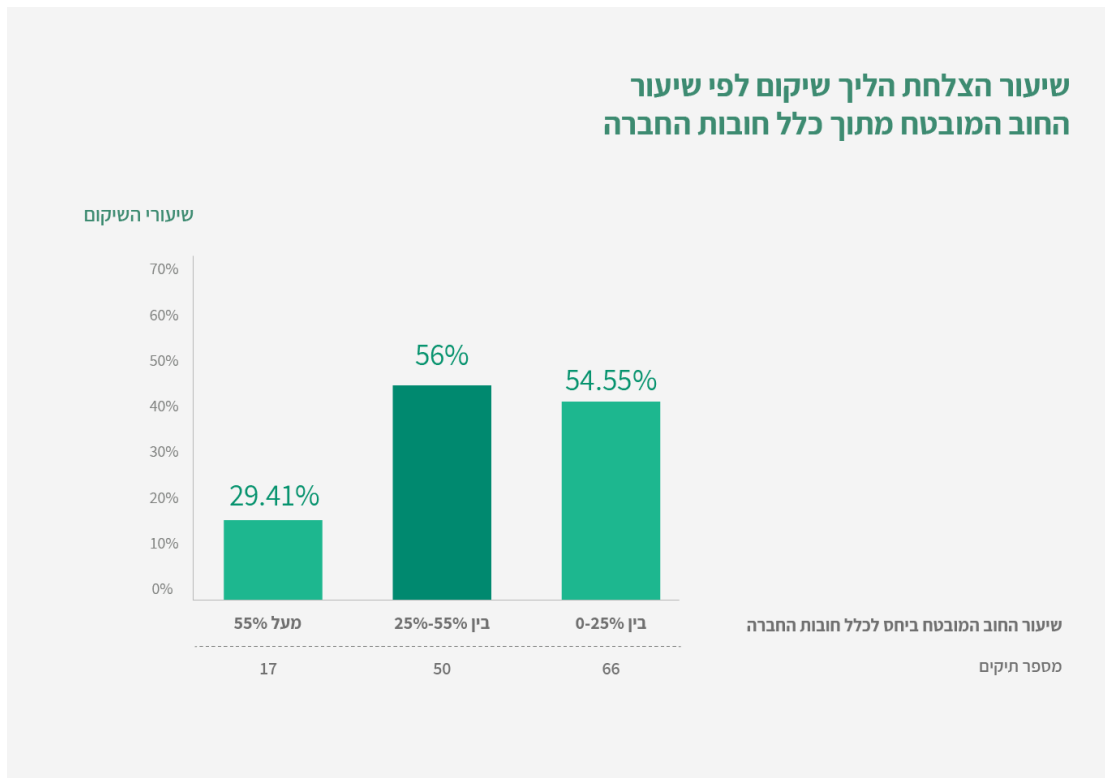
היחס בין סך כל החובות של החברה למחזור הוא המשתנה המובהק ביותר ובעל האפקט הגבוה ביותר בממצאי המחקר.

בתיקיהן של כ-30 חברות לא נמצא נתון לגבי יחס חוב למחזור. בחברות שבהן לא היה נתון זה מצאנו סיכויי שיקום נמוכים במיוחד.

3. שיעור חוב מובטח מתוך סך כל החוב

ניתוח הנתונים מראה כי ככל שהיחס בין החוב המובטח לבין סך כל החובות קטן כך גדל הסיכוי לשיקום. התפלגות שיעור חוב מובטח לפי שיעורי השיקום מוצגת בלוח 3.1

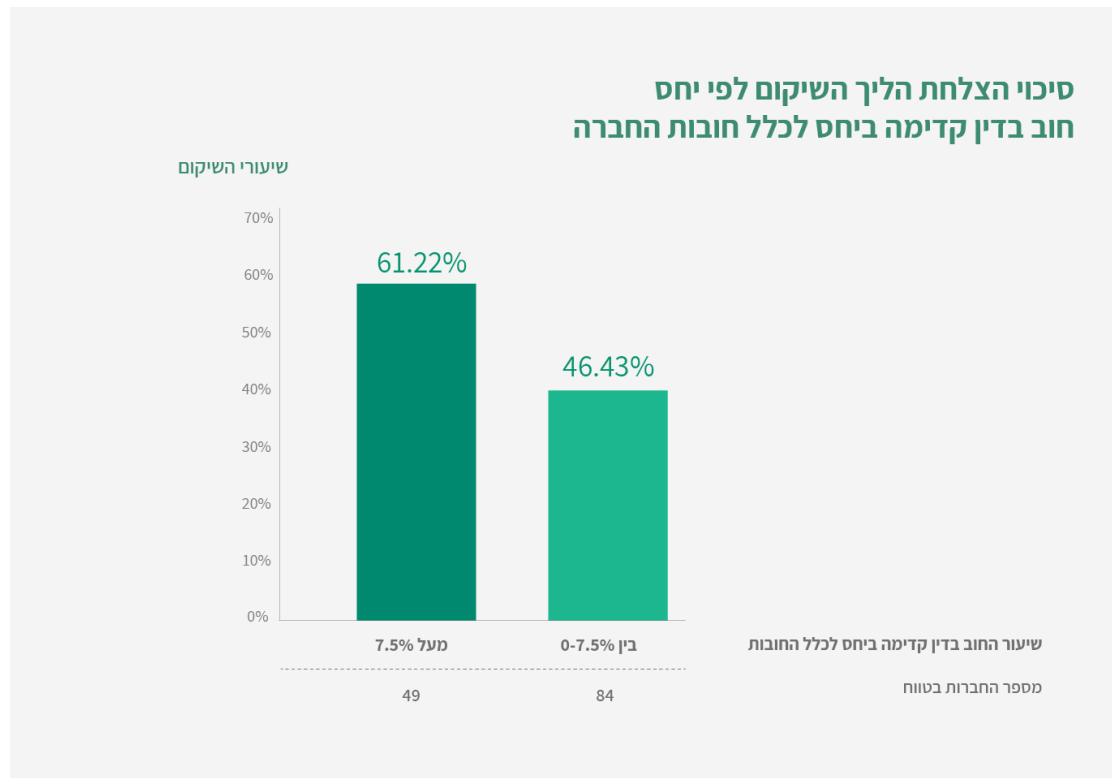
לוח 3.1 – סיכוי הצלחת הליך השיקום לפי שיעור החוב המובטח מתוך כלל החוב



באמידת המודלים נמצא שכל עוד היחס בין החוב המובטח לסך כל החובות עומד על שיעור הנמוך מ-55% סיכויי השיקום מעל הממוצע. כאשר שיעור החוב המובטח עולה על 55% מסך כל החובות יורד הסיכוי לשיקום באופן דרמטי. הבדל זה נמצא מובהק מבחינה סטטיסטית ברמה של 5% בגרסיה חד מימדית (טבלה 3.1 בנספח א') וברמה של 7% במודל רב משתנים.

לשם השוואה, ניתוח הנתונים ביחס לחובות בדין קדימה מעלה כי ככל שהיחס בין החוב בדין קדימה לסך כל החובות של החברה גדל בשיעורו עולה הסיכוי לשיקום. לנתון זה נמצאה מובהקות של 10% בגרסיה חד מימדית (טבלה 3.2 בנספח א') ולא נמצאה מובהקות סטטיסטית במודל רב משתנים.

לוח 3.2 – סיכויי הצלחת הליך השיקום לפי יחס חוב בדין קדימה לכלל החוב

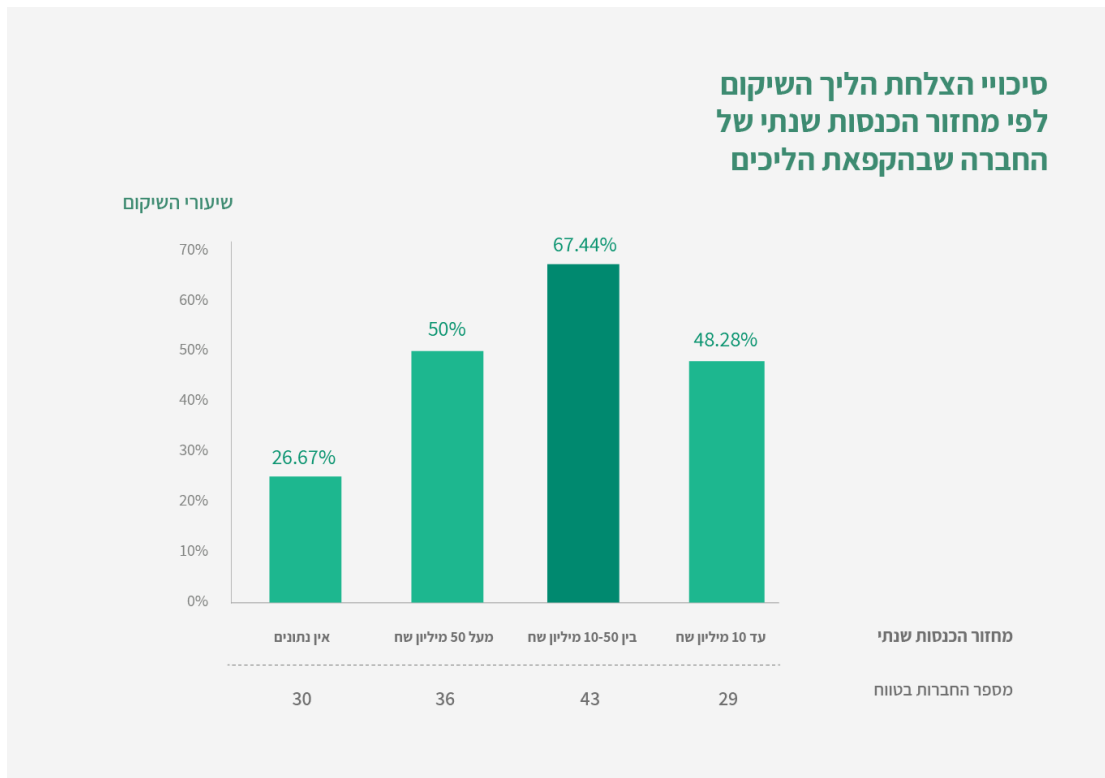


4. מחזור שנתי

בלוח 4 מוצגת התפלגות המחזור השנתי (הכנסות) לפי שיעורי השיקום. ניתן לראות כי בחברות שיש להן מחזור שנתי קטן יחסית או גדול יחסית הסיכוי להצלחתו של הליך השיקום יורד. כאשר המחזור השנתי עמד על "טווח הביניים" שבין 10 ל-50 מיליון ₪ נמצאו סיכויי השיקום הגבוהים ביותר (67.44%).

