

ממשל תאגידי חדש לחברות בקשיים פיננסיים

מאת

דוד האן* וגדעון פרחומובסקי**

המשבר הכלכלי העולמי המתרגש עלינו בעקבות פרוץ מגיפת הקורונה מחייב עיצוב ממשל תאגידי ייחודי עבור חברות בקשיים כלכליים. הדין הקיים רחוק מרחק רב מלתת מענה לצרכיהן הייחודיים של חברות הנתונות במשבר, כמו גם לאלה של נושיהם. במצב הקיים כל נושה יכול באופן עקרוני להביא חברה להליך של חדלות פירעון וזאת בניגוד להעדפתם של בעלי מניותיה ונושים אחרים. מעת התנעת הליך כאמור, הנפילה של החברה היא לרוב נפילה חופשית. במאמר זה, אנו מציעים מענה לאתגרים הניצבים בפני חברות המתמודדות עם המשבר הכלכלי באמצעות שינוי מבני של הממשל התאגידי שיחול עליהן. אבן הראשה בהצעתנו הינה מתן כוח לנושים למנות דירקטור מטעמם לדירקטוריון החברה החבה להם כסף. מהלך זה נועד בראש ובראשונה להשביח את הממשל התאגידי של חברות הנתונות בקשיים פיננסיים ולהעשיר את קבלת ההחלטות בחברות בשעה מאתגרת כאמור. הצעתנו תאפשר לנושים לפקח על התנהלות החברה ולוודא שלא תיטול על עצמה סיכונים מיותרים מחד גיסא, ותאפשר להנהלת החברה לרכוש את אמון הנושים ובעיקר חסינות זמנית חשובה מאין כמותה מפני הליכי חדלות פירעון מוקדמים יתר על המידה, מאידך גיסא. במאמר עצמו אנו מפרטים את השינויים הנוספים בממשל התאגידי הנחוצים למען יישום מיטבי של הצעתנו. השינוי המוצע הוא צו השעה ויש ביכולתו להציל תאגידי רבים ולייצבם, וחשוב מכך את עובדיהם והמשקיעים בהם מתהום הנשיה.

מבוא. א. המציאות הכלכלית המורכבת שבה פועלות חברות (על רקע משבר הקורונה). ב. שונות האינטרסים במארג החברה. 1. בין בעלי המניות לנושי החברה. 2. בין נושי החברה לבין עצמם. ג. סביבת הפעולה של ההנהלה והדירקטוריון: כלפי בעלי מניות וכלפי הנושים. ד. הצעה לפתרון: ייצוג בדירקטוריון לנושים. ה. בין הצעתנו לבין מינוי משקיף על פי ועדת אנדרון. ו. התנגדויות אפשריות. 1. שונות האינטרסים בין הנושים. 2. שימוש בדירקטורים חיצוניים. ז. סיכום.

מבוא

התפרצות מגיפת הקורונה והשלכותיה הכלכליות מחייבות התייחסות לסוגיה משפטית בוערת שהיתה קיימת עוד קודם לפרוץ המגיפה: כיצד צריכות להתנהל חברות בקשיים כלכליים, טרם כניסתן להליכי חדלות פירעון פורמליים בבית משפט? במאמר זה מטרתנו להציע משטר תאגידי חדש לחברות בעת שהן חוות משבר כלכלי.

ענין חשוב זה יש לבחון, בין היתר, לאור התפתחות משמעותית שאירעה בדין הישראלי בשנת 2018 - כניסתו לתוקף של חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018.¹ חוק זה מכיל בחובו גם חידוש משפטי ייחודי, בדמות סעיף 288(א), המחייב דירקטורים בחברה בקשיים לפעול לצמצום הנזק לנושים ואף מטיל עליהם אחריות משפטית אם לא יעשו כן.² ואולם, כפי שיובהר בהמשך הדברים, חידוש זה הוא רק אחד הגורמים להתבוננות מחודשת ולבחינה מעמיקה את המשטר התאגידי בעתות מצוקה כלכלית.

* פרופ', הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן.

** פרופ' למשפטים ע"ש ווכטל, רוזן, ליפטון, כץ, הפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית; פרופ' ע"ש רוברט ג. פולר הבן, בית הספר למשפטים, אוניברסיטת פנסילבניה, ארצות הברית.

¹ להלן: **חוק חדלות פירעון**.

² ראו דוד האן "אבני נגף בדין התאגידי: אחריות נושאי משרה – בין חוק החברות לחוק חדלות פירעון" **עיוני משפט** (מגב) (2020); אהוד קמר וקובי קסטיאל "סמכות ללא אחריות? תגובה להצעה לביטול חבות נושאי משרה לפי חוק חדלות פירעון" **עיוני משפט** מג

היקלעות חברה לקשיים כלכליים אינה אירוע נדיר. כחלק מן המציאות הכלכלית, בעתות חירום כבעתות שגרה, חברות שונות נקלעות לקשיים כלכליים בשל מגוון סיבות. יתר על כן, אין דרך ברורה לוודא, למצער בזמן אמת, האם חברה מצויה בנקודת זמן מסוימת בקשיים כלכליים, אם לאו.³ כמו כן, יש לציין כי ההיקלעות לקשיים כלכליים אינה אירוע נקודתי בלבד, ועלולה להתמשך על פני פרק זמן ממושך. לעיתים, לא תיוותר ברירה אחרת והמציאות הכלכלית הקשה תסתיים בכניסה להליכי חדלות פירעון; לעיתים, תתגבר החברה על הקשיים ולא יהיה צורך בפתיחה בהליכים כאמור.

מצב עניינים משפטי זה מעמיד את הדירקטורים בפני "מלכוד 22":⁴ משנקלעת חברה לקשיים, עולה במלא עוזה בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין הנושים. הראשונים מעוניינים בהשאת שווי החברה תוך לקיחת סיכונים לשם כך, בעוד האחרונים, החרדים מפני אי פירעון חובות החברה כלפיהם, מבכרים התנהלות שמרנית וחפה מסיכונים. אם יבכרו הדירקטורים את העדפת בעלי המניות, הם עלולים להיתבע על ידי הנושים אם וכאשר החברה תיקלע להליך של חדלות פירעון. אם יבכרו את עמדת הנושים וינהלו את החברה בשמרנות הם עלולים לאבד את כהונתם בהצבעת בעלי המניות ואף להיתבע על ידי האחרונים בהליך של תביעה נגזרת. אך בכך לא מסתיימת מצוקת הדירקטורים. חשוב להבין שאין זה נכון להתייחס אל הנושים כאל מקשה אחת. בתוך קבוצה זו, ניתן למצוא נושים מובטחים, לצד כאלה שאינם;⁵ נושים בעלי מועד פירעון קרוב, לצד כאלה בעלי מועד פירעון רחוק; ונושים בעלי יכולת התארגנות וכוח מיקוח, ונושים יחידים, נעדרי מעמד וכוחות. אם באבחנות אלה אין די, הרי שבקרב הנושים ניתן למצוא גם נושים מתוחכמים, אשר רוכשים בכוונת מכוון חובות בחברות בקשיים במחירי נכיון בשוק המשני, לעומת נושים שהשקיעו בחברה ערך מלא במחיר השוק המקוריים.⁶

מציאות מורכבת זו הופכת את המשימה המוטלת על הדירקטורים לבלתי אפשרית כמעט. משימת ניווט החברה במים סוערים מאתגרת מעצם מהותה. ההחלטות צריכות להתקבל תחת סד זמנים צפוף, תוך אילוצים ותכתיבים שבעתות שגרה החברה אינה נתקלת בהם לרוב. יתר על כן, בהינתן שונות האינטרסים האמורה, אין כמעט אפשרות ריאליזטית להגיע להסכמות בין כל הצדדים באמצעות משא ומתן פשוט ושגרת. כפועל יוצא מכך,

(ב) דוד האן "אחריות נושאי משרה בעת חדלות פירעון של חברה תשובה לתגובת פרופ' קמר וד"ר קסטיאל" **עיוני משפט** (מג) (2020).

³ דוד האן **דיני חדלות פירעון** 22-24 (מהדורה שנייה, 2018) (להלן: "**האן חדלות פירעון**").

⁴ ג'וזף הלר **מלכוד-22** (בני לנדאו ובני הדר מתרגמים, 1971). משמעות הביטוי מלכוד-22 הינו מילכוד ללא מוצא.

⁵ ס' 243 לחוק חדלות פירעון קובע כי "נושה מובטח הוא נושה שהחוב שחב לו החייב הוא חוב מובטח". ס' 1 לחוק חדלות פירעון מגדיר מה הוא חוב מובטח: "חוב מובטח" – חוב עבר שלהבטחת פירעונו שועבד נכס של החייב, בין בשעבוד קבוע ובין בשעבוד צף, עד לגובה החוב שניתן להיפרע ממימוש הנכס". בדומה לכך ס' 253 לחוק חדלות פירעון מחיל את ההוראות לעיל גם על עיכבון: "נושה שיש לו זכות עיכבון לגבי נכס מנכסי קופת הנשייה, בשל חוב עבר של החייב, יראו אותו ממועד מתן הצו לפתיחת הליכים כמי שהנכס משועבד לטובתו כערובה לחוב האמור; על נושה כאמור יחולו הוראות חוק זה החלות לגבי נושה מובטח, והכול בשינויים המפורטים בסימן זה". על נושה מובטח ראו גם ע"א 261/88 **בנק המזרחי המאוחד נ' רוזבסקי**, פ"ד מח(2) 102.

⁶ William W. Bratton & G. Mitu Gulati, *Sovereign Debt Reform and the Best Interest of Creditors*, 57 Vand. L. Rev. 1 (2004); Jill E. Fisch & Caroline M. Gentile, *Vultures or Vanguards: The Role of Litigation in Sovereign Debt Restructuring*, 53 Emory L.J. 1043 (2004); Hotchkiss, Edith & John, Kose & Thorburn, Karin & Mooradian, Robert. *Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress*. *Bankruptcy*, 14 Reorganization & Creditors eJournal (2008); Janis Sarra, *Financing Insolvency Restructurings in the Wake of the Financial Crisis; Stalking Horses, Rogue White Knights and Circling Vultures*, 29 Penn. St. Int'l L. Rev. 581 (2011); Kolb, R.W., *The Virtue of Vultures: Distressed Debt Investors in the Sovereign Debt Market*. 40 J. Social, Political & Econ. Studies, 368-412 (2015); Altman, Edward I. and Benhenni, Robert, *The Anatomy of Distressed Debt Markets* (September 18, 2018), available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3251580> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3251580>; Daniel J. Brutti, *Sovereign Debt Crises and Vulture Hedge Funds: Issues and Policy Solutions*, 61 B.C.L. Rev. 1819 (2020); <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000945966> 13.6.2014 **גלובס**; על אג"ח אי.די.בי פתוח – כחצי מיליארד ש"י "גלובס" 17.5.2016 **כלכליסט**; רעות שפיגלמן, "עושים כסף מאג"ח זבל: הסדר חוב זה טוב" **כלכליסט** 17.5.2016 <https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3753850,00.html>; גולן חזני "קרן יורק מצטרפת למרוץ לפירמידה השברית של בוק **כלכליסט** 9.1.2019 <https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3753850,00.html>. יוער, כי הספרות אינה מבקרת פרקטיקה זו כלשעצמה, אלא מנתחת את דבר קיומה והשפעותיה.

אין גם אפשרות לקבל החלטות שתוצינה את כולם או למצער תהווה הגנה מושלמת עבור הדירקטוריון מפני תביעות עתידיות כנגדו. משכך, כל החלטה שתתקבל עלולה ליצור תרעומת בקרב קבוצה מסוימת ועלולה להוביל בסבירות גבוהה לתביעות נגד הדירקטורים וחמור מכך להביא לפתיחת הליכי חדלות פירעון נגד החברה, אף בטרם עת (או להפעלת כל אמצעי גבייה או בטוחה אחרים העלולים לפגוע בשרידותה הכלכלית של החברה).⁷

הבדל קריטי נוסף בין בעלי המניות לבין הנושים הוא שבעוד החלטות הנוגעות לבעלי מניות יכולות להתקבל באמצעות מנגנוני הצבעה הקבועים בחוק, כאשר לרוב יש את הכוח לחייב את המיעוט, ככלל, לא קיים מנגנון מקביל במישור הנושים (מחוץ להליכי חדלות פירעון).⁸ משמעות הדבר היא שכל נושה, או קבוצת נושים, יכולה על דעת עצמה לנקוט בצעדים הפוגעים בטובת החברה בכללותה, מבלי להתייעץ בנושים אחרים וללא צורך בהסכמתם. חשוב להבין שכח ייחודי זה משליך גם על החלטות הדירקטוריון ואופן תפקודו. ברי כי על הדירקטוריון להתחשב בכוחם של נושים אינדיווידואליים "לנעוץ מקלות בגלגלי החברה" בקבלת החלטות על דרכה של החברה.

כדי לשפר את מצב העניינים הקיים, באופן אשר לטעמנו עשוי לקדם את עבודת הדירקטוריון ואת קבלת ההחלטות בו, אנו מציעים שינוי מבני חדשני שיאפשר לחברות בקשיים כלכליים לתפקד ללא חשש מתמיד מפעולות חד צדדיות של נושים. בטרם נפרט את הצעתנו, חשוב למקמה במדויק במרחב המשפטי. מאמר זה מבקש להתייחס לתקופה קריטית במהלך חייהן של חברות, אשר עליה לא נתן המחוקק את דעתו. ענין לנו בתקופת הדמדומים המשתרעת על מרחב הזמן בין היקלעותה של חברה לקשיים כלכליים לבין פתיחתם של הליכי חדלות פירעון. ודוק: אין אנו מבקשים לשנות את דיני חדלות הפירעון, אלא להציע שינוי במבנה הממשל התאגידי של חברות במשבר כלכלי, טרם כניסתן להליכי חדלות פירעון.⁹ למעשה, אנו מבקשים להראות שינוי נדבך שלם בעולם העסקי שלא זכה להתייחסות מצד המחוקק או בתי המשפט ומשבר הקורונה חשף את הצורך

⁷ אמצעי גבייה או בטוחות כאמור עשויים להיות שעבוד, עכבון, קיזוז, הליכי הוצאה לפועל וכיו"ב. ראו: פש"ר (מחוזי י-ם) 4217/07 יונה נ' כונס הנכסים הרשמי, (פורסם בנבו, 13.3.2016); ע"א 46/11 ויטה פרי הגליל (החדשה) בע"מ נ' עו"ד חנית נוב כונסת נכסים, (פורסם בנבו, 13.11.2013); ע"א 7170/13 נכסים יזום ופיתוח (נ. י. פ.) בע"מ נ' דן חברה לתחבורה בע"מ, (פורסם בנבו, 12.8.15); פ"ק (מחוזי י-ם) 29594-08-14 עמית לדרמן, נאמן הקפאת הליכים של חברת רבדיון בע"מ (בהקפאת הליכים) נ' בנק מזרחי טפחות בע"מ, (פורסם בנבו, 1.2.2015); ע"א 5649/08 בנק דיסקונט בע"מ נ' עו"ד ירון רבינוביץ, מפרק חברת א.ג.י. בניה ופיתוח בע"מ, (פורסם בנבו, 22.9.2011); פ"ק (מחוזי י-ם) 5018/08 בנק לאומי לישראל בע"מ נ' עו"ד אהוד ערב, (פורסם בנבו, 3.6.2012); ע"א 1339/12 בנק מזרחי טפחות בע"מ נ' אי. סי. אם. יצרני מיזוג אוויר בע"מ בפירוק (פורסם בנבו, 27.4.2014); ע"א 633/91 מנהל מס רכוש ומנהל מס שבח מקרקעין, תל-אביב, נ' שמש, פ"ד מח(1) 841 (1994); פ"ק (מחוזי י-ם) 33658-06-11 מדינת ישראל נ' בנק לאומי לישראל בע"מ, (פורסם בנבו, 29.7.2013)

⁸ עם זה, מחזיקי אג"חים עשויים להצביע בהצבעה רובנית על שינויים לשטר הנאמנות של סדרת האג"חים המונפקת. סעי' 35 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968. ראו בעניין זה את החלטות רשות ניירות ערך - החלטה 108-4: "חובת נאמן לפרסם דוח שנתי וחובת נאמן לזמן אסיפה לאישור מינויו" מיום 22.7.2014 http://www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/SLB_Decision/Trusted_Arrangements/Documents/108-4.pdf; החלטה 108-1: "עמדת הסגל בנושאים הקשורים לזיון וניהול אסיפות מחזיקי תעודות התחייבות" מיום 2.8.2009 http://www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/SLB_Decision/Trusted_Arrangements/Documents/IsaFile_398.pdf; 6 ברם, אליה וקוף בה: ב-2012, במסגרת תיקון 18 לחוק החברות, הוחלט לחייב את נאמני סדרות האג"ח לפנות לבית משפט בבקשה למינוי מומחה, כדי שזה יבחן את רציות השינוי המוצע מנקודת ראותם של בעלי האג"ח. כיום, קבועה חובה זו בסעי' 329 לחוק חדלות פירעון. הלכה למעשה, חובה זו מחייבת פנייה לבית המשפט ואת מעורבותו גם באותה סיטואציה שבה איפשר החוק בעבר למחזיקי אג"חים להגיע להחלטות על דעת עצמם באופן רובני, ללא כל מעורבות שיפוטית נדרשת. יצוין, כי בארה"ב לא קיים מנגנון הכרעה רובני כאמור בין מחזיקי אג"ח על שינוי תנאי החוב מחוץ ל-Bankruptcy Code.⁹ בעניין זה, פרק "משא ומתן מוגן" שבחוק חדלות פירעון (סעי' 337-345 לחוק חדלות פירעון) אינו נותן מענה של ממשל תאגידי לחברות בקשיים. זהו ניסיון לאפשר סביבה לגיבוש הסדרי חוב ידידותיים בין חברה לנושיה. פרק זה שבחוק אף זכה לביקורת קשה. ראו האן **חדלות פירעון** 306-310 (מהדורה שנייה, 2018). חיזוק לביקורת זו ניתן למצוא בכך שבעבור קרוב לשנה מאז שנכנס חוק חדלות פירעון לתוקפו לא ידוע לנו ולו על מקרה של חברה אחת שיזמה פתיחה של "משא ומתן מוגן". מכל מקום, ענייננו במאמר זה שונה: איננו עוסקים בחברה שכבר מנהלת בהכרח משא ומתן ומבקשת לקדם הסדר חוב עם נושיה. ענייננו, בדירקטוריון מתפקד של חברה בקשיים כספיים, אשר נדרש לקבל החלטות עסקיות שוטפות. אנו מציעים לרענן את מבנה הדירקטוריון לנוכח מצבה הכספי המאתגר של החברה.

הדחוף בהסדרתו. במאמר זה, אנו מציעים לאפשר לנושים למנות דירקטור (או דירקטורים) מטעמם לדירקטוריון של חברה המצויה בקשיים כלכליים, טרם הכניסה להליכי פירוק (או הבראה).¹⁰ מתן ייצוג לנושים בדירקטוריון יבטיח בראש ובראשונה שהליך קבלת החלטות בדירקטוריון ישקלל גם אינטרסים של הנושים. שנית, לנציגי הנושים יהא כמובן כוח הצבעה בדירקטוריון וככל שמדובר בחברות ציבוריות, יהא בכוחו לשכנע את הדחציים (והדב"טים במידה שישנם כאלה) לצדד בעמדתו. מנגד, בעת שמכהנים דירקטורים שמונו על ידי הנושים בדירקטוריון ימותנו (אך לא בהכרח יושעו) זכויות האכיפה האינדיווידואליות של כל נושה, באופן אשר ישחרר את הדירקטוריון לקבל החלטות עסקיות ענייניות ולא דווקא מתגוננות או המרצות נושה זה או אחר.

לפי הצעתנו, הדירקטור או הדירקטורים ייבחרו על ידי הנושים בהצבעת רוב מקרב הנושים שאינם מובטחים, כאשר כוח ההצבעה של כל נושה ונושה מותאם לגובה נשייתו. אנו סבורים שאין צורך לכלול את הנושים המובטחים במנגנון המוצע, משום שהללו חשופים פחות לאבדן השקעתם בחברה ולכן מעמדם שונה מהותית ממעמד הנושים שאינם מובטחים.¹¹ ברצוננו להדגיש כי הצעתנו תשמור על זכויותיהם של נושים מובטחים תוך הרחבת מגוון אפשרויות הפעולה של הנושים הלא מובטחים. אנו מציעים שהשינוי המבני המוצע יתופעל באחת משתי דרכים: יוזמה וולונטרית של דירקטוריון החברה כלפי הנושים להפעילו; או הצבעת רוב של הנושים לחייב את החברה למנות נציג לדירקטוריון מטעמם. כפי שנסביר, מנגנוני הפעלה אלה עדיפים על מבחנים כלכליים ברי תפולל, שבשל חוסר הוודאות ומידת ההערכה הכרוכים בהם הפעלתם תחייב התדיינות ארוכה, יקרה ופתלתלה בפני בית משפט. לפיכך, מנגנונים שיישענו על אי עמידה באמת מידה פיננסית כזו או אחרת מצד החברה, אשר על דבר התרחשותה עלולים להינטש ויכוחים, אינם מתאימים לחברות בקשיים כלכליים אשר זקוקות למנגנון שינוי מהיר כדי להמשיך להתקיים. משך כהונת הדירקטור/ים מטעם הנושים יהיה עד לשנה אחת וניתן יהיה להאריכו בהצבעת רוב הנושים. כמו כן ההסדר יפקע, כמובן, אם תגיע החברה להליך של חדלות פירעון או, לחלופין, להסדר עם הנושים המאפשר חזרה להתנהלות רגילה. כדי לתמרץ חברות לאמץ את ההסדר המוצע, אנו ממליצים ליצור חוף מבטחים חדש במסגרת חוק חדלות פירעון שייתן הגנה לדירקטורים שיזמו מהלך של מינוי נציג מטעם הנושים במסגרת סעיף 288(א) לחוק. התמריץ לנושים לשלב דירקטורים מטעמם בדירקטוריון ניכר לעין כל: בכך הם יזכו לקולות מצביעים ומשפיעים בתוככי מוקד קבלת החלטות בחברה.

מבחינה מבנית, יתרת המאמר מתפרשת על פני חמישה חלקים. **חלק א'** של המאמר יעסוק בניתוח האתגרים הכלכליים והמשפטיים אל מולם ניצבות חברות שנקלעו לקשיים בעקבות משבר הקורונה. **חלק ב'** מפרט את מארג האינטרסים והלחצים האופף חברות בקשיים כלכליים ומנתח את ההשלכות המשפטיות של מצב זה. **חלק ג'** מסביר את הדילמות הקשות המלוות את עבודת הדירקטוריון של חברות בקשיים לאור הדין הקיים. **חלק ד'** מציג את הצעתנו לשיפור הדין הקיים, באמצעות מינוי דירקטור מטעם הנושים לדירקטוריון של חברות הנקלעות לקשיים כלכליים, מפתח את פרטי המנגנון המוצע ועומד על מעלותיו. **חלק ה'** יבחין בין הצעתנו האמורה למינוי דירקטורים מטעם הנושים לבין המתווה שגובש בוועדת אנדרון למינוי משקיף מטעם הנושים

¹⁰ לספרות מוקדמת על עדכון אפשרי של מבנה דירקטוריונים, לרבות במחשבה על נושים, ראו Wiener, Zvi & Galai, Dan. *Stakeholders and the composition of the voting rights of the board of directors*. Journal of Corporate Finance. 14. 107-117 (2008); Windsor, D. *The Role of Dynamics in Stakeholder Thinking*. J Bus Ethics 96, 79 (2010); Celik, S, G. Demirtas and M Isaksson, *Corporate Bondholders and Corporate Governance*, OECD Corporate Governance Working Papers, No. 16 OECD publishing (2015); Keswani, Tran and Volpin of Cass Business School, University of London: *Institutional Debt Holdings and Governance*, European Corporate Governance Institute Working Paper Series, (2019)

¹¹ יחד עם זאת, כדי למוזער את האפשרות שנושים מובטחים, מטעמיהם שלהם, ינסו לטרפד את המהלך, אנו מציעים שחברות המבקשות לבצע מהלך של מינוי נציג מטעם הנושים הלא מובטחים לדירקטוריון תבצענה פניה מקדימה לנושים המובטחים לבחון את עמדתם ולשכנעם שלא לפתוח בהליכי חדלות פירעון.

לדירקטוריון החברה. חלק ו' מעלה התנגדויות אפשריות למנגנון המוצע ומתמודד עימן. המאמר נחתם בסיכום קצר.

א. המציאות הכלכלית המורכבת שבה פועלות חברות (על רקע משבר הקורונה)

למרבה הצער, ניסיון החיים מלמד שלא כל החברות מצליחות. אחוז לא מבוטל של החברות שפועלות בכל שוק כלכלי נקלע לקשיים כלכליים במהלך פעילותן. חלקן מתאושש וחלקן האחר מוצא עצמו בהליכי חדלות פירעון. לכאורה, הליכי חדלות פירעון מספקים את המענה המשפטי לחברות הנקלעות לקשיים. למעשה, אין זה כך. הדינים העוסקים בחדלות פירעון נכנסים לפעולה רק מרגע שניתן צו בית משפט המכריז על חברה מסוימת חדלת פירעון לבקשתה או לבקשת הנושים.¹² מתן הצו מלווה בהקפאת כל ההליכים המנוהלים נגדה ומשלב זה ואילך כל ההליכים נגדה מרוכזים באופן קולקטיבי במסגרת הליך חדלות הפירעון.¹³ לפי חוק חדלות פירעון, עם מתן צו לפתיחת הליכי חדלות פירעון ממנה בית המשפט נאמן לחברה.¹⁴ הכניסה להליך חדלות פירעון מפקיעה אפוא, הלכה למעשה, את ניהול החברה מידי מוסדותיה המסורתיים ומעבירה אותם לידי נאמן הכפוף לבית המשפט.¹⁵ כמובן שאין זה השינוי היחיד שמחוללת הכניסה לחדלות פירעון. בשלב זה, חל שינוי באופי התנהלותה של החברה ויעדיה, באופן החזוי של החברה, ובתיוג של החברה. בעוד שלפי הדעה הרווחת, חברות בעלות איתנות כלכלית אמורות להשיא את ערך החברה, לטובת בעלי מניותיה, חברות הנקלעות לחדלות פירעון פועלות מתוך מטרה שונה והיא השאת החזר החובות לנושיה. עם הכניסה להליכי חדלות פירעון מיקוד החברה מומר מהשאת רווחים למיזעור הפסדים ותשומת הלב מוסטת מבעלי המניות אל עבר נושי החברה.¹⁶ בנוסף על כך, הכניסה להליכי חדלות פירעון משנה באופן רדיקלי את תדמית החברה והמוניטין שלה. בעת הזו, עקב הליך חדלות פירעון השיפוטי, דבק בחברה אות קין המקשה עליה להתנהל מול שותפים עסקיים, מממנים או רשויות שלטוניות.¹⁷ כניסה להליכי חדלות פירעון אף גוררת השעיית מסחר בניירות הערך שלה.¹⁸ יתר על כן, היא פוגעת בדירוג האשראי של החברה.¹⁹ פגיעה זו תתבטא במקרה הטוב בייקור גיוס חוב עתידי, ובמקרה הגרוע תסתום

¹² אכן, חלק יי לחוק חדלות פירעון קובע, גם הוראות באשר לאפשרות לגיבוש הסדרי חוב מחוץ לבית המשפט. ואולם הוראות אלה מוגבלות ביכולתן האפקטיבית לפתור מצוקות פיננסיות של חברות, ובפרט של חברות תפעוליות, ללא ארגון הכלים המשפטי השמור בחוק רק להליכי חדלות פירעון המתנהלים לפי חלק ב' בו. על מוגבלות זו של חלק יי לחוק ראו האן **חדלות פירעון**, פרקים 7-9 (מהדורה שניה, התשע"ח) – 310-306 פסקאות 9.64-9.56, עמ' 270-272, פסקאות 8.62-8.65, עמ' 224-227 פסקאות 7.77-7.84; דוד האן, "אחריות נושאי משרה בעת חדלות פירעון של חברה תשובה לתגובת פרופ' קמר וד"ר קסטיאל" **עיוני משפט** מג(ב) (2020).

¹³ סעיף 25 לחוק חדלות פירעון.

¹⁴ שם, סעיפים 33-40.

¹⁵ שם, סעיף 43.

¹⁶ ראו בעניין זה את פונקציית המטרה שהציב סעיף 288 לחוק חדלות פירעון לדירקטוריון – צמצום היקף חדלות הפירעון של החברה, על מנת לצמצם את הנזק לנושיה.

¹⁷ ראו למשל נורית קדוש "במגה המדפים שוב חסרים: מתקשים לשקם את אמון הספקים" **כלכליסט** 4.11.2015 <https://www.calcalist.co.il/marketing/articles/0,7340,L-3672633,00.html>; יאיר מור "חנות הדגל של יורוקום נסגרה" <https://www.mako.co.il/nexter-high-tech/israel/Article-9b921a4f77af061006.htm?Partner=rss> 15.1.2018 **NEXTER** עומרי כהן "רשות המסים דורשת מאפריקה ישראל שומות מס של 280 מ' ש' " **גלובס** 17.1.2018 <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001219927>; עירית אבישר "עכשיו זה רשמי: פירוק יורוקום נכנס לתוקף" **גלובס** 3.5.2018 <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001234259>; מנחם שטאובר "סופה של הונגמן: ביהמ"ש הורה על פירוק רשת האופנה" **גלובס** 13.5.2018 <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001235921>.

¹⁸ ראו בעניין זה את הפסקת המסחר בניירות הערך של קבוצת אינטרנט זהב והפסקת המסחר של אפריקה תעשיות בהתאמה: <https://maya.tase.co.il/reports/details/1173940> <https://maya.tase.co.il/reports/details/1157679/0/0/1422>.

¹⁹ ראו בעניין זה את מתודולוגיית הדירוג של חברת מידרוג בנדל"ן מניב ואת מתודולוגיית הדירוג של חברת מעלות, בהתאמה- https://www.midroog.co.il/Upload/Documents/%D7%93%D7%95%D7%97_%D7%9E%D7%AA%D7%95%D7%93%D7%95%D7%9C%D7%95%D7%92%D7%99-%D7%93%D7%99%D7%A8%D7%95%D7%92_%D7%97%D7%91%D7%A8%D7%95%D7%AA_%D7%A0%D7%93_%D7%9C%D7%9F_%D7%9E%D7%A0%D7%99%D7%91_%D7%9E%D7%90%D7%99_2020_isa.pdf <https://www.maalot.co.il/Publications/MCP20200504110659.PDF> <https://www.boi.org.il/deptdata/pikuah/basel2/credit.pdf>.