משתנה זה מובהק ברמה של פחות מאחוז ברגרסיה חד מימדית (טבלה 4 בנספח א') ובעל מובהקות סטטיסטית בשיעור של 6% במודל רב משתנים.

לוח 4 – סיכויי הצלחת הליך השיקום לפי מחזור הכנסות שנתי



יש לציין כי גם בקצוות היו סיכויי השיקום סביב הממוצע. לעומת זאת, בחברות שלא אותר בהן כלל נתון לגבי המחזור השנתי היו סיכויי השיקום נמוכים ביותר (26.67%). עם זאת, הפער בין חברות אלה לבין החברות בעלות הכנסות גבוהות יחסית או נמוכות יחסית אינו מובהק מבחינה סטטיסטית.

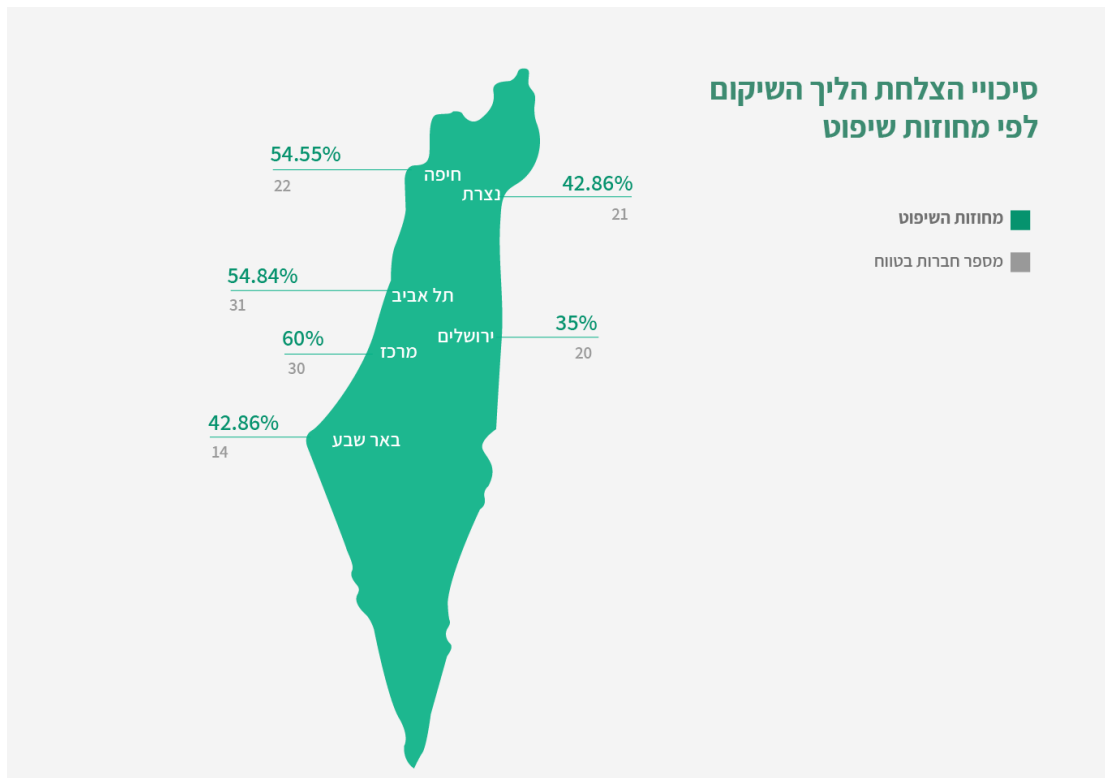
5. מחוזות שיפוט

ככלל, כללי הסמכות המקומית בתקנות סדר הדין האזרחי מובילים לכך שהליכי חדלות פירעון יוגשו נגד חברות במחוז השיפוט שבו מצוי משרדה הרשום של החברה או עיקר עסקיה או נכסיה. החלוקה למחוזות גיאוגרפיים עשויה ללמד על סיכויי השיקום באזורים עתירי פעילות עסקית כמו אזור תל אביב והמרכז לעומת אזורים המצויים בפריפריה הכלכלית של ישראל, כגון דרום הארץ.

לפיכך, נבחנו סיכויי השיקום של החברות בחלוקה הגיאוגרפית למחוזות שיפוט (לוח 5)

בחלוקה זו ניתן אכן להצביע על הבדלים משמעותיים בין שיעורי השיקום באזורים שניתן לכנותם "המרכז הכלכלי" לבין אזורים המצויים בפריפריה הכלכלית.

לוח 5 – סיכויי הצלחת הליך השיקום לפי מחוזות שיפוט



בחלוקה למחוזות שיפוט נמצאו פערים בין מחוזות הממוקמים במרכזים העסקיים של ישראל (תל אביב, מחוז המרכז וחיפה) בכל הנוגע לשיעור החברות שסיימו הליך שיקום בהצלחה - 56.63% אחוזים בממוצע משולב של שלושה מחוזות אלה - לעומת שיעור הצלחה ממוצע משולב של 40% בלבד בשיקום החברות שהופנו להליך הבראה במחוזות השיפוט בפריפריה הכלכלית (באר שבע, נצרת וירושלים).⁶⁵ משתנה דמי לכל מחוז הוכנס לרגרסיה ואכן מובהקות סטטיסטית נמצאה רק לאחר איחוד המחוזות לפי שיעורי השיקום שלהם, הן כמשתנה בודד (טבלה 5 בנספח א') והן במודל רב משתנים.

6. ותק החברה

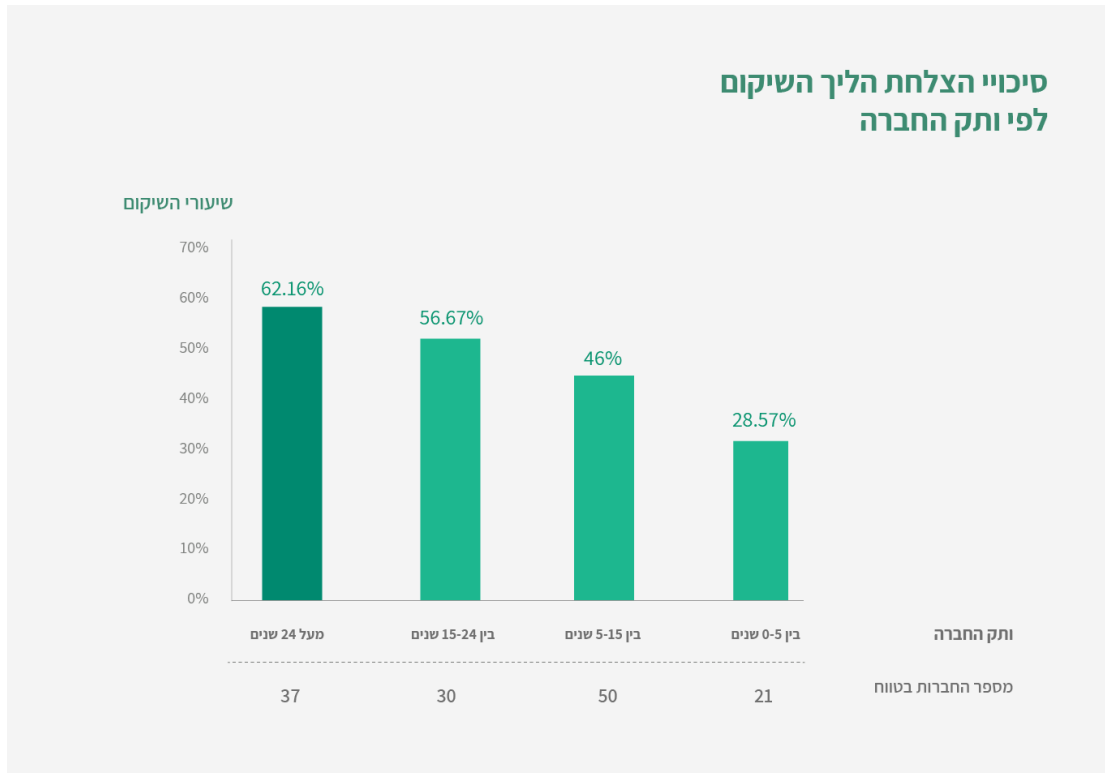
וوتק החברה עשוי ללמד על קיומה של מערכת יחסים ממושכת עם נושים מובטחים, כמו בנקים ונותני אשראי אחרים, אשר מחזקת את המוניטין של החברה בכל הקשור לעמידה בהתחייבויות.

⁶⁵ אנו מתייחסים למחוז ירושלים כ"פריפריה כלכלית" לנוכח ממצאי המחקר ובהתחשב במדד חברתי-כלכלי של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הלמ"ס) והשיוך של עיר הבירה לאשכול חברתי-כלכלי נמוך. המדד אמנם אינו מעיד באופן ישיר על מצבה של פעילות עסקית פרטנית בתחומי הרשויות המקומיות המדורגות בו אך הוא אינדיקטור לגבי החוסן הכלכלי של אזורים גיאוגרפיים בישראל. מדד זה יכול ללמד אפוא על החוסן הפיננסי של עסקים קטנים ובינוניים הפועלים אזורים אלה. נתוני סוף שנת 2017 מראים כי מספר גדול של יישובים במחוז הדרום ובמחוז הצפון משתייכים לאשכולות החלשים ביותר, אשכול 1 ואשכול 2. הערים המרכזיות במחוז ירושלים – ירושלים ובית שמש – משתייכות אף הן לאשכול 2 החלש. לעומת זאת, רוב הערים במחוזות חיפה, תל אביב ומרכז משתייכות לאשכולות חזקים. למשל, תל אביב-יפו, הרצליה, ורעננה (אשכול 8), חיפה וראשון לציון (אשכול 7), רחובות, נתניה וחדרה (אשכול 6). ראו: אתר הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, מדד חברתי כלכלי: <https://www.cbs.gov.il/he/subjects/Pages/%D7%9E%D7%93%D7%93-%D7%97%D7%91%D7%A8%D7%AA%D7%99-%D7%9B%D7%9C%D7%9B%D7%9C%D7%99-%D7%A9%D7%9C-%D7%94%D7%A8%D7%A9%D7%95%D7%99%D7%95%D7%AA-%D7%94%D7%9E%D7%A7%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%95%D7%AA.aspx>.