את הגולל לחלוטין על אפשרות זו. הכניסה לעולם חדלות הפירעון מובילה באופן בלתי נמנע לסיומן של שותפויות עסקיות. חברות אחרות נרתעות מעשיית עסקים עם חברות בהליכי חדלות פירעון, מחשש שכל השקעה בהן תרד לטימיון. דברים אלה מקבלים משנה תוקף בשוק תחרותי בו קיימות חלופות מסוכנות פחות להמשך השותפות העסקית עם חברות חדלות פירעון. כמובן שגם מחזיקי האג"ח ובעלי המניות של חברה הנכנסת לחדלות פירעון מושפעים לרעה מהמהלך: אלה גם אלה לא יכולים לסחר את ניירות הערך שבידיהם לאחרים באמצעות מכירתם בשוק המשני.

לאור ההשלכות הקשות שיש להליכי חדלות פירעון על חברות, אין תימה שחברות אינן ששות להיכנס להליכי חדלות פירעון – וזאת בלשון המעטה. חברות תעדפנה כמעט תמיד להימנע מהליכים אלה ולהמשיך להתנהל בבחינת "עסקים כרגיל" גם בהיקלען לקשיים כלכליים.²⁰ למעשה, הליכי חדלות הפירעון מהווים מענה חלקי לאתגרים שונים הניצבים בפני חברות בקשיים כלכליים. חשוב מאד להבין, שבעוד עולם המשפט מתווה מסגרת דיכוטומית להתמודדות עם תופעת החברות בקשיים כלכליים, קרי: הוא מסווגן כבנות פירעון ואז מחיל עליהן את ההסדרים הקבועים בחוק החברות, התשנ"ט-1999,²¹ או כחדלות פירעון ואז מחיל עליהן את דיני חדלות הפירעון, המציאות מורכבת הרבה יותר. בניגוד לעולם המשפט המצייר את העולם בשחור ולבן, המציאות העסקית מורכבת, דינאמית ובעיקר רב-גונית. ההתמודדות עם קשיים כלכליים מדרגות שונות הינה חלק בלתי נפרד מעולם החברות. יתירה מכך, עסקינן, על פי רוב, בתהליכים ולא באירועים נקודתיים.²² אכן, נכון הדבר שאפשר שחברה תמצא עצמה בקשיים כלכליים כתוצאה מאירוע יחיד המשפיע עליה, אך פעמים רבות יותר, הקושי נובע משורת החלטות, עסקאות ושינויים בתנאי השוק שאינם בשליטת קברניטי החברה. דברים אלה נכונים גם בנוגע ליציאה מקשיים כלכליים. לעיתים, עסקה אחת או החלטה בודדת יכולים להשיב חברה לאיתנות כלכלית. פעמים אחרות, הליך ההתאוששות אורך זמן רב ונעשה עקב בצד אגודל. במקרים אחרים, כפי שצינו, החברה לא תצליח להניח רגליה על קרקע יציבה ותמצא עצמה בהליך חדלות פירעון רשמי בבית המשפט. משמעות הדברים היא שבכל רגע נתון, ישנו מספר רב של חברות, הן בישראל והן ברחבי העולם, המתמודדות עם קשיים כלכליים, מבלי שהן מוכרות משפטית חדלות פירעון.²³ דברים אלה, הנכונים בעיתות שגרה, בהם

²⁰ Sutton & Callahan, *The Stigma of Bankruptcy: Spoiled Organizational Image and Its Management*, 30 *AcAD. MGMT. J.* 405, 431(1987); David Hahn, *The Financial Crisis of 2009 - Have Reorganization Proceedings in Emerging Markets Gone Bankrupt - Israel as a Case Study*, 12 *U. PA. J. Bus. L.* 731, 758-760 (2010); Michael D. Sousa, *Bankruptcy Stigma: A Socio-Legal Study*, 87 *AM. BANKR. L.J.* 435 (2013). באופן מעניין, הדברים הם כמעט בבחינת "ביצה ותרנגולת". כל הצהרה רשמית בדבר חדלות פירעונה של חברה גורמת להד תקשורתי, והד זה מעצים ומאדהד את קשייה הפיננסיים.
²¹ להלן: "חוק החברות".

²² כפי שהיטיב לתאר זאת הסופר הארנסט המינגווי בנובל "זרח השמש":

ERESNT HEMINGWAY, *THE SUN ALSO RISES*: "How did you go bankrupt?" Bill asked. Two ways, Mike said. "Gradually and then suddenly." Page 136 (New York, Scribner, 1954)

²³ ראו למשל גלעד מנדל, "הפירמידה של כצמן בסכנה - נורסטאר מתקרבת לחדלות פירעון" *Bizportal* 23.7.2020 <https://www.bizportal.co.il/capitalmarket/news/article/782269>

בלומברג, "רשת כלי הכתיבה האמריקאית סטייפלס תסגור עוד 140 סניפים" *כלכליסט* R S, Abinraj. *Coronavirus: The world*; <https://www.calcalist.co.il/world/articles/0,7340,L-3638871,00.html> 20.8.2014 *economy at risk* (2020) <https://www.oecd.org/berlin/publikationen/Interim-Economic-Assessment-2-March-Ozili, Peterson K and Arun, Thankom, Spillover of COVID-19: Impact on the Global Economy; 2020.pdf>; (March 27, 2020), available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3562570> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3562570> Maliszewska, Maryla & Mattoo Aaditya. *The Potential Impact of COVID-19 on GDP and Trade: A Preliminary Assessment. Policy Research Working Paper; No. 9211. World Bank, Washington, DC. © World Bank (2020)* <http://documents1.worldbank.org/curated/en/295991586526445673/pdf/The-Potential-Impact-of-COVID-19-on-GDP-and-Trade-A-Preliminary-Assessment.pdf>

מתנהלת הכלכלה על מי מנוחות, נכונים שבעתיים בימי משבר הקורונה. מגיפת הקורונה שפרצה בראשית שנת 2020, כטבען של מגיפות, הפתיעה את העולם כולו. למרבה הצער, היא הפילה חללים במדינות רבות והכניסה את כלכלת העולם למשבר כלכלי חריף. בשיאו של הגל הראשון, באפריל 2020 נרשמו בישראל למעלה ממיליון מובטלים,²⁴ שיא שלילי של כל הזמנים שהיווה מפנה של מאה ושמונים מעלות לתקופה שקדמה לפרוץ המגיפה בה נהנתה כלכלת ישראל משיעור האבטלה הנמוך ביותר בתולדותיה. הפגיעה בעסקים ובחברות היתה אנושה. עסקים רבים נאלצו לסגור שעריהם מכח צווי הממשלה שהוצאו מכוח חוקי שעת חירום. כך, הפכו כמעט בין לילה עסקים משגשגים למדבר ציה כלכלי.²⁵ כמובן שהמשבר לא פגע בכלכלה הישראלית בלבד, אלא בכלכלות כל מדינות העולם. אולם, במקרה שלפנינו, אין אמת באמרה "צרת רבים, חצי נחמה"; נהפוך הוא: ההיקף הגלובלי של המשבר רק יקשה את הליך ההתאוששות הקשה ממילא שיצטרך לעבור המשק הישראלי. במשק הישראלי פועלות חברות רבות העוסקות בייצוא סחורות, טכנולוגיה וידע לחו"ל. עבורן, משמעות אופיו הגלובלי של המשבר היא ירידה בהזמנות וברווחים שעלולה להימשך לאורך זמן.²⁶ אכן, על פי חישובי כלכלנים הכלכלה העולמית "התכווצה" ב-10% בעקבות משבר הקורונה,²⁷ והציאה מן המשבר תארך על פני חודשים.²⁸

חשוב להבהיר שלא רק פרוץ המשבר והצעדים האסדרתיים שנועדו לצמצם את שיעור הפגיעה בנפש מן המגיפה הביאו חברות ועסקים אל עברי פי פחת, אלא גם הצעדים המכונים "צעדי היציאה מן המשבר". כזכור, בתום הסגר הראשון, במאי 2020, המגבלות האסדרתיות הוסרו בצורה מדורגת. עסקים מסוימים שהוגדרו חיוניים הורשו לפעול לכל אורך המשבר. אחרים, דוגמת חנויות במרחבים פתוחים, אולצו להפסיק פעילותם למספר שבועות, אולם קיבלו היתר לשוב לפעילות מיד בתום חג הפסח. עסקים אחרים, דוגמת חנויות בקניונים, בתי קפה ומסעדות, תיאטראות ובתי קולנוע חויבו לעמוד בשמונם במשך שבועות נוספים. יודגש כי לשיבה המדורגת לפעילות כלכלית היו גם אפקטיים חלוקתיים משמעותיים. כך, למשל, חנויות במרחבים פתוחים, לא רק ששבו לפעילות מוקדם יותר, ממתחריהם בקניונים, אלא גם קיבלו הזדמנות פז למשוך אליהם את קהל לקוחותיהם של האחרונים ובעשותם כן הפכו את חזרתם של האחרונים לפעילות קשה ומורכבת עוד יותר. מעבר

²⁴ מירב ארלוזורוב, הנתון המבהיל – וכמה זמן ייקח להחזיר חצי מיליון מובטלים לעבודה, דה מרקר, אפריל 2020 <https://www.themarker.com/coronavirus/.premium-1.9040705>.

²⁵ ראו אגף הכלכלנית הראשית באוצר, "עדכון תחזיות מקרר כלכליות" 4.8.2020; <https://www.gov.il/he/Departments/General/development-and-income-forecast-corona>; חדווה קפלניסקי ועמי צדיק, "התמודדות המשק מול משבר נגיף הקורונה בהשוואה למדינות המפותחות" **הכנסת מרכז המחקר והמידע** 7.4.2020 (להלן: "מחקר קורונה של הכנסת")

https://fs.knesset.gov.il/globaldocs/MMM/7102fc6f-db69-ea11-8104-00155d0aee38/2_7102fc6f-db69-ea11-8104-00155d0aee38_11_13782.pdf

היחידה הכלכלית, מכון היצוא: "וירוס הקורונה, השפעות והשלכות על הכלכלה הסינית, העולמית וישראל, פברואר 2020 https://www.export.gov.il/api/Media/Default/Files/Economy/corona_virus.pdf

אופיר זלינגר ורן גולדשטיין, מידרוג: "השפעת התפרצות הקורונה על ענף המלונאות" 5.5.2020; https://www.magna.isa.gov.il/internet/Forms/2020-15-022293/_%d7%93%d7%95%d7%97_%d7%94%d7%a2%d7%a8%d7%aa_%d7%a2%d7%a0%d7%a3_%d7%94%d7%a9%d7%a4%d7%a2%d7%aa_%d7%94%d7%aa%d7%a4%d7%a8%d7%a6%d7%95%d7%aa_%d7%94%d7%a7%d7%95%d7%a8%d7%95%d7%a0%d7%94_%d7%a2%d7%9c_%d7%a2%d7%a0%d7%a3_%d7%94%d7%9e%d7%9c%d7%95%d7%a0%d7%90%d7%95%d7%aa_%d7%9e%d7%a8%d7%a5_2020_isa.pdf

²⁶ האן חדלוט פירעון 167-181 (מהדורה שנייה, 2018). ראו גם לעיל ה"ש 23 – מחקר קורונה של הכנסת בעמ' 27.

²⁷ International Monetary Fund "World Economic Outlook Update", June 2020 <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>

²⁸ שם, "Spencer Bokart-Lindell "How Long Will It Take for the Economy to Recover"; **New York Times** 21.5.2020 <https://www.nytimes.com/2020/05/21/opinion/economy-recovery-coronavirus.html>; BBC "Coronavirus pandemic could be over within two years - WHO head" **BBC NEWS** 22.8.2020 <https://www.bbc.com/news/world-53870798>; Jonathan Corum, Denise Grady, Sui-Lee Wee and Carl Zimmer "Coronavirus Vaccine Tracker" **The New York Times** 10.9.2020 <https://www.nytimes.com/interactive/2020/science/coronavirus-vaccine-tracker.html>

למדורג האסדרתי בשיבה לפעילות, מגיפת הקורונה עצמה הפכה עסקים מסויימים לאטרקטיביים יותר וזאת על חשבונם של אחרים. כך, למשל, סביר להניח שמשום שהחשש להידבקות בנגיף במרחבים פתוחים נמוך יותר מאשר בחללים סגורים, אחוז לא מבוטל של לקוחות יעדיף לערוך קניות מחוץ לקניונים, ברכישות מקוונות, באמצעות חברות שליחויות או אחרת.²⁹ הדברים נכונים במיוחד לגבי לקוחות בקבוצות גיל וקבוצות סיכון מסוימות. יצוין, לשם האיזון, שבשנות ההתקוממות העממית הפלסטינית (האינתיפאדה), צפינו באפקט הפוך: קניונים נחשבו בטוחים יותר מחנויות רחוב והציבור ביכר לערוך קניות בקניונים, דווקא.³⁰ אולם יש להדגיש שהמסבר הכלכלי שיצרה הקורונה שונה מקודמיו במובן זה שהוא הקטין את ההכנסות, כמו גם את כוח הקניה, של כל אוכלוסיית ישראל כמעט, ולכן, גם עסקים ששיפרו את מעמדם היחסי בעקבות פרוץ המשבר עלולים לגלות, עד מהירה, שסך הכנסותיהם קטן ביחס לעבר, חרף השיפור במעמדם היחסי.

ראוי לציין, שישנם סקטורים שלמים בכלכלה שבעקבות המשבר הפך עתידם לא ברור. בקטגוריה זו ניתן למנות את חברות התעופה, חברות התיירות, חברות המפעילות מלונות ובתי אירוח וגם חברות הפועלות בתחומי המסעדות, הספורט והתרבות. אנו תקווה שגם חברות אלה תמצאנה דרך לשוב לשגרה, אולם במקרה שלהן המשבר הותיר צלקות עמוקות ואורך הנשימה הפיננסי לו תזדקקנה כדי להתאושש צפוי להיות משמעותי מאד.³¹ הוכחה לכך מהווה מקרה אל על. חברת התעופה הלאומית של ישראל, בדומה למקבילותיה בשאר העולם, זקוקה לסיוע ממשלתי נרחב, כדי להמשיך בפעילותה תתנהל החברה במשך שנים ארוכות תחת עול כבד של חובות, שיחייבה להתנהלות אחרת מזו של חברות שאינן נתונות בחובות כבדים.³²

נוסיף עוד שגם חברות שהצליחו מאד בעבר, אך התבססו על מינוף גבוה בדמות אשראי בנקאי, כמו למשל חברות השכרת רכב וליסינג למיניהן, או חברות עם הוצאות קבועות גבוהות, כגון שכירות, פגיעות במיוחד למשבר הקורונה. מודל המימון שעליו מבוססת הפעילות העסקית של חברות אלה מחייבן, בדרך כלל, למחזור גבוה של מכירות שיש בכוחו לייצר הכנסות גבוהות מספיק כדי לשלם את ההוצאות הקבועות של החברה.³³ הירידה

Roger Vincent "Empty malls. Closed stores. Will coronavirus forever change how we shop?" **Los Angeles Times** 29 26.3.2020 <https://www.latimes.com/business/story/2020-03-26/empty-malls-closed-stores-coronavirus-shopping>; BBC NEWS "Coronavirus: Photos show deserted lockdown locations at high noon" **BBC NEWS** 2.4.2020 <https://www.bbc.com/news/in-pictures-52127945>; Coronavirus: Major cities empty as lockdown measures continue" **BBC NEWS** 29.3.2020 <https://www.bbc.com/news/av/world-52081875/coronavirus-major-cities-empty-as-lockdown-measures-continue>.

³⁰ ר' רות לוי ועדי דברת-מוריץ, גל הטרור: "רמת ההיסטריה הזויה. אנשים דורשים גז מדמיע, אלות ואגרופנים." דה מרקר <https://www.themarker.com/consumer/1.2748581>.

David Slotnick "Some of the world's airlines could go bankrupt because of the COVID-19 crisis, according to an aviation consultancy. See the carriers that have already collapsed because of the pandemic." **BUSINESS INSIDER** 12,5,2020

<https://www.businessinsider.com/coronavirus-airlines-that-failed-bankrupt-covid19-pandemic-2020-3>
Laura Begley Bloom, "You Won't Believe How Many Airlines Haven't Survived Coronavirus. How Does It Affect You?" **FORBES** 12.6.2020

<https://www.forbes.com/sites/laurabegleybloom/2020/06/27/airlines-coronavirus-travel-bankruptcy/#45b32daf5f69>
Bethan Moorcraft "How the hotel industry is responding to the coronavirus crisis" **Insurance Business AMERICA** 29.4.2020

<https://www.insurancebusinessmag.com/us/news/hospitality/how-the-hotel-industry-is-responding-to-the-coronavirus-crisis-221031.aspx>

תמר טוניק "גל קריסת של חברות תעופה צפוי בחצי השנה הקרובה" **כלכליסט** 7.3.2020 <https://www.calcalist.co.il/world/articles/0,7340,L-3799292,00.html>

מיכל רז חימוביץ "פיטורים המוניים וסגירת מלונות – ענף המלונאות בישראל על סף קריסה" **גלובס** 9.3.2020 <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001321117>

³² אביב לוי "אל על רשמה הפסד של 140 מיליון דולר ברבעון בצל משבר הקורונה" **גלובס** 30.6.2020 <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001334075>; יורם גביון ואבי וקסמן "שבר הקורונה: אל על תפטר בימים הקרובים 1,000 עובדים" **TheMarker** 4.3.2020

³³ דובי בן גדליהו "אין חסיונות מהקורונה: מכה קשה לגורם המייצב של שוק הרכב" **גלובס** 27.5.2020

במחזור העסקים כתוצאה ממשבר הקורונה ופגיעתו בכלכלה הינה בשורות איוב עבור חברות אלה. ההרעה האפשרית בתנאי האשראי במשק, שעלולה לבוא בעקבות המשבר, תחריף עוד יותר את מצוקתן של חברות אלה.

עולה, אפוא, שבשנים הקרובות תצטרך מערכת המשפט להתמודד ביתר שאת עם חברות המצויות בקשיים כלכליים. חלקן יתאושש. אך, ללא קשר לאחריתו של עידן הקורונה, חלק נכבד מאד של החברות במשק הישראלי מתמודד וימשיך להתמודד במשך תקופה ארוכה עם קשיים כלכליים. מצב דברים זה יכול להימשך שנים, בכפוף לתנאי השוק הישראלי והעולמי, תמיכת הממשלה והאסדרה המשפטית. משתנים אלה קשים מאד לחיזוי והשפעתם על גורל חברות יכול להיות מכריע. התאוששות הכלכלה במדינות אחרות יקל, ללא ספק, על חברות ישראליות העוסקות בייצוא ולפתוח בפניהן הזדמנויות חדשות. התמיכה הממשלתית יכולה אף היא לחרוץ גורל חברות לשבט או לחסד. מערכת המשפט והאסדרה חשובות אולי יותר מכל. כך למשל, הכרה במגיפת הקורונה כאירוע מסכל תשפיע על גורלם של אין ספור חוזים במשק הישראלי. ואכן, החלטות בתי המשפט ועמדת צוות בין-משרדי ממשלתי שגובש בעניין דוגלים בכך שמגיפת הקורונה אינה עולה כדי סיכול חוזים בישראל.³⁴ החלטות הפיקוח על הבנקים תשפיענה ללא ספק על זמינות האשראי במשק והחלטות משרד הבריאות יכולות להפח חיים במגזרים עסקיים רבים או לסתום את הגולל עליהם. כמובן, שההליכים והחלטות המדיניות המדוברות לא יתרחשו בין לילה. מדובר במהלכים שיתפרשו על פני זמן רב, תוך הליך ניסוי וטעיה. משמעות הדבר היא שהקשיים הכלכליים איתן מתמודדות חברות ישתרעו אף הם על פני פרקי זמן ממושכים. מצב דברים זה מעלה את השאלה הקריטית: כיצד אמורה להתנהל חברה בקשיים כלכליים ובמה שונה דינה מחברה שאינה בקשיים? בסוגיה זו מטפלים הפרקים הבאים.

ב. שונות האינטרסים במארג החברה

1. בין בעלי המניות לנושי החברה

מן המפורסמות הוא שנושאי משרה חבים חובת זהירות וחובת אמונים לחברה.³⁵ חובת הזהירות מחייבת נושא משרה לפעול כפי שהיה פועל נושא משרה סביר בנסיבות הענין ומחילה את עוולת הרשלנות, כהגדרתה בדיני הנזיקין, על היחסים שבין נושא המשרה לחברה. מבחינה מהותית, חובת הזהירות נועדה לטפל בחשש שנושא משרה יגרום ברשלנות (או בדיעה) נזק לחברה. חובת האמונים, מחייבת את נושא המשרה לפעול אך ורק לטובתה של החברה, תוך התעלמות מוחלטת מטובתו האישית, רצונותיו או שאיפותיו. חובת האמונים אוסרת על נושא משרה, מלהתקשר בעצמו בעסקה שהחברה היתה יכולה להתקשר בה או אפילו לנצל הזדמנות עסקית שהיתה יכולה להניב רווח לחברה, וכל זאת כל עוד לא גילה את עניינו האישי וקיבל אישור מן החברה לפעול. בנוסף על כך, מטילה חובת האמונים חובת גילוי מלאה על נושאי משרה, כמקובל ביחסי שליחות. מטרתה של חובת האמונים להבטיח שנושאי משרה לא ימנעו רווח ממשי או פוטנציאלי שיכול היה להיצבר לחברה, על מנת להעשיר את עצמם. חובות הזהירות והאמונים הן היכין ובעוז של דיני התאגידים. לצידם, ניתן למצוא גם את

<https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001330259>

³⁴ משרד המשפטים "מסקנות הצוות הבין-משרדי לבחינת השפעת משבר הקורונה על קיום החוזים" 7.7.2020. <https://www.gov.il/BlobFolder/reports/corona-contracts-report/he/contracts-report-corona.pdf>. דוח הצוות הבין-משרדי מצוין בין השאר כי: "הפיתרון המשפטי הנהוג והראוי מכוון לצורך להמשיך לקיים חוזים, תוך התאמתם לנסיבות שהשתנו זאת, בין היתר, נוכח העובדה כי קיים חוסר ודאות רב באשר לתוצאה המשפטית שמכתיב דין הסיכול הישראלי". ר' הודעה לעיתונאות מיום 7.7.2020: <https://www.gov.il/he/departments/publications/reports/corona-contracts-report>

³⁵ סעיפים 252-254 לחוק החברות. ע"א 610/94 בוכבינדר נ' הכונס הרשמי בתפקידו כמפרק צפון אמריקה פ"ד נז(4) 289 (2003); ע"א 7735/14 ורדינקוב נ' אלוביץ' (פורסם בנבו, 28.12.2016); ע"א 4857/16 מנשה נ' יוויז'ן אייר בע"מ (פורסם בנבו, 24.4.2018); ע"א 6913/18 שקדי נ' הרודיום השקעות בע"מ (פורסם בנבו, 4.8.2020).

חובת ההגינות החלה על בעלי שליטה בחברה ומחייבת אותם לנהוג בהגינות ואת האיסור על קיפוח בעלי מניות אחרים המוחל עליהם.

מקריאת החוק עולה, שחובותיהם האמורים של נושאי המשרה מופנים כלפי החברה. עם זאת, על פי התפיסה הרווחת, חובות אלה נועדו להגן על בעלי המניות.³⁶ אף כי קיימת מחלוקת מלומדים באשר למטרותיה של החברה,³⁷ דומה כי הדעה המקובלת היא שמטרת החברה להשיא את שוויה עבור בעלי המניות. באור זה, נכון לפרש גם את חובת הזהירות ואת חובת האמונים של נושאי המשרה.³⁸ תימוכין לעמדה זו ניתן למצוא במספר דינים מרכזיים בחוק החברות. הביטוי המובהק לכך הוא זכותם של בעלי המניות, במסגרת האסיפה הכללית של החברה, להצביע ולמנות את הדירקטורים, ובהתאמה גם לפטרם.³⁹ כמו כן, במקרים בהם מופרת חובת הזהירות או חובת האמונים והחברה מחליטה לא לתבוע את נושאי המשרה על כך, מעניק הדין לבעלי המניות את הכוח ליזום תביעות נגזרות בגין הפרת החובות כאמור.⁴⁰ ככלל, כוח דומה לא הופקד בידי נושי החברה, למעט לעניין הגשת תביעה בגין חלוקה אסורה.⁴¹ בנוסף, למרות שמקרא סעיף 254 לחוק החברות יוצר את הרושם שהאיסור על עסקאות בניגוד עניינים בדין הישראלי הוא איסור מוחלט וגורף, אין הדבר כך. מיד לאחר מכן, מפרט חוק החברות הוראות שונות להתרת עסקאות בניגוד עניינים ואופן אישורן הראוי. האישור המחמיר ביותר המופיע בחוק מכונה "האישור המשולש", משום שהוא מחייב את אישור ועדת הביקורת, הדירקטוריון ואסיפת בעלי המניות.⁴² ודוקו: בעלי המניות דווקא, ולא הנושים. מעצם העובדה שבידי בעלי המניות מצוי הכוח לאשר עסקאות בניגוד עניינים, נמצאים אנו למדים שחובת האמונים נועדה להגן על בעלי המניות ולא על קבוצה אחרת.

הדעה, שלפיה חובות הזהירות והאמונים נועדו להגן על בעלי המניות מוצאת אחיזה גם בתיאוריה של דיני התאגידים. כתיבת המלומדים בתחום מעלה כי חובות אלה נועדו למזער את בעיית הנציג הקיימת בין בעלי המניות לבין נושאי המשרה בתאגיד המודרני. על בעיה זו הצביעו ברלי ומינס בספרם הקלאסי משנת 1932 והיא מוקד הכתיבה והמחקר בדיני התאגידים מאז ועד היום.⁴³ סימן ההיכר של חברות ציבוריות (ולא מעט חברות

³⁶ ראו למשל ע"א 7657/17 ברדיצ'ב נ' פויכטונגר, פסקה 38 לפסק-דינה של השופטת וילנר (פורסם בנבו, 18.6.2020). ידידיה צ' שטרן "תכלית החברה העסקית - פרשנות והשפעות מעשיות" משפטים לב/2, 327, 331 (2002); עמיר ליכט "תכליות החברה" משפט ועסקים א' 173, 190 (2004); זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" משפטים לב 381 (2002); עלי בוקשפן, "על חברה וחברה, ועל מעמדו של סעיף 11 לחוק החברות במשפט הישראלי" משפט ועסקים א' 229, 234 (2004); ידידיה צ' שטרן "האם חברות נועדו להשיא את רווחיהם של בעלי המניות? ניתוח כלכלי ביקורתי" משפט ועסקים א' 105, 112 (2004); לאון יהודה אנידג'ר, "על חמישה מודלים של ממשל תאגידי" DEBATE א' 3/31, 32 (2014); אוריאל פרוקציה, "בין תספורת להרמת מסך" TheMarker 20.9.2011. <https://www.themarker.com/opinion/1.1478325> 20.9.2011. *Dodge v. Ford Motor Corp.*, 170 N.W. 668 (Mich. 1919); *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 179-180 (Del. 1986); *Berle A.A. "For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note*, 45(8) 45 Harvard Law Review 1365 (1932); Larry E. Ribstein, *Accountability and Responsibility in Corporate Governance*, 81 NOTRE DAME L. REV. 1431 (2006);

REINIER KRAAKMAN, *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW* 22-24. (3rd ed. 2017)

³⁸ ע"א 7735/14 ורדינקוב נ' אלוביץ, פס' 61 לדברי כב' השופט עמית' (פורסם בנבו, 28.12.2016); תני"ג (מחוזי מ"ר) 10466-09-12 אוסטובסקי נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ (פורסם בנבו, 9.8.2015); ת"א (מחוזי ת"א) 48067-01-11 ע.ל.א.ן מרחצאות בע"מ נ' "בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ (פורסם בנבו, 14.5.2012).

³⁹ סעיפים 59, 230 לחוק החברות.

⁴⁰ שם, סעיף 194.

⁴¹ שם, סעיף 204.

⁴² שם, סעיף 275. אכן, סעיפים 275(ג), (ד) מתייחסים גם לאישורים הנדרשים במקרה של עסקה שבה לבעל השליטה בחברת איגרות חוב יש עניין אישי, אולם עדיין האישור מסור לידי ועדת הביקורת והדירקטוריון, ולא לידי מחזיקי האג"חים עצמם.

⁴³ ADOLF BERLE & GARDINER MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* (1932); Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976); Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activists Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863 (2013); Zohar Goshen & Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 COLUM. L. REV. 767 (2017)

פרטיות) הוא ההפרדה בין בעלות לבין ניהול.⁴⁴ בעוד בעלי המניות מחזיקים בזכות השוורת לקבל את נכסי החברה, הן באמצעות דיבידנדים והן באמצעות מכירת נכסיהם לאחרים,⁴⁵ קבלת החלטות בחברה נעשית על ידי שדרת ניהול ודירקטוריון שאינם מחוייבים להחזיק במניות החברה.⁴⁶ מצב עניינים זה, יוצר חשש שנושאי המשרה ינצלו את הכוח שהושם בידם כדי להשיא את עושרם ומעמדם על חשבון בעלי המניות.⁴⁷ חשש זה מועצם בשל הבעלות המבוזרת המאפיינת חברות ציבוריות.⁴⁸ בחברות אלה, בעלי המניות המבוזרים, שכל אחד מהם מחזיק בשיעור קטן ממניות החברה מאופיינים ב"אדישות רציונלית".⁴⁹ אין ברשותם את המשאבים הנחוצים כדי לפקח על שדרת ההנהלה וממילא אין להם מוטיבציה לעשות זאת. פיקוח על ההנהלה מחייב השקעת משאבים עצומים שאינם זמינים לבעלי מניות מן היישוב וגם אלו שידם משגת להוציא סכומים אלה, לא יוציאו משום שמבחינתם האישית מדובר בפעולה ששכרה ייצא בהפסדה. חשוב להבין שהדרך היחידה שבאמצעותה יכול בעל מניות לשפר את טיב החברה היא באמצעות הצבעה באסיפה הכללית. אולם כוח ההצבעה של כל בעל מניות כל כך קטן שאין ביכולתו להשפיע באמת על מהלכה של החברה. למעשה, יכולתו של בעל מניות בודד להשפיע באמצעות הצבעתו על ניהול החברה, אינו שונה מהותית מיכולתו של אזרח להשפיע באמצעות הצבעתו לכנסת על ניהול עניני המדינה. בשני המקרים, ההשפעה זניחה, שלא לומר אפסית.⁵⁰ ההשקעה במידע, לעומת זאת, עצומה. אך אפילו יכול היה בעל מניות להשפיע על ניהול החברה באמצעות השקעה באיסוף מידע על החברה ודרך ניהולה, אין זה רציונלי מבחינתו לבצע את ההשקעה. זאת משתי סיבות: ראשית, בעל המניות היחידני המחליט לפעול יישא בעלות המלאה של המהלך ויקבל רק אחוז קטנטן מן התועלת שיניב המהלך, באשר זה יתחלק בין בעלי המניות כולם.⁵¹ כך למשל, אם שיעור אחזקותיו של בעל המניות האמור הוא אלפית מהון המניות של החברה, הרי שיזכה לקבל אלפית מן הרווח שיניבו פעולותיו, בעוד שתשע מאות תשעים ותשע אלפיות יפלו כפרי בשל לידי בעלי המניות האחרים שלא טרחו ולא השקיעו דבר. משכך, פעמים רבות הפעולה תימצא לא משתלמת מנקודת השקפתו של בעל המניות היחידני. שנית, אפילו יעלה חלקו היחסי של בעל המניות בתועלת שתצמח מן הפעולה על העלות, עדיין יעדיף כל בעל מניות שאחרים ישאו בעלות המדוברת והוא עצמו ייהנה מן התועלת שתניב הפעולה, שכן דרך פעולה זו משיאה את רווחיו. תופעה ידועה זו מכונה "בעיית הפעולה הקולקטיבית" והיא עולה במלא עוזה בעולם החברות. אין תימה, איפוא, שבחריגים מועטים, בעלי המניות היחידים נמנעים מפיקוח על ההנהלה ומעדיפים להגן על עצמם באמצעות ביזור השקעותיהם על ידי השקעה בקרנות מדד המחלקות את כספי המשקיעים בין שלל חברות המרכיבות מדד מסוים, דוגמת תל אביב 150 או

⁴⁴ BERLE & MEANS, שם, בעמ' 10.