באירופה, הוותק הממוצע של החברות הנקלעות לחדלות פירעון עומד על 9 עד 17 שנים, ובאנגליה 8 עד 15 שנים.⁶⁶

מלוח 6 המציג את שיעורי השיקום לפי ותק חברה עולה כי קיים מתאם חיובי בין וותק החברה לסיכויי השיקום שלה.

לוח 6 – סיכויי הצלחת הליך השיקום לפי ותק החברה



ניסיון לאמוד את השפעת הוותק בחלוקה לארבע הקבוצות הניב תוצאות לא מובהקות. מובהקות של 7% נמצאה רק ברגסיה חד מימדית (טבלה 6 בנספח א') ובחלוקת הוותק לשתי קבוצות: עד ומעל 15 שנה.

הסיכוי של חברות שהוותק שלהן מעל 15 שנה לסיים הליך שיקום בהצלחה גדול יותר ועומד על כ-60% לעומת חברות שהוותק שלהן נמוך מ-15 שנה אשר סיכוייהן לסיים בהצלחה הליך שיקום עמד על כ-41%. אך כאמור הבדל זה מובהק סטטיסטית רק ברגסיה חד מימדית.

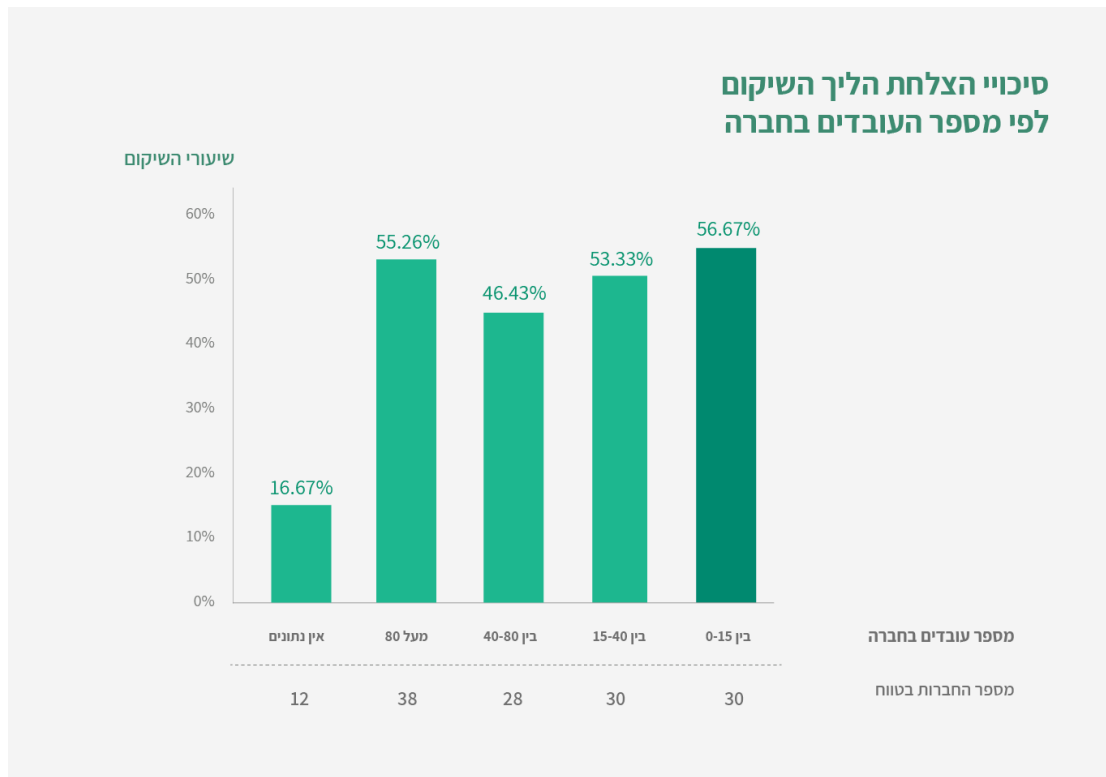
7. עובדים

לוח 7 מציג את התפלגות מספר העובדים לפי שיעורי השיקום. מלוח 7 ניתן לראות כי הסיכוי לשיקום גבוה יחסית כאשר יש בחברה מספר קטן יחסית (עד 40) או מספר גדול יחסית (מעל 80) של עובדים. כאשר מספר העובדים נמצא בטווח שבין שני מספרים אלה ("טווח הביניים"), הסיכוי לשיקום החברה יורד. בחלק מהחברות (12 במספר) לא נמצא כלל נתון לגבי מספר העובדים. מצאנו

⁶⁶ Blazy and Nigam, לעיל ה"ש 39, 9.

כי סיכויי השיקום של חברות שלא נמצא בהן נתון לגבי מספר העובדים היה נמוך משמעותית משאר החברות (16.67%).

לוח 7 – סיכויי הליך השיקום לפי מספר העובדים



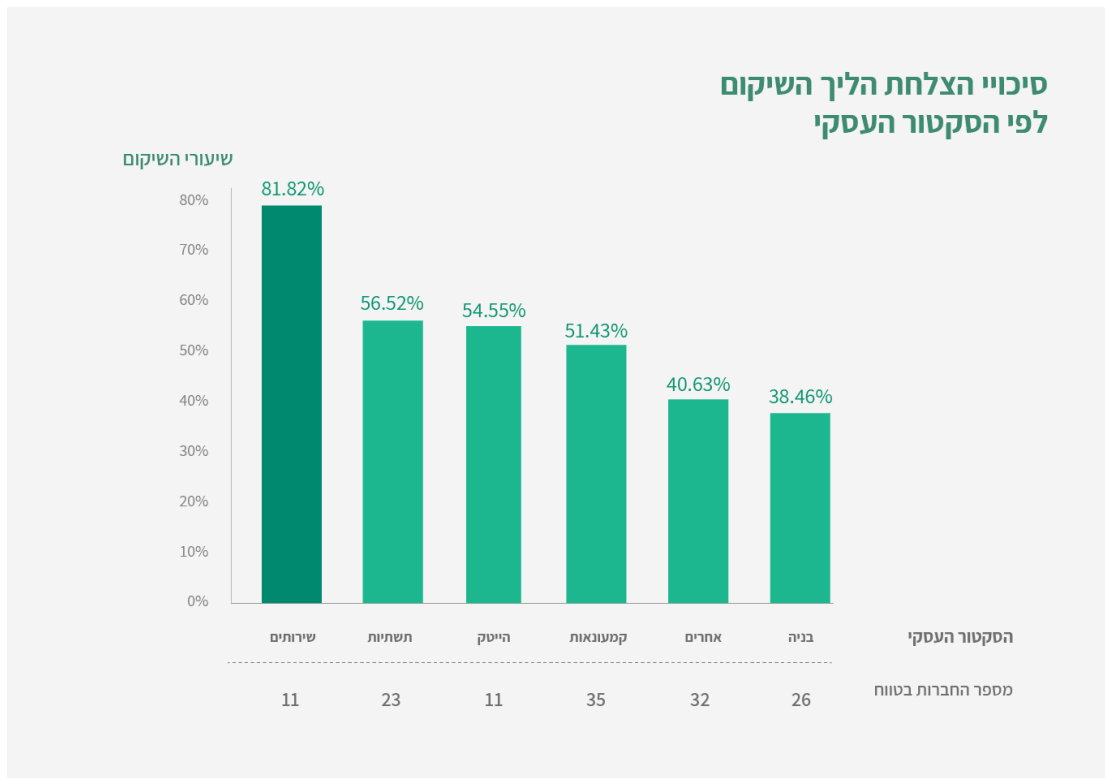
הפער בסיכויי השיקום של החברות בעלות המספר הקטן יחסית והגדול יחסית של עובדים לבין החברות המצויות בטווח הביניים הוא מובהק סטטיסטית כמשתנה בודד ברמה של (טבלה 7 בנספח 1) 7%. המשתנה אינו מובהק במודל רב משתנים.

הסיכוי לשיקום של חברה שמספר עובדיה נמצא בטווח הביניים אמנם גדול יותר מהסיכוי לשיקום בחברות שבהן לא נמצא כלל נתון לגבי מספר העובדים אך ההבדל בין שני סוגי הקבוצות האלה אינו מובהק סטטיסטית.

8. ענף עסקי

בבחינת סיכויי הצלחתו של הליך שיקום לפי משתנה השיוך של החברה לענף (סקטור) עסקי מסוים נמצא כי ענף השירותים הפגין את סיכויי השיקום הגבוהים ביותר, הענפים תשתיות, הייטק וקמעונאות בהם בעלי סיכויי שיקום מעט מעל הממוצע, לעומת ענף הבניה ושאר הענפים אשר להם סיכויי שיקום נמוך מהממוצע. ההבדלים בין הענפים מוצגים להלן בלוח 8. במודל החד מימדי (טבלה 8 בנספח א') נמצאה מובהקות סטטיסטית של 5% לענפים שירותים, תשתיות, הייטק וקמעונאות לעומת כל שאר הענפים אך ההבדלים אינם מובהקים במודל רב משתנים.

לוח 8 – סיכויי הצלחת הליך השיקום לפי ענף עסקי



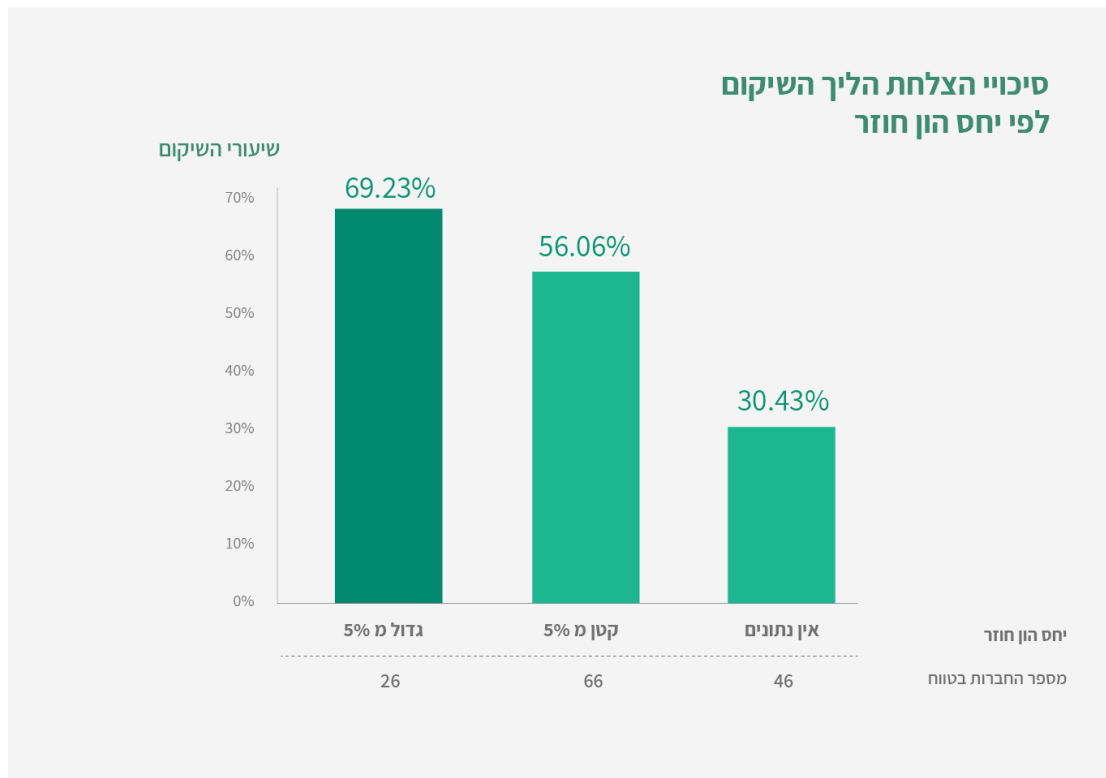
9. יחס הון חוזר נטו ביחס למאזן

ההון החוזר משקף את סך כל הנכסים של החברה בניכוי סך כל ההתחייבויות של החברה. הון חוזר נטו חיובי פירושו שסך הנכסים השוטפים עולה על סך ההתחייבויות השוטפות; ואילו הון חוזר נטו שלילי פירושו כי סך כל ההתחייבויות השוטפות עולה על סך כל הנכסים השוטפים. "יחס הון חוזר נטו ביחס למאזן" הוא היחס בין ההון החוזר נטו לסך הנכסים.

ממצאי המחקר המוצגים בלוח 9 מראים כי כאשר יחס ההון החוזר נטו ביחס למאזן עומד על 5% או נמוך מכך ובכלל זה יחס הון חוזר שלילי, עומד הסיכוי לשיקום החברה על 56%. כאשר היחס עולה על 5% גדל הסיכוי לשיקום ועומד על כ-70%. זהו ממצא חשוב המלמד כי גם כאשר יחס ההון החוזר של החברה עומד על שיעור נמוך יחסית, עדיין יש לחברה סיכוי טוב להשתקם. לעומת זאת, בחברות שבהן לא אותרו נתונים על יחסים פיננסיים ובפרט לא נמצא כלל נתון על יחס ההון החוזר, עמד שיעור ההצלחה של הליך ההבראה על 30% בלבד.

הממצאים מובהקים מבחינה סטטיסטית בגרסיה חד מימדית (טבלה 9 בנספח א') ברמה של פחות מ-2% ומובהקות של 3% במודל רב משתנים.

לוח 9 – סיכויי הצלחת הליך השיקום לפי יחס הון חוזר

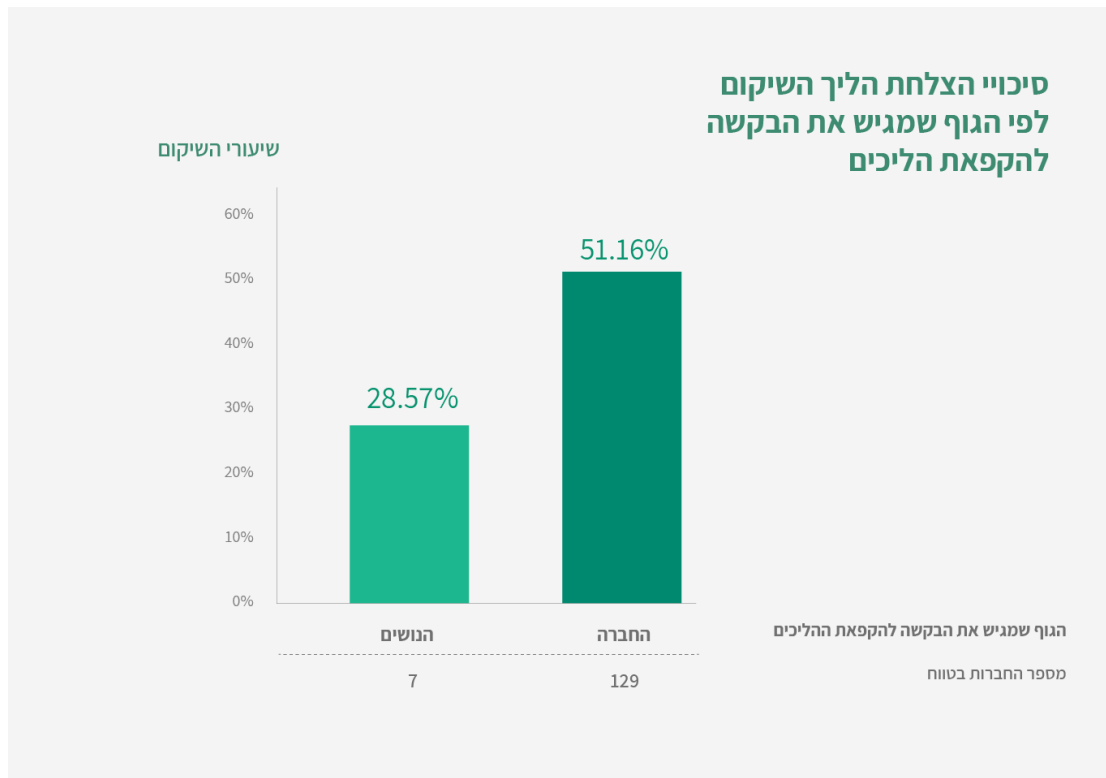


10. הגורם המבקש את הקפאת ההליכים

בקשה להקפאת הליכים יכולה להיות מוגשת על ידי החברה עצמה או על ידי נושיה. ככלל, נושים ממעטים מאוד להגיש בקשות להקפאת הליכים. מתוך כלל החברות במחקר, רק בשבעה הוגשה הבקשה להקפאת הליכים על ידי נושיה של החברה ולא על ידי החברה עצמה. הנתון זעום של מספר הבקשות המוגשות על ידי נושים אינו מפתיע, שכן בדרך כלל יש לנושים נגישות מוגבלת מאוד למידע אודות הסיכויים והאפשרויות לשיקום כלכלי של החברה, דבר הפוגם ביכולתם להראות כי לחברה יש סיכויי שיקום טובים.

ממצאי המחקר המוצגים בלוח 10 מראים כי כאשר הנושים הם אלה שמגישים את הבקשה להקפאת הליכים לבית המשפט, סיכויי הצלחת תהליך השיקום יורדים באופן משמעותי. יודגש עם זאת, כי ממצא זה אינו מובהק סטטיסטית לא בגרסיה חד מימדית (טבלה 10 בנספח א') ולא במודל רב משתנים והסיבה יכולה להיות המספר הזעום של ההליכים בהם הנושים מגישים את הבקשה.

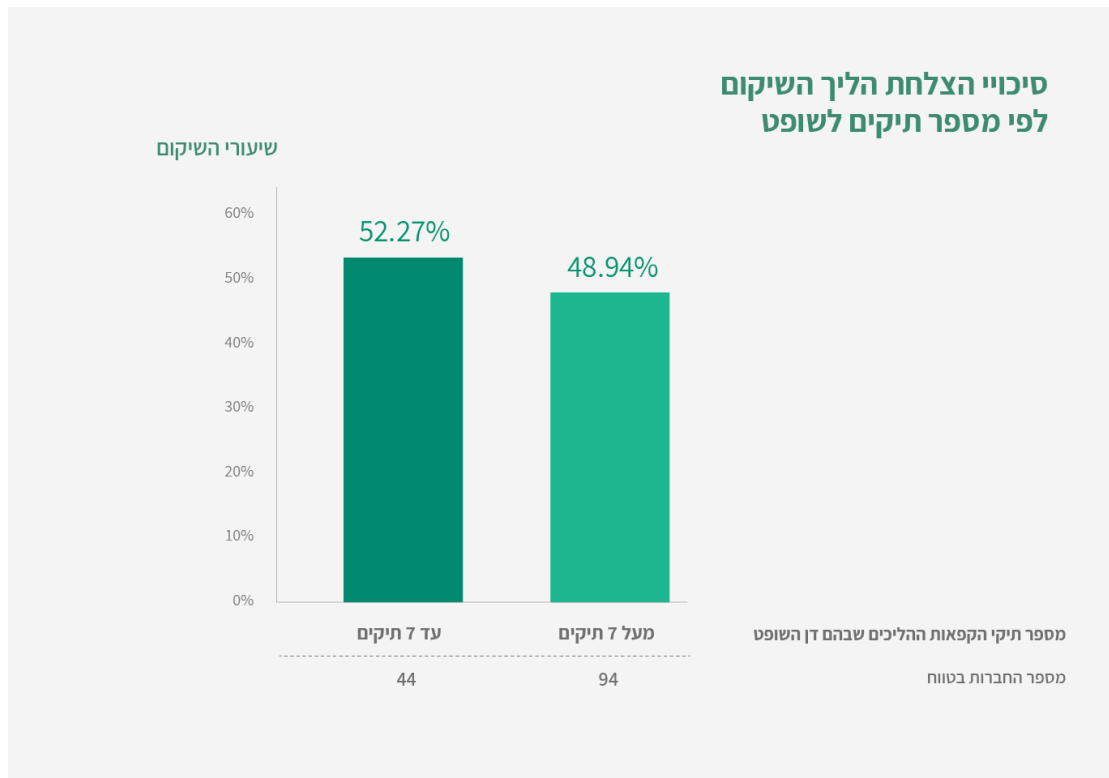
לוח 10 – סיכויי הצלחת הליך השיקום לפי הגוף המגיש את הבקשה



11. עומס שיפוטי

ככל שיש לשופט היושב בדין השפעה על התוצאה של ההליך, ניתן לשער כי עומס תיקי הקפאות הליכים עלול לפגוע בתשומת הלב השיפוטית שתוקדש לכל תיק. לחילופין, ייתכן שעומס התיקים נובע משיקול ניהולי מערכתי. דהיינו, ייתכן כי שופטים בעלי נסיון רב יותר מקבלים מספר רב יותר של תיקים מתוך הנחה שניסיונם יוביל לכך שהקפאות ההליכים שבניהולם יסתיימו בשיעור גבוה יותר של הסדרים. לוח 11 מציג את סיכויי השיקום המוצלח בהתאם לעומס התיקים לכל שופט. כפי שניתן לראות, נמצא כי משתנה כמות התיקים לשופט הוא בעל השפעה מזערית, והוא אינו מובהק מבחינה סטטיסטית, לא ברגרסיה חד מימדית (טבלה 11 בנספח א') ולא במודל רב משתנים.