⁴⁵ שם, בעמ' 47

⁴⁶ שם, בעמ' 69

⁴⁷ שם, עמ' 119

⁴⁸ שם, בעמ' 127

⁴⁹ Adi Libson and Gideon Parchomovsky, *Reversing the Fortunes of Active Funds*, U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 20-04 page 7 (2020).

⁵⁰ הניתוח בפסקה זו מתייחס למשקיע הפרטי היחיד, שמחזיק בנתח זעום ממניות החברה, ולכן אינו מפיק תועלת ממשית מהשתתפות בהצבעה באסיפת בעלי המניות ובשל כך מאופיין באדישות רציונלית. לא דומה הדבר למשקיעים המוסדיים אשר קנו להם שביתה בישראל תחת מטבע הלשון – "אקטיביזם מוסדי" ולא בכדי. המוסדיים מייצגים ציבור רחב של משקיעים, ואשר שיעור החזקה שלהם במניות החברה אינו זניח. לכן, מעורבות פעילה של המשקיעים המוסדיים באסיפת בעלי המניות משפרת את ההגנה על עניינם של בעלי מניות המיעוט ותורמת לרווחתם, וכפועל יוצא מכך היא משרתת את שוק ההון בכללותו; ראו גם, אסף חמדני "ריכוזיות השליטה בישראל – היבטים משפטיים" (מחקר מדיניות 78, המכון הישראלי לדמוקרטיה, (2009); משרד האוצר דו"ח הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל (ינואר 2008).

⁵¹ MANCUR OLSON, *THE LOGIC OF COLLECTIVE ACTION: PUBLIC GOODS AND THE THEORY OF GROUPS* 55 (1965).

S&P 500.⁵² במצב עניינים זה, חובת הזהירות וחובת האמונים הם המנגנונים המרכזיים המגנים על האינטרסים המרכזיים של בעלי המניות.⁵³

דא עקא, בעולם הלא מושלם של דיני החברות הגנה על קבוצת אינטרס אחת באה תמיד על חשבונה של קבוצת אינטרס אחרת. במקרה דנן, מיקוד תשומת הלב הניהולית בהשאת ערך החברה עבור בעלי המניות חושף את נושי החברה לסיכון. המתח בין מאווייהם של בעלי המניות לבין אלו של הנושים נחשב אף הוא לבעיית נציג. הפער בין האינטרסים של בעלי המניות לבין אלה של הנושים נובע מפונקציות ההשאה השונות של הקבוצות. בעוד בעלי המניות הזכאים לרווחי החברה מעדיפים התנהלות הכרוכה בנטילת סיכונים כל עוד היא מגדילה את פוטנציאל הרווחים של החברה, הנושים מעוניינים אך ורק בפירעון חובם. כתוצאה מכך, הם מתאפיינים בהעדפה מובנית להתנהלות שמרנית ומעוטת סיכונים, אשר תבטיח להם במידת האפשר את החזר חובם.

הדין הישראלי מכיל דינים שונים שמטרתם להגן על נושים. בין היתר, חוק החברות מטיל הגבלות שונות על חלוקת דיבידנד, כדי להבטיח "כרית בטחון" מספקת עבור הנושים.⁵⁴ בנוסף, מאפשר חוק החברות לבצע הרמת מסך ולחייב את בעלי המניות באופן אישי לחובותיה של החברה, בהתקיים תנאים מסוימים, או למצער, להדחות את נשייתם של בעלי מניות שהלוו כסף לחברה ולמקמם לאחר כל הנושים האחרים.⁵⁵ בנוסף מקנה הדין הישראלי לנושים מגוון עילות תביעה לבר תאגידיות נגד נושאי משרה על בסיס אישי. במסגרת זו, יכולים נושים לתבוע נושאי משרה באופן אישי מכוח דיני הנזיקין,⁵⁶ דיני החוזים⁵⁷ ודיני הקניין הרוחני.⁵⁸ דינים אלה נועדו לפרוש רשת הגנה תחת רגלי הנושים ולהבטיח במידה מסוימת את האינטרסים שלהם בפירעון חובם. דיני חלוקת דיבידנד לצורך הגנה על נושים היו קיימים עוד בעידן פקודת החברות המנדטורית. הגנת נושים במיזוג נוספה בחוק החברות. החברות בשוק למדו לפעול בכפיפות לדינים אלה ברבות השנים. חשוב להדגיש שהדינים האמורים פרטניים במהותם ותחולתם תוחמה בזהירות. עם זה, עד לאחרונה לא הכיר הדין הישראלי בחובה משפטית כללית של נושאי המשרה בחברה כלפי נושיה. עניינם של הנושים לא הוצב על שולחן מקבלי ההחלטות בחברה באופן שוטף ותמידי, אשר יש להידרש אליו בכל עת ובכל החלטה, אף לא בפרק זמן מסוים.

ואולם, מצב דברים זה השתנה בשנת התשע"ט-2019, עם כניסתו לתוקף של חוק חדלות פירעון. סעיף 288 לחוק חדלות פירעון מטיל על הדירקטורים והמנכ"ל של חברה שמצויה במציאות כלכלית של חדלות פירעון חובה לצמצם את היקף חדלות הפירעון שלה. אם יחדלו מלפעול כך, הם יישאו באחריות אישית לנזק שנגרם לנושים כתוצאה ממחדלם האמור.⁵⁹ באמצעות סעיף 288 מחייב המחוקק הישראלי, לראשונה, את מקבלי ההחלטות של החברה לבחון כל החלטה שלהם, תהא זו החלטה בדבר מכירת נכס, תשלום חוב, השקעה חדשה, התקשרות

⁵² ר' הי"ש 46 עמ' 7-10 והערות השוליים שם.

⁵³ Asaf Eckstein and Gideon Parchomovsky, *Toward a Horizontal Fiduciary Duty in Corporate Law* 104 CORNELL L. REV. 803 (2019).

⁵⁴ סעיפים 301-313 לחוק החברות. ע"א 1091/15 רזונפלד נ' Fund Limited Dolphin (פורסם בנבו, 13.7.2016); תנ"ג (מחוזי ת"א) 47621-07-16 חורב נ' בי קומיוניקיישנס בע"מ (פורסם בנבו, 18.7.2019); יוסף גרוס, דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי (מהדורה חמישית, 2018). בנוסף, החוק גם מחייב את דירקטוריון חברה מתמזגת להתייחס לכושר הפירעון של החברה בהשוואה אל כושר הפירעון של החברה הממוזגת. סעיף 315 לחוק החברות.

⁵⁵ סעיף 6 לחוק החברות; האן חדלות פירעון (מהדורה שנייה, 2018); עדו לחובסקי, דיני חברות: תורה יחידה ואשכול חברות (2014) פרק שלישי; יוסף גרוס, חוק החברות (מהד' חמישית מורחבת, 2016) פרק יז.

⁵⁶ ע"א 4612/95 מתתיהו נ' שטיל, פ"ד נא(4), 769 (1997).

⁵⁷ ע"א 3807/12 מרכז העיר אשדוד ק.א בע"מ נ' שמעון (פורסם בנבו, 22.1.2015); ד"נ 7/81 פנידר, חברה להשקעות פיתוח ובנין בע"מ נ' קסטרו (1983).

⁵⁸ ע"א 407/89 צוק אור בע"מ נ' קאר סקויריטי בע"מ מח(5) 661 (1994).

⁵⁹ הסעיף מטיל אחריות אפילו לא ידעו הדירקטורים והמנכ"ל כי החברה מצויה בחדלות פירעון, אך "היו צריכים לדעת". כך ההוראה גם באנגליה. ראו *Insolvency Act, 1986, Ch. 45, s. 214 (Eng.)*.

בהסכם שכירות, נטילת אשראי ועוד, מבעד למשקפי "הנזק לנושים". זוהי פונקציית המטרה, זוהי הפריזמה שדרכה יש להשקיף על כל החלטה המגיעה לשולחנם לדיון.⁶⁰

כניסתו לתוקף של חוק חדלות פירעון יצרה מציאות משפטית ובה שתי פונקציות מטרה, האחת של דיני החברות - המכוונת להיטיב עם בעלי המניות, והאחרת של חוק חדלות פירעון – המכוונת להיטיב עם הנושים. פונקציות מטרה אלה צריכות להנחות את מקבלי ההחלטות בחברה מכאן ואילך. אולם היחס הפנימי בין שתי פונקציות מטרה אלה לוט בערפל. כמו כן, עיתוי הישימות של פונקציית המטרה המתגוננת לטובת הנושים והיקפה אינם נהירים, לא מן ההיבט הנורמטיבי ולא מן ההיבט המציאותי. כל אלה מוסיפים מבוכה וחוסר ודאות מתסכלים, אשר תחת להדריך נושאי משרה ולכוונם לקבלת החלטות אפקטיביות ועניינית בחברה עלולים רק להקשות עוד על קבלת ההחלטות במארג התאגידי הסבוך ממילא.⁶¹ אמת, נכון הדבר, כי פונקציית המטרה של צמצום נזק לנושים נכנסת לפעולה רק משעה שהחברה "חדלת פירעון". על פניו, זוהי פונקציית מטרה שובת לב. אם החברה חדלת פירעון, קרי: אינה יכולה לעמוד בהתחייבויותיה לנושיה, כי אז מן הסתם נדחקים בעלי מניותיה לאחורי הבימה התאגידית ואל למקבלי ההחלטות להידרש לעניינם. ואולם, זוהי ראייה פשטנית ותמימה, המתעלמת הן מן האנליטיקה המשפטית-פיננסית והן מן המורכבות של המציאות העסקית. **באשר לאנליטיקה המשפטית-פיננסית**, כאמור, סעיף 288 לחוק חדלות פירעון מקים את פונקציית המטרה שלו – צמצום הנזק לנושים – משעה שהחברה "חדלת פירעון". ברם, חוק זה מגדיר "חדלות פירעון" כאחד משני מצבים כלכליים: או חדלות פירעון מאזנית, או חדלות פירעון תזרימית. חדלות פירעון מאזנית משמעה כי סך התחייבויות החברה גדול מערך סך נכסיה. חדלות פירעון תזרימית משמעה חוסר יכולת של החברה להתמודד עם עיתוי התשלומים שהיא מחויבת בהם. ברם, הקושי התזרימי בעיתוי פירעון אינו מלמד כשלעצמו כי החברה מצוה גם בגירעון הוני, או בחדלות פירעון מאזנית. כלומר: חרף הקושי התזרימי, בהחלט ייתכן כי לחברה עדיין הון עצמי חיובי וממילא לבעלי המניות עדיין קיים ערך כלכלי שיורי בחברה. זאת ועוד: אפילו בשעה שנטען כי החברה חדלת פירעון מבחינה מאזנית, טענה זו אינה בהכרח בגדר עובדה שאינה טעונה ראייה. שאלת שוויה הנקי של החברה נתון להערכות שווי, ואלה יכולות להיות מורכבות ולא בהכרח חד משמעיות.⁶² לפיכך, אפילו מזהים קברניטי החברה בזמן אמת את קשייה הפיננסיים, שאלה היא עד כמה נכון ומוצדק הוא באותה שעה מבחינתם - **בתפיסה אנליטית-נורמטיבית** – להניח מידיהם את עניינם של בעלי המניות (למצער, באופן מוחלט) ותחת זאת ליטול לידיהם את עניינם של הנושים לבדם באותה שעה. פונקציית המטרה החדשה שבסעיף 288 לחוק חדלות פירעון

⁶⁰ במקום אחר הרחיב אחד מאיתנו על הוראת סעיף 288 לחוק חדלות פירעון ועל השונות שבין פונקציית המטרה שהיא קובעת לבין פונקציית המטרה המגולמת בחובת הזהירות ובחובת האמונים של נושאי משרה לפי חוק החברות – האן, לעיל ה"ש 2, בעמ' 27-20.

⁶¹ שם, עמ' 23.

⁶² Chaim J. Fortgang & Thomas M. Mayer, *Valuation in Bankruptcy*, 32 UCLA L. REV. 1061 (1985). BDO ISRAEL "השלכות משבר הקורונה על הדיווח הכספי"

<https://www.bdo.co.il/he->

[il/%D7%A9%D7%A8%D7%A7%D7%A6%D7%A5%D7%A4%D7%A3%D7%A2%D7%A1%D7%A0%D7%99%D7%98%D7%97%D7%96%D7%95%D7%94%D7%93%D7%92%D7%91%D7%90%D7%89%D7%88%D7%87%D7%86%D7%85%D7%84%D7%83%D7%82%D7%81%D7%80%D7%79%D7%78%D7%77%D7%76%D7%75%D7%74%D7%73%D7%72%D7%71%D7%70%D7%69%D7%68%D7%67%D7%66%D7%65%D7%64%D7%63%D7%62%D7%61%D7%60%D7%59%D7%58%D7%57%D7%56%D7%55%D7%54%D7%53%D7%52%D7%51%D7%50%D7%49%D7%48%D7%47%D7%46%D7%45%D7%44%D7%43%D7%42%D7%41%D7%40%D7%39%D7%38%D7%37%D7%36%D7%35%D7%34%D7%33%D7%32%D7%31%D7%30%D7%29%D7%28%D7%27%D7%26%D7%25%D7%24%D7%23%D7%22%D7%21%D7%20%D7%19%D7%18%D7%17%D7%16%D7%15%D7%14%D7%13%D7%12%D7%11%D7%10%D7%09%D7%08%D7%07%D7%06%D7%05%D7%04%D7%03%D7%02%D7%01%D7%00](https://www.bdo.co.il/he-il/%D7%A9%D7%A8%D7%A7%D7%A6%D7%A5%D7%A4%D7%A3%D7%A2%D7%A1%D7%A0%D7%99%D7%98%D7%97%D7%96%D7%95%D7%94%D7%93%D7%92%D7%91%D7%90%D7%89%D7%88%D7%87%D7%86%D7%85%D7%84%D7%83%D7%82%D7%81%D7%80%D7%79%D7%78%D7%77%D7%76%D7%75%D7%74%D7%73%D7%72%D7%71%D7%70%D7%69%D7%68%D7%67%D7%66%D7%65%D7%64%D7%63%D7%62%D7%61%D7%60%D7%59%D7%58%D7%57%D7%56%D7%55%D7%54%D7%53%D7%52%D7%51%D7%50%D7%49%D7%48%D7%47%D7%46%D7%45%D7%44%D7%43%D7%42%D7%41%D7%40%D7%39%D7%38%D7%37%D7%36%D7%35%D7%34%D7%33%D7%32%D7%31%D7%30%D7%29%D7%28%D7%27%D7%26%D7%25%D7%24%D7%23%D7%22%D7%21%D7%20%D7%19%D7%18%D7%17%D7%16%D7%15%D7%14%D7%13%D7%12%D7%11%D7%10%D7%09%D7%08%D7%07%D7%06%D7%05%D7%04%D7%03%D7%02%D7%01%D7%00)

אבי שאולי, "חשיפה ראשונה: מעריכי השווי לצורך מחיקת אידיבי פיתוח קיבלו 800 אי ש"י" **Bizportal** (8.10.2013) <https://www.bizportal.co.il/capitalmarket/news/article/370566>

אפרת פרץ, "השווי הנכסי הנקי": לאן נעלמו 2 מיליארד שקל מהשווי של כור? **גלובס** 12.8.2013

<https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000871426>

רע"א 779/06 **קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממן** (פורסם בנבו, 28.8.2012)

רע"א 7430/17 **אופק א. אחזקות (2005) בע"מ נ' זינגר** (פורסם בנבו, 4.8.2019)

תני"ג (מחוזי מר') 22387-05-15 **שילוני נ' ויילר** (פורסם בנבו, 16.6.2019).