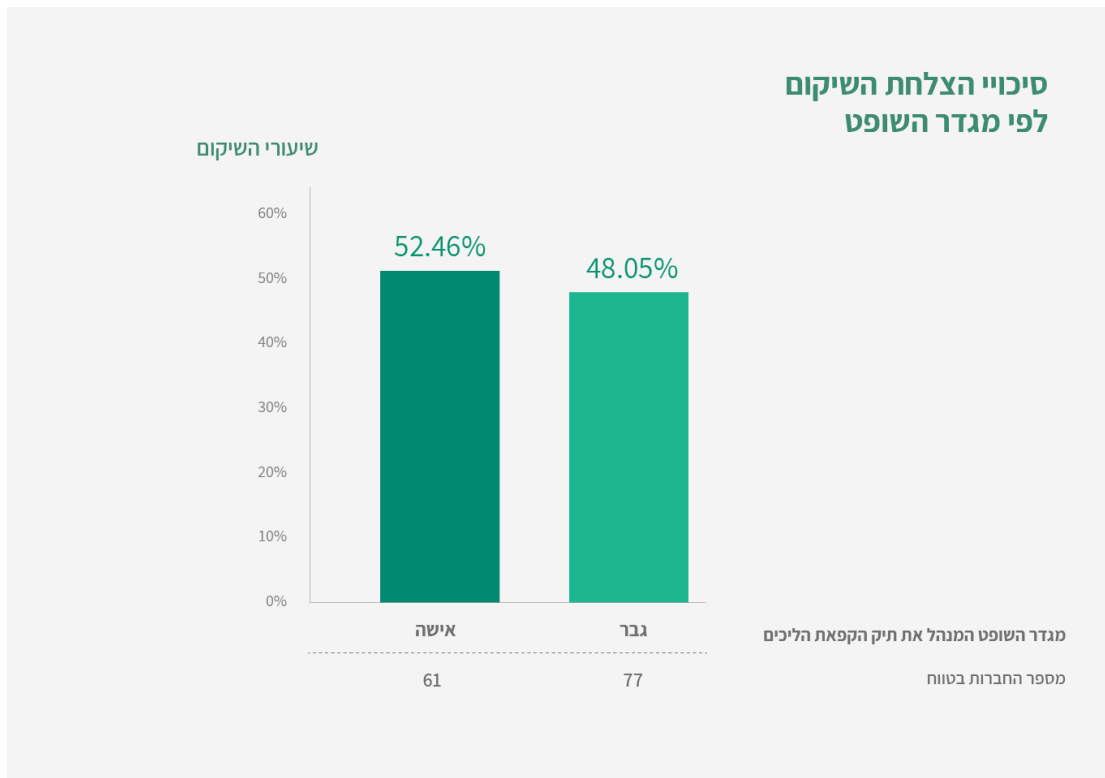
לוח 11 – סיכויי הצלחת הליך השיקום לפי עומס תיקי הקפאת הליכים



12. מגדר

בלוח 12 ניתן לראות את סיכויי הצלחתו של הליך שיקום בהתאם לשיוך המגדרי של השופט. בדומה למשתנה עומס תיקי הקפאת ההליכים, גם משתנה המגדר של היושב לדין אינו מנבא את סיכויי ההצלחה. שיעור הליכי השיקום שהסתיימו בהצלחה שנוהלו על ידי שופטות גבוה במעט מזה של הליכים שנוהלו על ידי שופטים, אך נתון זה אינו מובהק סטטיסטית, לא בגרסיה חד מימדית (טבלה 12 בנספח א') ולא במודל רב משתנים.

לוח 12 – סיכויי הצלחת הליך השיקום לפי מגדר השופט המנהל את ההליך



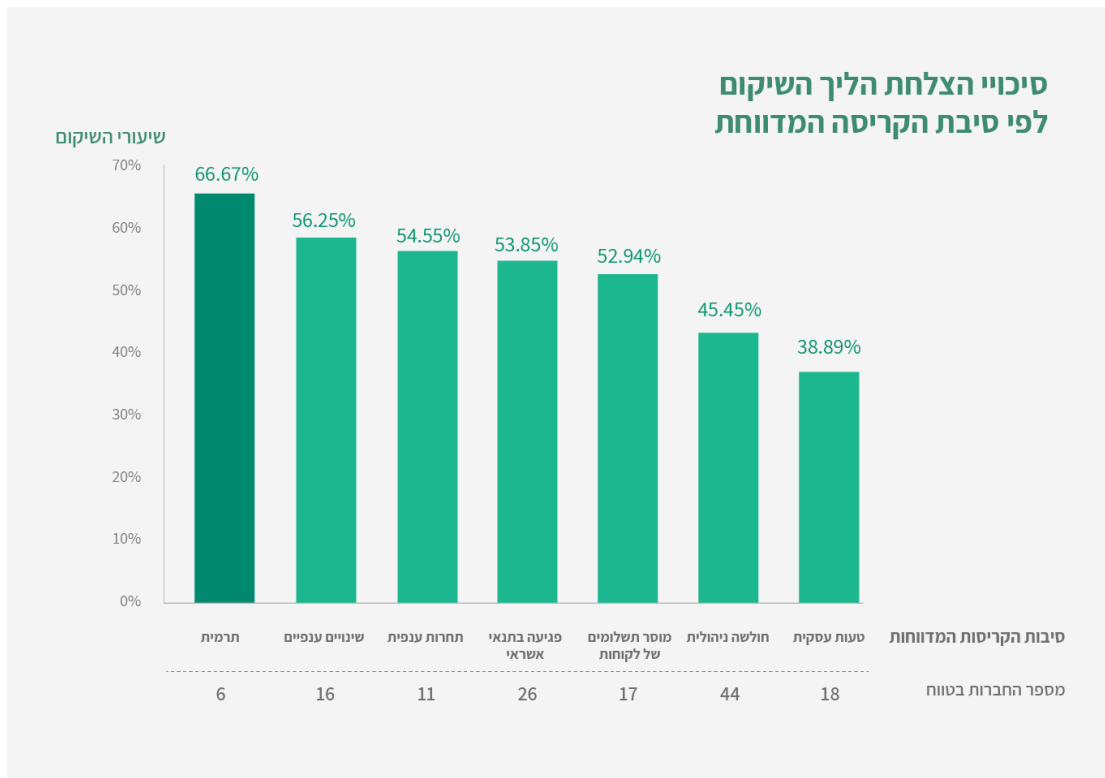
13. סיבת הקריסה

משתנה סיבת הקריסה מדווח על ידי החברות עצמן ולכן הוא אינו אובייקטיבי ויש לייחס לו אמינות נמוכה בפני עצמו. הממצאים מוצגים בלוח 13.

ניתן לשער כי הסיכויים הגבוהים יחסית של שיקום חברות שקרסו עקב תרמית נובעים מכך שגילוי התרמית מאפשר להרחיק את הגורם המזיק מהחברה ולהחזיר לפסים עסקיים חיוביים, אך המספר הקטן יחסית של מקרים שבהם דווחה "תרמית" כסיבת הקריסה אינו מאפשר כאמור להסיק מסקנות אמפיריות מנתון זה. נתון זה אינו מובהק סטטיסטית, לא בגרסיה חד מימדית (טבלה 13 בנספח א') ולא במודל רב משתנים.

ככלל, אנו סבורים שקיים קושי לייחס אמינות לדיווחי החברה ביחס לסיבות למצבה הכלכלי. זאת, משום שחברות המבקשות לקבל מבית המשפט צו הקפאת הליכים פועלות בין היתר לאיתור משקיעים או קונים פוטנציאליים. במצב זה, סביר להניח שהחברות תימנענה מלנקוב בסיבות שעלולות להרתיע משקיע או רוכש פוטנציאלי שכזה.

לוח 13 – הצלחת הליך השיקום לפי סיבת הקריסה



ד. דיון

לאיזו חברה חדלת פירעון יש סיכויים גבוהים להשתקם או להביא לכך שפעילותה תימכר כעסק חי? מחקר זה מצביע על שורת מאפיינים היכולים לסייע באבחון זה.

ראשית, חברה שיחס החוב למחזור שלה נמוך או לכל היותר שווה לאחד היא בעלת סיכוי של 50% ויותר לשיקום. דהיינו, היא עונה לדרישת סעיף 23 לחוק חדלות פירעון בדבר קיומו של "סיכוי סביר" לשיקום. בנוסף, ההסתברות לשיקום מוצלח עולה ככל ששיעור החוב המובטח מכלל החוב נמוך יותר; ככל שהחברה ותיקה יותר; כאשר מספר העובדים גבוה יחסית או נמוך יחסית; כאשר החברה מצויה באזורים מרכזיים בארץ (להבדיל מהפריפריה הכלכלית); כאשר המחזור השנתי שלה נע בין 10 ל-50 מיליון שקלים; וכאשר תחום עיסוקה הוא ענף השירותים, התשתיות או הקמעונאות.

תובנה חשובה ביותר העולה מהמחקר היא כי קיומו של תיעוד שלם, עדכני ומהימן המאפשר לעמוד על מצבה הפיננסי של החברה ועל המצב של נכסיה – דהיינו, ספרי חשבונות ודו"חות כספיים – הוא אינדיקטור חשוב ומובהק להערכת סיכויי השיקום של החברה. העדרם של נתונים פיננסיים מנבא סיכויי שיקום נמוכים ביותר.⁶⁷ ניתן להעריך כי הסיבה המרכזית לכך שהעדרם של דו"חות אלה

⁶⁷ ישנם מקרים נדירים בהם היעדר נתונים כספיים בתיק בית המשפט הוא תוצאה של בקשה מפורשת של החברה להטיל חסיון על הנתונים הללו. ראו למשל פר"ק (ת"א) 30593-09-19 פאואר דיאלינג בע"מ נ' התאטרון הלאומי הבימה בע"מ (25.11.2019), בעמ' 8 להחלטת הנשיא איתן אורנשטיין. בעניין זה מעניינת הערת הנשיא אורנשטיין כי ללא מסירת נתונים לגורמים האמורים לתמוך בהבראת החברה לא ניתן לגבש תוכנית הבראה: "הכיצד ניתן לבחון היתכנות לקבלת תמיכות ולגבש תוכנית הבראה שתוצג למדינה אם לא חושפים לפניה את מלוא החובות".