מעוררת קושי אנליטי נוסף: "צמצום נזק" לנושים משדר מלכתחילה התגוננות והתכנסות. הדבר מעורר אפילו שאלה בדבר התאימות שבין פונקציית מטרה זו לבין תכליתו השנייה של חוק חדלות פירעון, שהיא "השאת ערך לנושים" (סעי' 1(2) לחוק). "צמצום נזק" אינו בהכרח "השאת ערך". "צמצום נזק" מורה יותר לכיוון של שיתוק ואי מעש עסקי, מאשר להמשך ניהול ופיתוח.⁶³ דומה, כי זו פונקציית מטרה קשה ומאתגרת להנהלה ודירקטוריון של חברה, אפילו היא בקשיים, השוקלים את המשך דרכה העסקית, את האופנים שבו ניתן לייצבה ולקדמה ואלו פעולות, גם נועזות, יידרשו לשם כך.

אשר למורכבות המציאות העסקית, הקושי האמיתי והמעשי הגדול, שכל מי שהיה מעורב בניהולה של חברה או ביעוץ למנהליה ער לו היטב, הוא שבזמן אמת אין יודעים אל נכון על חדלות הפירעון של החברה.⁶⁴ כמו אירועים קשים וגדולים אחרים, כגון התפרצות מגיפה, פרוץ משבר בטחוני או מדיני וכיו"ב, עיתוי פרוץ המשבר – הדורש היערכות וסטייה מן השגרה – הוא דבר שמתברר ומתחדד, פעמים רבות, רק בדיעבד.⁶⁵ בחוכמה בדיעבד, הילכך, זיהוי **נקודת הזמן הארכימדית** שבה מקבלי ההחלטות בחברה אמורים להמיר פונקציית מטרה אחת בחברתה הוא משימה מאתגרת. קושי זה עלול להוביל לאימוץ גישה של התגוננות יתר, מוקדמת מדי ושלא לצורך של נושאי המשרה בחברה. הללו יבכרו לאמץ את פונקציית המטרה המתגוננת מוקדם ככל האפשר, כדי לחסן עצמם מפני אחריות משפטית, בגין כל ספק ולו קל, על מנת להרחיק מהם כל אחריות אישית להפרתה האפשרית.⁶⁶ ברם, מבחינת היעילות – קיים חשש כי קבלת ההחלטות בחברה לאורך זמן תימצא דווקא חסרה. בהקשר זה קיים גם ספק האם כלל שיקול הדעת העסקי שאומץ במשפטנו יסוכך על הדירקטורים מפני תביעות אפשריות בגין אחריותם לפי סעיף 288 לחוק חדלות פירעון.⁶⁷ לפיכך, החשש מפני התגוננות יתר הוא חשש ממשי.⁶⁸

2. בין נושי החברה לבין עצמם

לעיל הובהר כי בעת שגרה, פונקציית המטרה של החברה היא כאמור להשיא את שוויה עבור בעלי המניות. למול זאת, בעת שהחברה חווה קשיים כלכליים, צף ועולה גם עניינם של נושי החברה. מקבלי ההחלטות בחברה נדרשים לבחון ולשקול את השלכות החלטותיהם לעת הזו על נושי החברה. בדיון לעיל הצגנו את שונות האינטרסים, התועלות וההעדפות, של בעלי המניות מזה ושל הנושים מזה. הדיון האמור הציג את שתי קבוצות בעלי העניין הכלכלי, בעלי המניות, מזה, והנושים, מזה, כשתי קבוצות גרעיניות שכל אחת מהן עשויה לכאורה מקשה אחת. ואולם אין הדבר כן. טלו למשל חברה ציבורית. אכן, לכל בעלי המניות בחברה זכויות זהות כלפיה – זכות הצבעה פרופורציונלית וזכות פוטנציאלית להשתתף בחלוקת דיבידנד של החברה (אם וכאשר יחולק).

⁶³ וזאת, מבלי לסתור את חזקות התקינות של 288(ב) שאומנם משדרות מעש, אך לא בהכרח מעש של המשך ניהול עסקי החברה.

⁶⁴ ראו האן **חדלות פירעון**, פרק שביעי, עמ' 185-227 וכן הערות השוליים שם.

⁶⁵ מיכל מרגלית, "מתי מבצע הופך למלחמה" YNET 20.7.2014 דוק: הקריטריונים להבחנה בין מבצע למלחמה הינם קריטריונים המורכבים מכמות המשתתפים, כמות האבדות ומשך זמן המשבר. קריטריונים אשר נקבעים רק בדיעבד, בדומה לפרוץ משבר כלכלי אשר גודל עוצמתו והשפעתו מתגלים רק בדיעבד.

⁶⁶ ראו מחקר מעמיק של מדינות רבות ב-OECD, אשר אף בהן קיימת אחריות של דירקטורים בגין העמקת חדלות פירעון: Gerard McCormack, Andrew Keay, SARAH BROWN AND JUDITH DAHLGREEN, STUDY ON A NEW APPROACH TO BUSINESS FAILURE AND INSOLVENCY COMPARATIVE LEGAL ANALYSIS OF THE MEMBER STATES' RELEVANT PROVISIONS AND PRACTICES / Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2016

⁶⁷ תני"ג (מחוזי ת"א) 47621-07-16 **חורב נ' בי קומיוניקיישנס בע"מ** (פורסם בנבו, 18.7.2019); האן, אבני נגף בדיון התאגידי, לעיל ה"ש 2; אהוד קמר וקובי קסטיאל, סמכות ללא אחריות, לעיל, ה"ש 2.

⁶⁸ מענה מסוים לחשש מפני התגוננות יתר של ההנהלה עשוי להתבטא באפשרותם של בעלי מניות לתבוע בתביעה נגזרת את התנהלותה זו של ההנהלה. ראו גם לעיל, בכתב הקודם לה"ש 5.

לא כן הנושים. הנושים אינם גוף אחד, יחיד ומאוחד. "הנושים" הינו שם עצם כללי האוצר בקרבו אבות טיפוס שונים של בעלי זכות כספית כלפי החברה הנבדלים האחד מרעיו בזכויותיהם ובהעדפותיהם כלפיה. כך, למשל, ישנם נושים אשר גיבו את זכותם כלפי החברה בשעבוד על רכושה והפכו מכוח זאת לנושים מובטחים. נושים אלה נהנים מזכות פירעון מתוך הנכסים המשועבדים הקודמת לזכות הפירעון של נושים אחרים של החברה מתוך נכסים אלה. זכויות פירעון שונות אלה משנות את זווית המבט של כל אחד משני אבות הטיפוס של הנושים, המובטח מזה והלא-מובטח מזה, את רגישותם לסיכונים של החברה ואת השפעת התממשות סיכונים אלה על תוחלת הפירעון שלהם.⁶⁹ נושים מובחנים אלה מאלה לא רק בטיב זכויותיהם המשפטיות הרשמיות. יחסם לחברה החייבת, ובהתאמה נכונותם לדקדק עימה ולגלות כלפיה נוקשות באכיפת זכויותיהם כלפיה או לחלופין לגלות התחשבות בה ובקשייה, ייבדלו בהתאם לטיבם ולזהותם של הנושים. כך, למשל, ייתכן שנושים פיננסיים יבחנו את החברה באמת המידה הכספית גרידא, כלומר: יבחנו מהי הדרך ומה הן החלטות החברה ששיאו את שיעור פירעון החוב כלפיהם ובפרק זמן המקובל עליהם. לעומתם, נושים אחרים, דוגמת משכיר נכס לחברה, ספק מוצרים או שירותים לחברה, או עובדי החברה עשויים לצדד בקו ניהולי בחברה אשר מבטיח את שרידותה לאורך זמן באופן שיבטיח להם את קיומו של שוכר הנכס, לקוח המוצרים או השירותים, או המעביד המשלם את משכורתם, בהתאמה. נושים כאמור עשויים לעתים לבכר את שרידות החברה, לנוכח התועלת שיהיה בכך לעניינם הכלכלי לאורך זמן, על פני דבקות בפירעון כספי נוקשה ומהיר, אפילו פירעון כאמור הוא העדפתם של הנושים הפיננסיים. זאת ועוד, אפילו בקרב הנושים הפיננסיים ניתן לזהות העדפות שונות בדבר אופן ניהול החברה (ובפרט עת שהחברה חווה קשיים כספיים), הגם שהעדפות אלה אינן נסמכות על זכויות משפטיות רשמיות שונות של הנושים.⁷⁰

טלו, למשל, שתי סדרות של אגרות חוב, האחת העומדת לפירעון בטווח זמן קרוב והאחרת שמועד פירעונה בעוד מספר שנים. ניכר לעין כי יחסם של מחזיקי אגרות החוב משתי הסדרות האמורות אל מהלכים עסקיים שתשקול החברה לנקוט בעת היותה בקשיים כספיים עשוי להיות שונה. נניח כי החברה תבקש לממש נכס מנכסיה באופן מידי במחיר מופחת, שכן היא זקוקה לכסף מזומן לקראת מועד תשלום לסדרת האג"חים הקצרה. מחזיקי האג"ח מסדרה זו מן הסתם יתמכו במהלך כאמור של החברה, אשר ממנו הם אמורים להיבנות. ברם, ייתכן כי מחזיקי האג"חים מן הסדרה הארוכה ימחו נמרצות נגד מכירת נכס של החברה במחיר מופחת, שכן לטעמם הדבר מפחית מערכה הכללית של החברה. מחזיקי האג"חים אלה מוטרדים פחות מן המחסור במזומנים זמינים עבור החברה לשם תשלום למחזיקי האג"חים הקצרים. מבחינתם, בנקודת הזמן המתוארת, שוויה הכולל של החברה הוא העיקר. מבחינת מחזיקי האג"חים הקצרים – התשלום כלפיהם הממשמש ובא הוא העיקר.⁷¹

⁶⁹ טלו למשל מקרה שבו לנושה מובטח קיימת בטוחה אשר שוויה בשוק עולה על שווי הנשייה שלו. במקרה מסוג זה לנושה המובטח ולנושים הלא מובטחים יש אינטרסים שונים. לנושים הלא מובטחים יש אינטרס שהבטוחה תימכר בשווי הגבוה ביותר אשר ישיא את סך נשייתם, שכן ההפרש בין התמורה שעתידיה להתקבל ממימוש הבטוחה ובין חובו של נושה המובטח, עתידיה ללכת לכיסם של הנושים הלא מובטחים. לעומת זאת, לנושה המובטח אין כל תמריץ להשיא את ערך הבטוחה מעבר לנשייתו ובכך נוצרת שונות אינטרסים בין הנושים. סעיף 248 לחוק חדלות פירעון בא לפתור בעיה זו. ראו בעניין זה גם ע"א 8044/13 לוי נ' שיכון ובינוי נדל"ן **השקעות בע"מ**.

⁷⁰ לתמונה רחבה אודות ניגוד האינטרסים בין הנושים עצמם ראו: Edward J. Janger & Adam J. Levitin, *One Dollar, One Vote*: **Mark-to-Market Governance in Bankruptcy**, 104 Iowa L. Rev. 1857 (2019).
הדן בסוגיה זו <https://www.gov.il/BlobFolder/policy/insolvency/he/Insolvency.pdf>
⁷¹ Edward ; ROBERT C. RADCLIFFE, INVESTMENT: CONCEPTS, ANALYSIS AND STRATEGY 249-253 (1982)
J. Janger & Adam J. Levitin, *One Dollar, One Vote*: **Mark-to-Market Governance in Bankruptcy**, 104 Iowa L. Rev. 1857 (2019).

איתי רושקביץ, "מחזיקים בשני קצות הנייר" **גלובס** 17.8.2015
<https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001061932>

ג. סביבת הפעולה של הנהלה והדירקטוריון: כלפי בעלי מניות וכלפי הנושים

מאפיין בולט בסביבה התאגידית הוא שהחברה מתנהלת אל מול בעלי מניותיה, והם למולה, באופן אחיד וקיבוצי (קולקטיבי בלעז). ככלל, תקשורת או הידברות של החברה עם בעלי מניותיה נערכת עם כל בעלי המניות. תקשורת כאמור באה לידי ביטוי בין השאר בדיווחיה התקופתיים או המידיים של חברה לכלל בעלי מניותיה על פי דיני ניירות ערך. היזקקות לאישור של בעלי מניות לפעולה, עסקה או החלטה של החברה, היא היזקקות לדיון של כל בעלי המניות (לכולם זכות הצבעה) שהחלטה בו תתקבל בהכרעת רוב. אולם אין המדובר בקבלת אישור סלקטיבי מבעל מניות זה או אחר. בעלי המניות פועלים בחברה כגוף, כקבוצה, במסגרת המוכרת בשם "האסיפה הכללית". מהלכים ניהוליים טעונים לעתים אישור של האסיפה הכללית של החברה, אם בשל דרישת חוק החברות לאישור כאמור או בשל הוראה בתקנון החברה הדורשת זאת. אולם האישור הוא של הקבוצה, המכלול. אין החוק מכיר בצורך בקבלת אישור של בעל מניות מסוים לצורך מתן תוקף להחלטה ניהולית של החברה.⁷² מבחינה משפטית, בעל מניות מסוים – גדול או חזק ככל שיהיה – אינו רשאי ואינו מוסמך למנוע, או לחלופין להניע, החלטה של הנהלת החברה לפעול באופן מסוים. מבחינה משפטית, בעל מניות אינו מוסמך לקבל כל החלטה בינו לבין עצמו אשר תחייב את החברה. כל שבעל מניות זכאי לו הוא לדרוש מדירקטוריון החברה לזמן כינוס של האסיפה הכללית לשם דיון בעניין שיעלה לסדר היום שם.⁷³ אך שוב, הדיון וההחלטה שם יהיו של מקבץ בעלי המניות ולא של בעל המניות הבודד. בדומה, ככלל, אין בעל המניות הבודד רשאי לתבוע תביעה משפטית, בשם עצמו, לשם אילוף הנהלת החברה והדירקטוריון להחליט באופן שנראה לו או לשם מניעה וסיכול של החלטה ניהולית שאינה נראית לו.⁷⁴ החריג לכך, שאינו מעיד על הכלל, הוא תביעה שבעל המניות הבודד עשוי לתבוע בגין החלטות או פעולות של החברה העולות כדי "קיפוח" זכויותיו כבעל מניות.⁷⁵ הנהלת החברה צריכה אפוא להיות קשובה לעניינם של בעלי המניות כמכלול, אך אין היא צריכה להטריח עצמה ולשקול החלטות שהיא מחליטה מנקודת ראותו או לפי זכויותיו של בעל מניות מסוים.

יתירה מזאת: מבחינה משפטית, אפילו קבוצת בעלי המניות, כמכלול, אינה זכאית להתערב בענייניה היום-יומיים של החברה, בניהולה ובקבלת החלטות בה.⁷⁶ סמכויות קבלת החלטות בחברה וניהולה מסורים באופן בלעדי להנהלת החברה ומעליה לדירקטוריון. בעלי המניות אינם זכאים להפוך החלטות ניהוליות שהתקבלו בחברה. אין זה בסמכותם. בעלי המניות מופרדים מניהול החברה לא רק למעשה, אלא אף להלכה. כל שיש ביכולתם לעשות הוא לקבוע את זהות נושאי המשרה בחברה, ובאופן ממוקד יותר – לבחור את הדירקטורים

פרייק (מחוזי ת"א) 62206-01-12 דלק נדל"ן בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ (פורסם בנבו, 12.3.2012); ע"ד אברמי וול, "עניינים מנוגדים" גלובס 17.11.2009

<https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000514519>

פרק (ת"א) 44247-06-17 סוהו אילת השקעות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי תל-אביב (פורסם בנבו, 14.10.2018).

⁷² למעט החריגים של קבלת אישור של קבוצת משנה מיוחסת, כגון בהצבעה בהתאם לסעי' 275(א) לחוק. ואולם, גם הצבעה זו היא החלטה קבוצתית ולא החלטה אינדיווידואלית של בעל מניות ספציפי.

⁷³ סעיפים 63-69 לחוק החברות.

⁷⁴ בעל מניות יכול לבקש לתבוע את הנהלת החברה בשם החברה, אך לא בשמו האישי, בתביעה נגזרת. סעיף 194 לחוק החברות.

⁷⁵ סעיף 191 לחוק החברות. ע"א 667/76 גליקמן בע"מ נ' א. מ. ברקאי חברה להשקעות בע"מ, פ"ד לב(2) 281; ע"א 2699/92 בכר נ' ת.מ.מ. תעשיות מזון מטוסים (נתב"ג) בע"מ, פ"ד נ(1) 238, ה"פ 2113/94 צנה בע"מ נ' פולן בע"מ, דינים מחוזי כו (10), 47; ע"א 5025/13 פרט תעשיות מתכת נ' חביב (פורסם בנבו, 29.2.16).

⁷⁶ ע"א 4857/16 מנשה נ' יוויזין אייר בע"מ (פורסם בנבו, 24.4.2018); ע"א 6913/18 שקדי נ' הרודיום השקעות בע"מ (פורסם בנבו, 4.8.2020).

בחברה. ואולם, כל עוד נושאי משרה מסוימים מכהנים בתפקידם, ככלל ההחלטות הניהוליות בעניינה של החברה מסורות בלעדית בידיהם,⁷⁷ ואין הם כפופים, מבחינה משפטית, לתכתיבים מצד בעלי המניות.⁷⁸

לעומת זאת, תפקודם של הנהלת החברה והדירקטוריון מול הנושים שונה בתכלית. זוהי סביבת פעולה משפטית המתאפיינת ביחידנות (אינדיווידואליזם בלעז). רוצה לומר: כל נושה פועל לבדו, אדון בלעדי לגורל זכותו המשפטית כלפי החברה וזכאי לפעול ולאכוף את זכותו כלפיה באופן אישי. מאפיין פעולה זה מחייב (או מאלץ) את הנהלת החברה לנווט כל העת במיומנות, ברגישות ובאופן מורכב בין העדפותיהם הפרטיות של הנושים השונים. דיו לנושה אחד שיוותר בלתי מרוצה מאופן התנהלותה של החברה, מהחלטה מסוימת שהתקבלה בה, באופן שלטעמו פוגע בזכותו כלפיה, על מנת שאותו נושה יפתח פעולות תביעה, אכיפה או גבייה כלפיה. פעולות כאמור עלולות לנעוץ מקל בגלגלים העסקיים של פעילות החברה ולהאט את פעילותה עד כדי עצירתה מוחלטת. יש לעתים בכוחו של נושה בודד את מה שאין בכוחם של בעלי המניות כקבוצה: להוריד את הנהלת החברה על ברכיה ולהופכה לתלויה בו וברצונו הטוב. בעמדתו הפרטית, בהעדפותיו ובפעולותיו האישיות, נושה בודד עלול לגזור את גורל החברה לשבת.⁷⁹ וזאת יש לזכור: כפי שנדון לעיל, לחברה נושים שונים, בעלי עמדות והעדפות שונות. קיומו של כוח מסכל בידי כל אחד מנושים אלה לבדו הופך את קבלת ההחלטות בחברה למורכבת ולעתים אף לבלתי אפשרית. אכן, ייתכן שנושה מסוים יבקש לאכוף את זכותו כלפי החברה, באשר הוא רגיש לזכויותיו. כך למשל עלול נושה המובטח בשעבוד צף על נכסי החברה לבקש את מינויו של כונס נכסים לאכיפת השעבוד.⁸⁰ לחלופין, סדרת אג"ח מסוימת, שאינה שבעת רצון מן ההחלטות של הנהלת החברה לממש נכסים מסוימים של החברה לעת הזו או מסירובה של ההנהלה להיעתר לדרישתה ולחזק את הבטחונות לטובת אותה סדרה, עלולה לעמוד על זכותה לפי מסמכי האשראי ובתגובה לעמדת ההנהלה להעמיד את מלוא החוב לסדרה לפירעון מיד. הגם שצעדים אלה הם זכות המוקנה לנושה המסוים במערכת יחסיו הפרטית עם החברה החייבת, לצעד כאמור עלולה להיוודע השלכה רחבה בהרבה על עתידה של החברה, יכולתה להמשיך לנהל את עסקיה ותוחלתה הכלכלית.⁸¹ ברם, לא אלה השיקולים המדריכים את הנושה האוכף, כי אם תועלתו הפרטית.

מערך יחסים שונה נרקם בין הנושים, כמכלול, לבין החברה עת נפתח בעניינה של החברה הליך חדלות פירעון רשמי בבית המשפט. הליך חדלות פירעון מעביר את הנושים מקשר משפטי פרטי דו-צדדי בינם לבין החברה החייבת, אל מערכת משפטית רב-צדדית בין החברה לבינם ובינם לבין עצמם.⁸² בהליך חדלות פירעון נהנית החברה מהתמודדות אחת, מרוכזת ולא מפוצלת, עם כל הנושים. משנפתח הליך חדלות פירעון רשמי, אין כל נושה בן-חורין עוד לאכוף את זכותו כלפי החברה החייבת כראות עיניו. הנושה מנוע מלעשות כן מכוח "הקפאת

⁷⁷ בכפוף לחריג שצויין בה"ש 72 לעיל.

⁷⁸ בעל מניות שמתערב בהחלטות הניהוליות של החברה חושף את עצמו לאחריות לפי סעיף 106 לחוק החברות; להביא גם פסיקה על כך. ראו גם ת"א (ת"א) 2193-06 מתוק אפרים ובניו בע"מ נ' רמי אביבי (פורסם בנבו, 2.4.2013).

⁷⁹ על יכולתו של הנושה הבודד לשמוט את השטיח מתחת לרגלי החברה ראו: Andrew Keay, *Directors' Duties to Creditors*; Edward J. Janger & Adam J. Levitin, *Contractarian concerns Relating to Efficiency and Over-Protection of Creditors*, 66 Mod. L. Rev. 665 (2003); *One Dollar, One Vote: Mark-to-Market Governance in Bankruptcy*, 104 Iowa L. Rev. 1857 (2019).

⁸⁰ סעי' 164 לפקודת החברות.

⁸¹ שם, עמ' 1868.

⁸² האן *חדלות פירעון*, ראה לעיל ה"ש 3, 484-501 (מהדורה שנייה, 2018) Thomas H. Jackson & Robert E. Scott, *On the Nature of Bankruptcy: An Essay on Bankruptcy Sharing and the Creditors' Bargain*, 75 VA. L. REV. 155 (1989); Thomas H. Jackson, *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, 91 YALE L.J. 857 (1982); THOMAS H. JACKSON, *THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW* (1986).

ההליכים" שגוזרים עליו דיני חדלות הפירעון.⁸³ הקפאת ההליכים היא צו מניעה רוחבי כלפי כל הנושים.⁸⁴ הנושים כפופים משעה זו למנגנון פעולה ולמשטר משפטי חדש, שבו אכיפת זכויות כל אחד מהם או עדכון זכויותיהם כלפי החברה ייעשה במרוכז, באופן קיבוצי, תוך קבלת החלטות רובניות ובכפיפות לסמכויותיו של בית המשפט המנהל את ההליך. בתנאים כאמור עשויה החברה לנווט את החלטותיה באופן יעיל יותר, מעשי יותר, אל מול קשת ההעדפות המגוונות של נושיה השונים.

דא עקא, עדכון סביבת הפעולה המשפטית של החברה מול נושיה מתרחש אך ורק במסגרת הליכי חדלות פירעון רשמיים בבית המשפט. מחוץ למסגרת זו, ההתמודדות של החברה נותרת התמודדות פרטית עם כל נושה כשלעצמו, על המורכבות והקושי התפקודי הנובעים מכך. התמודדות זו כרוכה בקשיים רבים. הגם שמסגרת התמודדות קיבוצית מול הנושים עשויה לסייע לחברה ולגלם קבלת החלטות יעילה בה, הסביבה המשפטית הקיימת בישראל אינה מאפשרת זאת אלא במסגרת הליכים בבית המשפט. ואולם, הליכים כאלה הם בבחינת "שטר ושוברו בצידו". לפי החוק הקיים ותפיסות נלוות שהשתרשו בשוק ההון בישראל, לפתיחת הליך חדלות פירעון רשמי בבית המשפט נודעות תוצאות שהן לצנינים בעיני החברה ואף בעיני נושיה. ראשית, הליך חדלות הפירעון מחולל שינוי של מקבלי החלטות בחברה. לפי חוק חדלות פירעון, עם פתיחת ההליך הנהלת החברה והדירקטוריון נאלצים לפנות את מקומם כמקבלי החלטות המוסמכים בחברה לטובת נאמן, עו"ד או רו"ח, המתמנה על ידי בית המשפט.⁸⁵ חילופי גברי אלה, כשלעצמם, הופכים את ההיזקקות להליך בבית המשפט לחלופה שאינה נחשקת, בלשון המעטה, מצד קברניטי החברה. לא פעם אף הנושים, או למצער חלקם, אינם נלהבים מחילופי גברי כאמור, שבהם יתיישב ליד הגה החברה גורם מקצועי שזהותו אינה ידועה להם מראש ושאינו בהכרח מומחה ובעל מקצוע בקבלת החלטות ניהוליות לגביה.⁸⁶ שנית, פתיחת הליך חדלות פירעון רשמי לחברה עלול לפגוע במחזיקי אגרות החוב, בשל כך שהמסחר בשוק המשני באגרות החוב מושעה עם פתיחת הליך כאמור בבית המשפט.⁸⁷ אף זה מפיג את תועלתו של ההליך מנקודת ראותם. לבסוף, הליך רשמי של חדלות פירעון סובל מתיוג (או "יחסי ציבור") שליליים. התפיסה הרווחת בשוק היא כי הליך זה מקבע באופן תודעתי את כישלונה העסקי של החברה וחותמהו בחותם שיפוטי רשמי.⁸⁸ דבר זה עלול לעמוד לחברה לרועץ. המוניטין של החברה נפגע ובהתאם גם ערכה הכלכלי. הדבר מקשה עליה עוד יותר את ההתאוששות הכלכלית שאותה היא מבקשת בשעה זו. כל הצדדים מבקשים לברוח מ"בשורה" זו (גם אם מבחינה כלכלית היא כבר בבחינת מציאות קיימת). עולה, איפוא, כי דווקא בעת היותה של חברה בקשיים כספיים, תקופה שבה הניווט בין בעלי המניות מזה והנושים מזה, ובין הנושים השונים לבין עצמם, הוא המאתגר והקשה מכל, התנאים הסביבתיים במשפט הישראלי אינם מאירים פנים להנהלת החברה. הם לא מעודדים קבלת החלטות מושכלת ויעילה על ידה. יוער, כי המשפט האמריקני שונה בעניין זה. דיני חדלות הפירעון האמריקניים, ובפרט Chapter 11 של ה-

⁸³ סעיף 25 לחוק חדלות פירעון. להבדיל מישראל, בארה"ב עיכוב ההליכים חל מעצם הגשת הבקשה ע"י החברה לפתיחת הליך חדלות פירעון בעניינה, ללא כל צורך בצו שיפוטי מפורש בדבר. עיכוב זה מכונה בהתאמה the automatic stay. ראו Bankruptcy Code § 362(a).

⁸⁴ האן, **דיני חדלות פירעון**, ראה לעיל ה"ש 3, עמ' 236-249.

⁸⁵ אומנם, קיים חריג בסעי' 36 לחוק חדלות פירעון, שלפיו בית המשפט מוסמך למנות נושאי משרה בחברה כ"נאמן" בהליך. אולם, זהו חריג בלבד ובכל מקרה הוא מחייב מינוי נאמן חיצוני נוסף, לצד ההנהלה. חריג זה הופעל על ידי בית המשפט בעניין **אינפיבונד**, חדלת (ת"א) 37468-03-20 **אינפיבונד בע"מ נ' הממונה על הליכי חדלות פירעון ושיקום כלכלי** (פורסם בנבו, 25.3.2020) ובעניין **בגיר**, חדלת (ב"ש) 11925-04-20 **בגיר גרופ בע"מ נ' הממונה על חדלות הפירעון** (פורסם בנבו, 20.4.2020). אך ראו חדלת (ת"א) 16190-06-20 **ו.א.ס.אי וול סטריט ישראל בע"מ נ' הממונה על הליכי חדלות פירעון ושיקום כלכלי-מחוז מרכז** (פורסם בנבו, 11.6.2020).

⁸⁶ האן **דיני חדלות פירעון**, לעיל ה"ש 3, עמ' 236-238, פסקאות 8.18-8.15.

⁸⁷ ראו לעיל ה"ש 18.

⁸⁸ ראו לעיל ה"ש 20.

Bankruptcy Code הפדרלי, אינם דורשים את מינויו של נאמן חיצוני לחברה. הם מאפשרים להנהלת החברה ולדירקטוריון להוסיף ולתפקד גם במסגרת הליך ההבראה הרשמי של החברה, הגם שתחת כפיפות לסמכותו של בית המשפט לחדלות פירעון.⁸⁹ סביבה משפטית זו מרתיעה פחות משימוש מושכל ורצוני בה. בהתאמה, היא גם מוטמעת בשוק האמריקני כזירה עדכנית ואפשרית לניהול חברה תוך התמודדות קיבוצית עם כלל נושיה, כאשר התיוג השלילי שם של הליך זה חלש מן התיוג האמור בשוק הישראלי, לאור חוסר השינוי בממשל התאגידי של החברה בעת ניהולו של הליך לפי Chapter 11.