הוא מנבא שלילי להצלחת השיקום הכלכלי היא כי הנכונות של נותני אשראי ושל משקיעים חדשים להזרים כספים למימון פעילות שוטפת של חברה המצויה בחדלות פירעון מותנית לא אחת ביכולתם לעמוד על מצבה הפיננסי של החברה ועל התמונה המלאה והמהימנה של ההתחייבויות והנכסים של החברה.⁶⁸ עם זאת, תיתכן גם סיבתיות הפוכה: אפשר כי חברות שבהן תהליכי איסוף וניהול המידע הפיננסי גרועים מתאפיינות גם בניהול גרוע המביא לכך שסיכוייהן לעלות על פסים של שיקום נמוכים ביותר בעיני הנושים, דבר המוביל לכך שסיכוייהן להגיע לפירוק גבוהים יותר.

תובנה מרכזית נוספת של המחקר היא כי היחסים הפיננסיים הם מנבאים משמעותיים של סיכויי השיקום הכלכלי של חברה חדלת פירעון. יתרה מכך, היחסים הפיננסיים הם הנתונים בעלי כוח הניבוי הרב ביותר מבין שלל הנתונים שמובאים בפני בית המשפט. אנו סבורים אפוא כי בבואם של בתי המשפט לקבל החלטה על הפניית חברה לשיקום כלכלי חייב בית המשפט לתת את הדעת באופן מפורט ליחסים הפיננסיים, לעצם קיום הנתונים המאפשרים בחינה של יחסים אלה, למהימנותם של הנתונים ולמשמעות הנתונים.

היחס בין סך כל החובות של החברה למחזור הוא היחס הפיננסי בעל המשמעות המובהקת ביותר במחקר. ככל שיחס החוב למחזור עומד על שיעור נמוך יותר, כך גדל הסיכוי לשיקום כלכלי. ככלל, ככל שיחס החוב למחזור גבוה (במיוחד כאשר הוא עולה על שיעור של 75%) סיכויי השיקום של החברה נמוכים ביותר, למעשה קלושים, ואין תוחלת להפניית חברה במצב כזה לשיקום כלכלי.

לעומת זאת, קיומו של יחס הון חוזר נטו ביחס למאזן נמוך אינו צריך להרתיע את בית המשפט מהפניית החברה לשיקום כלכלי. כאשר יחס ההון החוזר נמוך יחסית (5% ומטה) סיכויי השיקום פוחתים אמנם אבל ההסתברות לשיקום עדיין עולה על ההסתברות לכישלון (עומדת על 56%) ואילו כאשר יחס ההון החוזר גבוה (עולה על 5%) יש לחברה סיכוי של כ-70% ומעלה להשתקם ולשוב למתכונת של עסק חי.

השוואה למחקר שנערך באנגליה מעניינת בהקשר הזה. באנגליה נמצא כי שווי מאזן הנכסים של החברה משפיע על הסיכוי לשיקום או לפירוק. ככל שיש לחברה נכסים רבים יותר פוחת הסיכוי לפירוק וגובר הסיכוי לבחירה בהליך של שיקום כלכלי.⁶⁹ באנגליה הושם דגש על נכסים קבועים שהם מנבא משמעותי לבחירה בהליך של שיקום.⁷⁰ לעומת זאת, באנגליה נמצא כי העובדה שיש לחברה בעיקר נכסים שוטפים שניתנים להמרה מיידית למזומנים אינה מבטיחה כי הנושים יקבלו יותר ערך בפירוק לעומת שיקום. זאת, משום שהליכי פירוק באנגליה מתאפיינים בחוסר יעילות ובסחבת הגורמים לשחיקה בערך הנכסים השוטפים ולפגיעה בשיעור פירעון חוב לנושים בכללותם.⁷¹

⁶⁸ דוגמה לכך ניתן למצוא בהליך חדל"פ 59036-09-19 לבדב ואח' נ' מיכל נגרין עיצובים בע"מ (25.9.2019) שהוא אחד ההליכים הראשונים שבהם הוגשה בקשה לפתיחת הליכים לחוק חדלות פירעון. הבקשה הוגשה על ידי עובדיה של חברת עיצוב תכשיטים, אשר ביקשו מבית המשפט למנות נאמן לבחינת שיקומה הכלכלי של החברה. בדיון התייצב בא כוחו של משקיע זר והביע עניין ברכישת החברה כעסק חי, ואף נכונות להשקיע כספים בהפעלה השוטפת של החברה. בפרוטוקול הדיון אמר עורך הדין של המשקיע כי "הלקוח שלי הוא חברה זרה בארה"ב שמגלה עניין רב, אבל בין עניין לבין להוציא כסף מהכיס יש פער. המדובר בלקוח שמגלה עניין לרכוש את המותג, את החנויות ואולי גם את המפעל ויכול להיות שיהיה נכון להזרים, ואני אומר זאת בזירות ובהסתייגות, את הסכום ההכרחי להפעלה מצומצמת... אבל הכל נורא 'בתולי'. עוד לא קיבלנו מאזנים לעיין בהם". לדברים אלה השיב בא כוחה של החברה ובעלי השליטה הנוכחיים: "כל החומר קיים וכמובן ניתן לספק אותו. המדובר בחברה מאורגנת ומסודרת" (ההדגשות אינן במקור).

⁶⁹ Blazy and Nigam, לעיל ה"ש 39, 12.

⁷⁰ שם.

⁷¹ שם.

בניתוח סטטיסטי מרובה משתנים של הליכי חדלות פירעון באנגליה נמצא מתאם חיובי בין היקף החוב המובטח לבין העדפה של הליך שיקום על פני פירוק. זהו ממצא הסותר את הגישה המקובלת בספרות האקדמית. הסיבה לכך נעוצה בעובדה שבאנגליה אין לבנקים אפשרות לנקוט בהליך יחידני של אכיפת אגרות חוב וכינוס נכסים ונכפה עליהם להשתתף בהליך הקולקטיבי. במקרה כזה, כאשר הסיכוי לשיקום הוא ממשי ועשוי להניב לבנקים תועלת גדולה מאשר בהליך פירוק, הנושים המובטחים יפעילו את יכולותיהם על מנת לתמוך בהליך שיקום, דבר שיגדיל את הסיכוי להצלחתו.⁷²

מעניין לציין כי בישראל נמצא שיעור גבוה יחסית של הצלחה בחברות טכנולוגיה ובחברות שירותים (כוח אדם) שאינן מתאפיינות ככלל בנכסים מאזניים, בניגוד לממצא במחקר באנגליה. ניתן להסביר תופעה זו בהבנה של הנושים כי חברות טכנולוגיה וחברות שירותים נשענות במידה רבה על כוח האדם שלהן. בהעדר נכסים מאזניים, פירוקה של חברת טכנולוגיה לא יניב לנושים ערך. בדומה לכך, הפקת פעילותה של חברת שירותים כגון חברת שמירה או חברת נקיון תביא בדך כלל לעזיבה מיידית של העובדים לטובת חברה אחרת שתעניק את השירותים במקומה של החברה שנקלעה לחדלות פירעון. לנוכח מאפיינים אלה מובן כי הנושים של חברות מסוג זה הסבורים שיש תוחלת כלכלית להמשך הפעלת החברות יהיו מעוניינים למצוא פתרון שיאפשר את המשך פעילות החברה במהירות הרבה ביותר.

הסיבה לכך שממצא זה בולט בישראל נעוצה, לדעתנו, בכך שבאנגליה אין לנושים אפשרות לנקוט בהליך של כינוס נכסים.

לעומת המצב באנגליה, בדיון הישראלי לנושים המובטחים עומדת אפשרות לנקוט בהליך של כינוס נכסים, ולכן במקרים רבים הם יעדיפו את האינטרס הצר שלהם במימוש הנכסים בדרך של כינוס נכסים על פני המטרה של שיקום התאגיד. ואכן, הטענה המקובלת בספרות הנה, שנושים מובטחים נוטים להעדיף הליך של כינוס נכסים ופירוק החברה על פני שיקומה הכלכלי. טענה זאת מקבלת משנה תוקף במחקרנו.

ממצאי המחקר מראים כי ככל שהיחס בין החוב המובטח לבין סך כל החובות קטן בשיעורו כך גדל הסיכוי לשיקום (ראו לוח 3.1). במחקר נמצא פער חד בין ההסתברות לשיקום בחברות שבהן עמד יחס החוב המובטח מסך כל החובות על שיעור נמוך לעומת חברות שבהן היה שיעור החוב המובטח גבוה.

אפשר להניח כי סיכויי ההצלחה הנמוכים של שיקום במצב בו שיעור החוב המובטח עולה על 55% מכלל החוב נובעים מכך שבמקרים אלו מימוש נכסי החברה משמש – רובו ככולו – לכיסוי החוב לנושה המובטח ולא מותיר עודפים לחלוקה לנושים הכלליים (רגילים), דבר שחוסם את האפשרות לגיבוש הסדר נושים ולשיקום. סיבה נוספת היא, שבמקרים שבהם קיים חוב מובטח גדול, הנושים המובטחים יעדיפו לנקוט הליך של אכיפת אגרות חוב וכינוס נכסים על פני הליך מורכב של שיקום. הליך של אכיפת אגרות חוב וכינוס נכסים מתרכז בפירעון החוב המובטח ומנטרל חלק נכבד מהלחצים של בעלי אינטרסים אחרים, כגון עובדים ונושים כלליים.

מצב זה עומד בסתירה לכוונת המחוקק. הדין הקיים מכיר בחשש כי נושה מובטח המעוניין בפירעון חובו לא יתחשב בסיכוייהם של נושים לא מובטחים לקבל את נשייתם. הדין אמור ליצור אפוא מצב בו הנושה המובטח אמור להיות אדיש לשאלה אם בית המשפט יורה על שיקום או על פירוק החברה. לפי החוק, בטרם נעתר בית המשפט לבקשה למתן צו הקפאת הליכים במסגרתה מנועים נושים מובטחים מלפעול למימוש בטוחתם, על בית המשפט להשתכנע כי במסגרת הליכי השיקום יזכה הנושה המובטח להגנה הולמת.⁷³ בפועל, נראה כי הנושים המובטחים שהם גם הגורמים המרכזיים הנקראים להעמיד אשראי לחברות חדלות פירעון, יכולים לסכל בקלות את הליך השיקום של חברה שבה יש להם בטוחות שקל לממשן באופן שישיא את שיעור פירעון החוב במהירות במקום לנהל הליך שיקום כלכלי מורכב וממושך. אנו משערים כי מרכזיותם של שחקנים אלה הופכת אותם ל"שחקני וטו" בהחלטה על העברת החברה למסלול של שיקום כלכלי, אף אם לכאורה הם אמורים להיות אדישים להחלטה ומוגנים בפני כשלון בהליכי השיקום.

ממצאי המחקר בעניין השפעת המיקום הגיאוגרפי של החברה על סיכויי השיקום מצדיקים תשומת לב מיוחדת, שכן הם עומדים בניגוד לגישתו החברתית-האינטואיטיבית של בית המשפט לתת עדיפות לשיקומן של חברות המצויות באזורי הפריפריה הכלכלית של המדינה.⁷⁴ המחקר מלמד כי הסיכויים של חברה להשתקם באזורים אלה הם נמוכים הממוצע. יתר על כן, לנוכח העובדה שלא נמצא ולו מקרה אחד בו הסכים רוכש חיצוני לרכוש חברה באזורי הפריפריה, אנו סבורים כי בבואו של בית משפט להורות על שיקומה של חברה המצויה באזור זה עליו לתת את הדעת בכובד ראש לסיכויי החברה לשוב לעמוד על רגליה בכוחות עצמה.

השפעת מספר העובדים על סיכויי השיקום היא ממצא המבקש התייחסות. לכאורה, היינו מצפים כי שיעור הצלחת השיקום יעלה בקנה אחד עם הגידול במספר העובדים הממוצע בחברה. בפועל, כפי שנראה בלוח 7 לעיל, לא כך הדבר. סיכויי השיקום גבוהים כאשר מספר העובדים קטן חסית, הם יורדים כאשר מספר העובדים עולה ולאחר מכן מתחילים לטפס שוב, כך שהסיכוי לשיקום שב להיות גבוה כאשר מספר העובדים גבוה במיוחד.

שיקום חברה מחייב התייחסות לעובדיה. ניתן לשער אפוא כי כאשר כמות העובדים קטנה, קל להגיע עם העובדים לעמק השווה או לקבל את הסכמתם להסדר הנושים. בין אם הדבר נובע מחולשת כוח המיקוח של העובדים כקבוצה קטנה או משום שהיקף החוב כלפיהם קטן יחסית. ככל שגדל מספר העובדים, כך הופכת המשימה של השגת תמיכתם לקשה יותר.

הסבר אפשרי לסיכויי השיקום העדיפים של חברות בעלות מספר עובדים גדול במיוחד טמון ביחס של השחקנים בהליך השיקום למצבים אלה. בית המשפט, הצדדים לתיק ולעתים אף גורמים אקסוגניים (הסתדרות, פוליטיקאים) יקדישו מאמץ, תשומת לב ומשאבים רבים יותר בניסיון לאפשר את שיקום העסק כדי למנוע פגיעה במטה לחמם של עובדים רבים. במקרים מסוימים, גודל החברה ומספר גדול במיוחד של עובדים עלול להביא למיקוד תשומת הלב הציבורית בהליך בבית

⁷³ סעיפים 350א ו-350ג(ב) לחוק החברות.

⁷⁴ דוגמה מהעת האחרונה להתחשבות של בית המשפט בשיקולים גיאוגרפיים ניתן למצוא בעניין פר"ק (נצ') 35331-03-19 ב.א. דורס יזמות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (26.3.2019) בו קבע השופט עאטף עילבוני כי "... תכליתו של צו הקפאת ההליכים היא להביא את החברה להסדר עם כלל הנושים, על מנת לשמור את החברה כעסק חי... בדגש על העובדה שמדובר בחברה שפעילותה נמצאת בעיקר באזור הפריפריה ומספקת עבודה ומקומות עבודה למספר לא מועט של עובדים ומשפחות, בין אם כעובדים של החברה ובין אם כעובדי קבלני המשנה שלה וכספקי שירות...".

המשפט ובכך לתרום למאמציהם של השחקנים השונים להביא לשיקומה של החברה.⁷⁵ ניתן לשער אפוא כי בחברות בעלות מספר גדול במיוחד של עובדים תורם הלחץ הסביבתי להצלחת השיקום.

ה. מגבלות המחקר

מחקרנו אינו מאפשר לבחון "מה היה קורה אילו". כלומר, לא ניתן להעריך מה סיכויי השיקום של חברות אשר בית המשפט סבר מלכתחילה כי אין להן כל סיכוי להבריא והורה על פירוקן. לפיכך, אין באפשרות המחקר לנבא מהם הנתונים שיובילו את בית המשפט להפנות חברה להליך של שיקום והבראה לעומת המאפיינים שיובילו את בית המשפט להפניית החברה לפירוק. בנוסף, נעיר כי אף שמדובר במחקר המקיף את כל מקרי הקפאות הליכים בשנים שנבדקו, אוכלוסיית התצפיות קטנה יחסית ועובדה זו עשויה להסביר את העדר המובהקות של חלק מהמשתנים שנבדקו, למרות שנצפה לגבי חלק מהם שוני בסטטיסטיקה תיאורית.

בבואו של בית המשפט לקבל החלטה על שיקום חברה או על פירוקה הוא עלול לטעות אחת משתי טעויות. הטעות האחת היא החלטה להורות על הפנייה להליך שיקום של חברה, שסיכויי שיקומה נמוכים (false positive). הטעות האחרת היא החלטה על פירוקה של חברה, שסיכויי שיקומה גבוהים (false negative). כל אחת משתי הטעויות הללו אינה רצויה. דא עקא, מרגע שחברה מופנית לאפיק הפירוק לא ניתן עוד לדעת מה היתה תוחלת השיקום שלה. מחקר זה בוחן אפוא אך ורק החלטות שבהן ניתן צו הקפאת הליכים ויכול לעמוד אך ורק על יכולתו של בית המשפט לדייק בהחלטות השיקום וההבראה.

הסתייגות זו אינה גורעת מהתובנה החשובה, לפיה הפנייתה של חברה לשיקום כאשר סיכויי שיקום שלה טובים, עדיף על פירוק, בראייה של כלל הנושים. נושים מובטחים הם במקרים רבים נותני אשראי מתוחכמים ולכן הם יודעים להעריך מתי שווי הבטוחה שבידם עולה על תוחלת שיעור פירעון החוב במקרה של שיקום. לכן, סביר להניח שנושים אלה יעדיפו לממש את הבטוחה שבידם בהליך אינדיבידואלי כמו כינוס נכסים, ולא בהליך קולקטיבי שבו עלולה להידרש מהם התחשבות בנושים אחרים. מימוש בטוחות בדרך של כינוס נכסים יוביל את החברה בהסתברות גבוהה לחדלות פירעון ולפירוק, שאחריה יהיה שיעור פירעון החובות לנושים הלא מובטחים אפסי, בדומה לשיעור הפירעון בפירוק לאחר הקפאת הליכים כפי שניתן לראות בלוח 1.2.

במבט צופה פני עתיד, חוק חדלות פירעון החדש, שנכנס לתוקפו לאחר תקופת המחקר, כולל שינויים שיכולים להשפיע במידה מסוימת על כמה משתנים שמחקר זה מצא כי הם יכולים לנבא

⁷⁵ לדוגמה, בעניין תיאטרון הבימה הורה בית המשפט על שיקומה של חברה, למרות שעל שולחנו נחה בקשת פירוק ולא נמצא כי קיים סיכוי סביר לשיקום. בין היתר כתב הנשיא אורנשטיין: "שותף אני לעמדה האמורה שהגם שהתקיימו התנאים להורות על פירוק זמני של החברה, אזי מתן צו כאמור יהיה הרה גורל להבימה ולכן יש למצוא פתרונות אחרים בטרם "המסך יורד". בהקשר זה אביא בחשבון את העובדה שהחברה מעסיקה כ-388 עובדים ומשמעות צו הפירוק הזמני היא לרוב פיטורים מיידיים ולכך כמובן משמעות קשה". פר"ק (ת"א) 30593-09-19 פאואר דיאלינג בע"מ נ' התיאטרון הלאומי הבימה בע"מ (25.11.2019), בעמ' 10-11 להחלטת הנשיא איתן אורנשטיין. דוגמה אחרת היא עניין בית החולים ביקור חולים בירושלים. השופט יוסף שפירא כתב בהחלטתו להפעיל את בית החולים לצרכי הבראתה כי "הפירוק הוא לצורך הבראה, ולא לצורך פירוק וחיסול העמותה, דהיינו "מפרק מפעיל", כשלנגד עיני לא רק אינטרס הנושים, אלא גורלם של כ-800 עובדים, והיות העמותה בית חולים בלב לבו של ירושלים, על כל המשתמע מכך". בש"א (מחוזי ירושלים) 974/05 ההסתדרות הרפואית בישראל נ' הכונס הרשמי בתפקידו כמפרקה הזמני של עמותת ביקור חולים, תשסד(1) 211 (2005), ס' 1. וכך גם במקרה של בית החולים הדסה בירושלים, לגבי קבע השופט המחוזי, כתארו אז, דוד מינץ: "אין ספק כי המבקשת ראויה להבראה מבחינות רבות, ביניהן האינטרס הציבורי, מספר העובדים והתועלת הצפויה מהליך שכזה לנושים". פר"ק (מחוזי י-ם) 14554-02-14 הסתדרות מדיצינית הדסה נ' Hadassah Women's Organization of America Inc (פורסם בנבו, 11.02.2014) פס' 23-24 לפסק הדין.

את סיכויי השיקום של חברה חדלת פירעון. נבחר. החוק החדש חותר לצדק חלוקתי ביחסים שבין הנושים המובטחים לנושים כלליים שאינם מובטחים. החוק מבקש "לשנות את תמהיל תשלום החובות ולהעביר חלק מהנשייה מהמדינה והנושים החזקים והמובטחים לנושים הכלליים, שמקבלים לרוב חלק קטן, אם בכלל, מנכסי קופת הנשייה"⁷⁶. ס' 244 לחוק החדש קובע, למשל, כי נושה המובטח בשעבוד צף "רשאי להיפרע את החוב המובטח מנכסי השעבוד הצף בסכום שלא יעלה על 75% מהתמורה שהתקבלה ממימוש נכסי השעבוד הצף" וכי ככל שנותרת יתרת חוב מעבר ל"תקרת השעבוד", יהיה חוב זה חוב כללי ולא חוב מובטח.

שינוי חקיקה זה אינו צפוי להשפיע על התובנה העקרונית לפיה שיעור החוב המובטח הוא בעל השפעה על סיכויי הצלחת הליך השיקום. עם זאת, חלוקה מחדש של עוגת ההחזר בין סוגי הנושים השונים עשויה להשפיע על הרף שמעליו ניתן יהיה להצביע באופן מובהק על סיכויים נמוכים להצלחתו של הליך שיקום. דא עקא, ככל שנותני האשראי הם שחקנים מתוחכמים, הם יכולים להגיב לשינויים בחקיקה באופן אסטרטגי שימזער ואף יבטל כליל את התכלית שביקש החוק להשיג. כך למשל, נושים יכולים להמיר את השעבוד הצף בשעבוד ספציפי, אשר ס' 244 הנזכר לעיל אינו חל לגביו. כמו כן, נושים יכולים להגדיל את היקף הנכסים שעליהם יחול השעבוד הצף כך שבמועד המימוש יהיה 75% משווי הנכסים הכפופים שלעבוד שווה לסכום החוב המלא לנושים המובטחים. ככל שאין לנוטל האשראי היקף נכסים גדול דיו לצורך שעבוד צף מוגדל שכזה עשויים הנושים להימנע ממתן אשראי או להעמיד את האשראי על סכום נמוך יותר כדי להתאימו למציאות החדשה.

מגבלה נוספת של המחקר היא התמקדותו בהסדר הנושים. אין בידינו לבחון אם שיקומה של החברה ושיעור פירעון החוב לנושים אכן מומשו לאורך זמן.

ו. סיכום

מאמרנו ממפה, לראשונה בישראל, את המאפיינים של הליכי הקפאות הליכים שהסתיימו בשיקום של החברה והמשך פעילותה כעסק חי, לעומת הליכי הקפאות הליכים, שהסתיימו בפירוק. הכמות הגבוהה של הליכי הקפאות הליכים המסתיימים בפירוקה של החברה ללא המשך פעילותה מלמדת, כי חברות רבות שסיכויי השיקום שלהן אינם גבוהים מופנות, למרות זאת, לתהליך שיקום. מציאות זו העולה מתוך הנתונים במחקר טומנת בחובה נזק לבעלי האינטרסים בחברה חדלת הפירעון הנושאים בעלויות של הליך שיקום מיותר וכן למשק, שיכול היה לחסוך את העלויות של הליך זה.

המחקר מצביע על כך שרוב הליכי חדלות הפירעון של חברות פרטיות בישראל מסתיימים בפירוק. מספרן של החברות אשר משתקמות עומד על פחות מ-20 חברות בשנה. דהיינו, שיעור של כ-2% עד 2.5% מהחברות שנקלעו לקשיים מדי שנה. בהשוואה בינלאומית, זהו שיעור נמוך,⁷⁷ המחייב התייחסות חורגת מגבולותיו של מחקר זה.

ממצאי המחקר מראים כי יחס החוב של החברה למחזור השנתי שלה, היקף המחזור השנתי, שיעור החוב המובטח מכלל החובות של החברה, מספר העובדים, המיקום הגיאוגרפי והענף העסקי שבו

⁷⁶ דברי הסבר להצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ו-2016, ה"ח הממשלה 1027, עמ' 597.
⁷⁷ ראו לעיל, בפרק ב'.

פועלת החברה, יכולים לסייע לבית המשפט לנבא את סיכויי שיקומה של החברה בנוסף, ממצאי המחקר מלמדים כי יש להיזהר במיוחד מקבלת החלטה על שיקומה של חברה שאינה מציגה דו"חות כספיים ואינה מסוגלת להציג לבית המשפט נתונים פיננסיים בסיסיים על מצבה.

ממצאי המחקר נועדו לשמש כלי בידי בית המשפט בבואו לקבל החלטה מושכלת על ניתוב חברות חדלות פירעון המגיעות לפתחו לאפיק של פירוק או לאפיק של שיקום. דברים אלה מקבלים משנה חשיבות עם כניסתו לתוקף של חוק חדלות הפירעון החדש שבו הוטלה על בית המשפט מלאכת ניתוב זו באופן מפורש.

ז. נספחים

טבלה 2. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך יחס חוב למחזור

שם המשתנה		מודל
חותך		-0.7538* (0.4287)
יחס סה"כ חוב למחזור	עד 50%	1.8524*** (0.6118)
	50% עד 75%	1.0639* (0.5843)
	75% עד 100%	0.7538 (0.6852)
	100% עד 200%	0.5715 (0.6059)
	מעל 200%	0.5306 (0.6394)
	אין נתון	0
מספר התצפיות		133
Mcfadden R^2		0.15
AUROC		0.062
מבחן LR למובהקות המודל		11.4739**

המשתנה המוסבר הוא משתנה דמי לחברה שהליך השיקום בה הצליח.
*** מובהק ברמה של 1 אחוז; ** מובהק ברמה של 5 אחוזים; * מובהק ברמה של 10 אחוזים.
המספרים בסוגרים הם סטיית התקן של האומד.

טבלה 3.1. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך אחוז חוב מובטח

שם המשתנה		מודל
חותך		-0.8755* (0.5323)
אחוז חוב מובטח	עד 25%	1.0917*

(0.5879)		
1.0803* (0.6048)	25% עד 55%	
0	מעל 55%	
133		מספר התצפיות
0.022		Mcfadden R^2
0.56		AUROC
4.0454		מבחן LR למובהקות המודל

טבלה 3.2. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על אחוז חוב בדין קדימה

שם המשתנה		מודל
חותך		0.4568 (0.2932)
אחוז חוב בגין קדימה	עד 7.5%	-0.6034* (0.3674)
	מעל 7.5%	0
מספר התצפיות		133
Mcfadden R^2		0.015
AUROC		70.5
מבחן LR למובהקות המודל		2.7391*

טבלה 4. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך ההכנסה

שם המשתנה		מודל
חותך		-0.7536* (0.4287)
הכנסה	עד 10 מיליון ₪	0.6846 (0.5674)
	בין 10 ל 50 מיליון ₪	1.4817*** (0.5383)
	מעל 50 מיליון ₪	0.7536 (0.5431)
	אין נתון	0

133		מספר התצפיות
0.046		Mcfadden R^2
0.635		AUROC
8.5046**		מבחן LR למובהקות המודל

טבלה 5. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך בית המשפט

שם המשתנה		מודל
חותך		0.3844* (0.2292)
בית משפט	ירושלים, באר שבע, נצרת	-0.7591** (0.3595)
	תל אביב, מרכז, חיפה	0
מספר התצפיות		133
Mcfadden R^2		0.025
AUROC		0.591
מבחן LR למובהקות המודל		4.54**

טבלה 6. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך וותק החברה

שם המשתנה		מודל
חותך		0.393 (0.2491)
וותק החברה	עד 15 שנים	-0.6367* (0.3515)
	מעל 15 שנים	0
מספר התצפיות		133
Mcfadden R^2		0.018
AUROC		0.579
מבחן LR למובהקות המודל		3.3225*

טבלה 7. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך מספר העובדים

שם המשתנה		מודל
חותך		-1.2528 (0.8018)
מספר עובדים	עד 40 ומעל 80 עובדים	1.5041* (0.8278)
	40 עד 80 עובדים	1.1097 (0.8868)
	אין נתון	0
מספר התצפיות		133
Mcfadden R^2		0.024
AUROC		0.57
מבחן LR למובהקות המודל		4.4008

טבלה 8. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך הענף בו פועל החברה

שם המשתנה		מודל
חותך		1.504* (0.7817)
ענף	אחר	-1.865** (0.8276)
	קמעונאות+הייטק+תשתיות	-1.2604 (0.8201)
	שירותים	0
מספר התצפיות		133
Mcfadden R^2		0.04
AUROC		0.612
מבחן LR למובהקות המודל		7.3976**

טבלה 9. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך אחוז הון חוזר

שם המשתנה		מודל

-0.6567** (0.3293)		חותך
0.9003** (0.4123)	עד 5%	אחוז הון חוזר
1.4673*** (0.5376)	מעל 5%	
0	אין נתון	
133		מספר התצפיות
0.048		Mcfadden R^2
0.635		AUROC
8.9251**		מבחן LR למובהקות המודל

טבלה 10. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך הגוף המגיש את הבקשה

שם המשתנה		מודל
חותך		0.1292 (0.18)
הגוף המגיש את הבקשה	נושים	-1.0448 (0.8557)
	החברה	0
מספר התצפיות		131
Mcfadden R^2		0.009
AUROC		0.525
מבחן LR למובהקות המודל		1.6539

טבלה 11. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך עומס התיקים

שם המשתנה		מודל
חותך		0.0444 (0.2109)
עומס תיקים	עד 7 תיקים	0.0952

(0.3714)		
0	מעל 7 תיקים	
133		מספר התצפיות
0.00036		Mcfadden R^2
0.51		AUROC
0.0659		מבחן LR למובהקות המודל

טבלה 12. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך מגדר השופט

שם המשתנה		מודל
חותך		0.1697 (0.2613)
מגדר השופט	גבר	-0.1697 (0.3519)
	אישה	0
מספר התצפיות		131
Mcfadden R^2		0.0012
AUROC		10.52
מבחן LR למובהקות המודל		0.2334

טבלה 13. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך סיבת החוב

שם המשתנה		מודל
חותך		0.693 (0.866)

-0.5161 (0.8966)	מוסר תשלומים+ פגיעה בתנאי אשראי+ שינויים ענפיים+ תחרות ענפית	סיבת חוב
-0.7984 (0.9057)	חולשה+טעות עסקית	
0	תרמית	
133		מספר התצפיות
0.006		Mcfadden R^2
0.545		AUROC
1.1768		מבחן LR למובהקות המודל