הפרקטיקה בשטח: סביבה תאגידית בהכרעת הנושים

בעשור האחרון חווה שוק ההון בישראל הסדרי חוב גדולים ומורכבים והסתגל לאתגר זה. המשקיעים המוסדיים, כמחזיקים הגדולים של אג"חים עדכנו את דפוסי ההתנהלות שלהם והתאימו אותם למציאות של חברות הנקלעות למשברים כספיים ולהסדרי חוב מולם. מן הסיבות שמנינו לעיל, המחזיקים אינם ששים בהכרח למהר ולפנות אל הליכי חדלות פירעון רשמיים בעניין אותן חברות. למצער, לא בשלבים מוקדמים יחסית של הקשיים הפיננסיים שחווה החברה. לא פעם מבכרים המחזיקים להתנהל במישרין מול החברה וקברניטיה באופן בלתי רשמי, תוך קבלת עדכונים ומידע נדרש מטעמן ובמידת הצורך גם מנהלים משא ומתן מול החברה על אפשרות לגיבוש הסדר חוב מולם. התנהלות כאמור של מחזיקי האג"חים נמשכת לא פעם אפילו בשעה שהחברה לא עמדה בתשלום כספי אחד או יותר כלפיהם.⁹⁰

השחקנים בשוק ההון לא הסתפקו במגעים ישירים המתנהלים בין החברה לבין נושיה בכלל ומחזיקי האג"חים בפרט. עם הזמן פיתחו הצדדים גם פרקטיקה חדשה ובלתי רשמית בשטח. לפי פרקטיקה זו, משעה שהחברה נקלעה לקשיים כספיים ולמחזיקי האג"חים עומדת כעיקרון זכות לאכוף את חובם כלפיה, החברה מסכמת על הסכם "שביתת נשק" זמני מול הנושים (standstill agreement).⁹¹ לפי הסכם זה, החברה מתחייבת (א) לעדכן את הנושים בעדכונים שונים כפי שמסוכם ביניהם; ו- (ב) להימנע מלנקוט פעולות מסוימות או להחליט החלטות מסוימות מבלי לעדכן בכך מראש את הנושים, או לקבל את אישורם של הנושים לכך. בכלל הפעולות שלגביהן מתחייבת החברה בהסכם ה-standstill יופיעו פעמים רבות עסקאות חריגות, מימוש נכסים, תשלום חוב לנושה מסוים, נטילת התחייבות חדשה ועוד.⁹² בגין הסכם ה-standstill צפויים הנושים למתן את גישתם באותה עת מול החברה. הנושים אינם צפויים לפעול נגד החברה, לאכוף זכויות כלפיה, להעמיד את חובה לפירעון מיד, או להגיש נגדה בקשה לפתיחת הליך חדלות פירעון. עם זה, מקובל עוד בהסכמי ה-standstill בישראל שהנושים

⁸⁹ Bankruptcy Code §§ 1101(1), 110.

⁹⁰ פרייק (מחוזי ת"א) 23117-06-16 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כונס הנכסים הזמני (פורסם בנבו, 2.9.18); פרייק (מחוזי ת"א) 42633-12-17 בנק הפועלים בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (עניין אינטרנט זהב) (פורסם בנבו, 22.4.2018); פרייק (מחוזי ת"א) 12230-04-12 דלק נדל"ן בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח' (פורסם בנבו, 31.1.2012); פרייק (מחוזי מרכז) 61098-06-15 מנהל קמעונאות בע"מ נ' אלון רבוע כחול ישראל בע"מ (פורסם בנבו, 1.7.2015). עם זה, חוק ניירות ערך, כפי שתוקן על ידי חוק חדלות פירעון, מחייב כיום נאמני אג"ח לפנות אל בית המשפט ולבקש את פתיחת הליך חדלות פירעון רשמי בעניינה של חברה אשר פיגרה ולו בתשלום אחד מול מחזיקי האג"ח שלה. ראו ס' 35 (22דב) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. לביקורת הוראה זו ראו האן, דיני חדלות פירעון, לעיל ה"ש 3, בעמ' 224-227, פסקאות 7.77-7.84.

⁹¹ על הסכמי standstill ראו למשל *Bankruptcy Reorganization* Steven L. Schwarcz, *Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach*, 85 CORNELL L. REV. 956, 968 (1999); William W. Bratton & G. Mitu Gulati, *Sovereign Debt Reform and the Best Interest of Creditors*, 57 VAND. L. REV. 1, 30 (2004); Mark J. Roe, *The Derivatives Market's Payment Wessels, Bob & Madaus, Stephan, - Priorities as Financial Crisis Accelerator*, 63 Stan. L. REV. 539, 565-566 (2011); "Business Rescue in Insolvency Law in Europe: Introducing the ELI Business Rescue Report: Business Rescue in Insolvency Law in Europe". International Insolvency Review. 27 (2018).

⁹² במקרים מסוימים עשויים הנושים להסתפק בדרישת יידועם מראש בדבר פעולות ועסקאות מסוימות של החברה בלבד ללא צורך רשמי בקבלת אישורם לכך, ובמקרים אחרים הם עשויים לדרוש את קבלת אישורם לפעולות או העסקאות המבוקשות.

אינם מתחייבים בהכרח כלפי החברה להימנע מפעולות אכיפה והם שומרים על זכויות הפעולה שלהם. כלומר, הנושים מן הסתם יגיבו בחיוב להסכם ה-standstill, אך הוא כשלעצמו אינו משמש מעצור משפטי בעדס. כך אפוא, משעה זו ואילך החברה מוסיפה להתנהל על ידי נושאי המשרה שלה, כאשר במעלה הפירמידה ההיררכית הרשמית של החברה ניצבת האסיפה הכללית של בעלי המניות. עם זה, מבחינה מעשית, כובד המשקל של קבלת ההחלטות עובר למגרשם של הנושים. הללו הופכים לגורמי השפעה משמעותיים באשר למהלכים עסקיים או החלטות כלכליות שהחברה מבקשת לקדם. השפעתם היא כאמור או בדרך של קבלת מידע מוקדם שיאפשר להם להגיב בדרך של נקיטת הליכי אכיפה נגד החברה מבעוד מועד, או בדרך של קבלת סמכות הכרעה משפטית מוחלטת (וטו) על הפעולה המבוקשת. הנושים, ובפרט מחזיקי האג"ח, מכנסים אסיפות שבהן נדון העניין המופנה אליהם. בסופו של דיון הם מצביעים האם לתמוך בפניית נושאי המשרה בחברה או להתנגד לה. זאת ועוד: לאורך הזמן נושאי המשרה נוטים להעביר כמעט כל עניין המובא להכרעתם, מהותי יותר או פחות, להכרעתם ולאישורם של נושאי המשרה. נושאי המשרה חוששים שמא כעבור זמן, אם וכאשר החברה תיקלע לבסוף להליכי חדלות פירעון רשמיים, יפנה הנאמן שימונה נגדם ויבקש לתובעם בגין החלטות שהתקבלו בחברה בעת מצוקתה הכספית. פניה לקבלת "ברכת הדרך" מן הנושים עובר לקבלת החלטה רשמית של נושאי המשרה בחברה מהווה מבחינת האחרונים מעין "תעודת ביטוח", הלכה למעשה, מפני תביעות להטלת אחריות אישית שעלולות להיות מוגשות נגדם בהמשך.

פרקטיקה עסקית זו היא חשובה מנקודת מבטם של הנושים ובהחלט עשויה להועיל להם בהגנה על זכויותיהם המשפטיות. החברה אינה עוד בת חורין לפעול על דעת נושאי המשרה בה, לפי ראות עיניהם העסקית, מבלי לשקול את עמדת הנושים בעניין. עקב הסכמי standstill, לא תהיה לחברה ברירה אלא לשמוע מפורשות את עמדת הנושים ומעשית להמתין לאישורם את המהלך או ההחלטה שברצונה לקדם. ברם, אליה וקוץ בה. מבחינה מעשית, פרקטיקה זו מקנה לנושים את זכות המילה האחרונה על מהלכים של החברה. כאמור, כוח הווטו מצוי בידיהם בשעה זו. ברצותם יאשרו החלטה שהחברה מבקשת לקדם ומהלך שהיא מבקשת לנקוט וברצותם יסכלום. ואולם, מאידך גיסא, אין כל ערובה או ודאות כי בשעה זו, שבה כוח ההכרעה עובר לידי הנושים, הם אומנם בעלי האינטרס הכלכלי השירי בחברה. כאמור, זיהוי דבר היותה של חברה חדלת פירעון הוא מן האתגרים הכלכליים המורכבים ביותר. שאלת עיתוי הפיכתה לחדלת פירעון לא כל שכן. זאת ועוד: ייתכן כי החברה חווה קשיים תזרימיים ניכרים באופן המטיל צל כבד על יכולת הפירעון התזרימית שלה. ואולם, ייתכן כי מבחינה מאזנית היא עדיין בעלת ערך כלכלי נקי חיובי. נושים שיקבלו לידיהם באותה שעה את כוח ההכרעה אומנם מגינים על זכויותיהם המשפטיות מפני הקושי התזרימי של החברה. אולם, כל עוד ערכה הכלכלי הנקי של החברה הוא חיובי נותר אינטרס כלכלי גם לבעלי המניות בחברה, והוא האינטרס השירי בה.⁹³ מתן כוח וטו בידי הנושים בנסיבות כאמור עלול לעורר אפוא בעיית נציג הפוכה (reverse agency problem), אשר בה ה-owner השירי הוא בעלי המניות, ואולם כוח ההחלטה מצוי דווקא בידי הנושים.⁹⁴ בין לבין, ניצבים

⁹³ אסף חמדני, יוסף קלמנוביץ' "הבראה ללא הקפאה: הצעה למשטר חדש להסדרי חוב באג"ח סחירות", **משפט ועסקים** כ 247, 290 (2017).

⁹⁴ הספרות המקובלת בידי החברות מתייחסת למתח שבין בעלי המניות לנושי החברה כמתח שבו בעלי המניות הם בעלי הכוח (ה-agent), הגם שבעל הזכויות הם הנושים (ה-principal). זוהר גושן, "בעיית הנציג כתצאוריה מאחדת לדיני תאגידים", **ספר זיכרון לגואלטריו פרוקציה** 239 (1997). בהתאם לכך, את הבעיה שאנו מעוררים כאן בין שתי הקבוצות האמורות אנו מכנים "בעיית נציג הפוכה". לניתוח דבר קיומה של בעיית נציג הפוכה לכל אחת משלוש בעיות הנציג המוכרות בידי החברות, ראו Asaf Eckstein & Gideon Parchomovsky, *The Agents' Problem*, 70 Duke L. Rev. (forthcoming 2021).

הדירקטורים בעמדה מורכבת: הסמכות לקצוב את כהונתם עודה מסורה לאסיפה הכללית של בעלי המניות, אולם כוח ההחלטה האולטימטיבי על יוזמותיהם העסקיות עבור החברה מצוי אצל הנושים. בנסיבות כאמור, "בעיית הנציג הפוכה" עלולה להוביל לאישור החלטות בחברה בדרך שמרנית, אולי שמרנית יתר על המידה, באופן שאינו משיא בהכרח את ערך החברה כמו שהוא משמר ערך מסוים עבור הנושים ותו לא.⁹⁵

ד. הצעה לפתרון: ייצוג בדירקטוריון לנושים

בפרקים ב' ו-ג' לעיל הצבענו על סביבת הפעולה המורכבת והמאתגרת שבה נדרשים דירקטורים של חברה המצויה בקשיים פיננסיים לפעול ולקבל החלטות. דירקטורים אלה מצויים בין החובה לפעול לטובת החברה, לשקול בין השאר את טובתם של בעלי המניות, וכן להביא לידי ביטוי את זכויותיהם והעדפותיהם של הנושים השונים של החברה. הראינו עוד, כי במבנהו המסורתי הדירקטוריון אינו ערוך בהכרח לצלוח אתגר מורכב זה באופן משכנע.

בחלק זה נציע פתרון מבני לחברות המצויות בקשיים כלכליים. הפתרון המוצע נועד לאפשר לדירקטורים בחברות כלכליות למלא את תפקידם, הקשה ממילא, ללא פחד וללא מורא. הפתרון נועד לאפשר קבלת החלטות עניינית בחברות החוות קשיים כספיים ולשפרה. כפי שהסברנו בחלקים הקודמים, מדובר במשימה סיוזיפית כמעט, משום שהנושים אינם מהווים קבוצה אחידה בעלת אינטרסים זהים. ההיפך הוא הנכון: למעשה, הדבר היחיד שמאחד את הנושים הוא נשייתם כלפי החברה. פרט לכך, לתתי הקטגוריה המכונה "נושים" ישנם אינטרסים שונים ומגוונים, אפילו אם הבסיס לנשייתם זהה. עוד הובהר לעיל, כי מרגע היקלעותה של חברה לקשיים כלכליים אמורים הדירקטורים להביא בחשבון גם את אינטרס הנושים, אולם לא בהכרח באופן בלעדי. החובה לשקול את עניינם של הנושים לפי סעיף 288 לחוק חדלות פירעון נדרשת להתמודד באופן מתמיד עם חובת הדירקטורים להשיא את ערך החברה (ואף להתייחס, גם לעניינם של בעלי המניות בה).

קל להזדהות עם מצוקתם של דירקטורים הנדרשים לתכלל את שלל האינטרסים האמורים. כפי שהסברנו, המחוקק היה מודע לאתגר הקשה שהחוק מטיל על דירקטורים. כדי להקל עליהם ולו במעט, כונן עבורם חוף מבטחים, בקובעו שדירקטורים יכולים להסתייע ביועצים חיצוניים המומחים לתחום חדלות הפירעון והבראת חברות בקשיים, וכי אם יעשו כן ייהנו מחזקת תקינות שתגן עליהם מפני אחריות משפטית כלפי הנושים.⁹⁶ ההסתייעות ביועץ חיצוני עשויה אפוא לסייע לדירקטורים להיפטר מאחריות אישית ולחסנם מפני תביעות נושים. אכן, הכנסת יועצים מומחים בסוד העניינים נועדה לשפר את דיוני הדירקטוריון ולשפר את קבלת ההחלטות במסגרתו. אולם, אין היא נותנת בהכרח מענה מהותי לבעיית היסוד בה מבקש לטפל החוק: **ניהול** חברות בקשיים כלכליים וקבלת החלטות במשך תקופה זו. היועצים עדיין אינם חלק מובנה ממקבלי ההחלטות בחברה. מבלי לגרוע מחשיבות ההיוועצות במומחים מקצועיים לחברות במשברים, עדיין קיים צורך להתאים את קבלת ההחלטות בחברה לאתגר המורכב של ריבוי בעלי האינטרס הנוגעים בדבר אשר הובהר לעיל.

לנוכח הבעיות השונות שהצגנו לעיל ביכולת קבלת ההחלטות בדירקטוריון של חברה המצויה בקשיים פיננסיים, אנו מציעים לאפשר לנושים גישה ישירה לקבלת ההחלטות בחברה באמצעות מינוי דירקטור אחד או יותר מטעמם לדירקטוריון החברה. נציגות בדירקטוריון תאפשר לנושים להשמיע את קולם בישיבות הדירקטוריון

⁹⁵ מאליו יובן, כי גיוון האינטרסים בין הנושים לבין עצמם, שנסקר לעיל, מסבך את יכולת קבלת ההחלטות בנסיבות אלה עוד יותר. על ניגוד העניינים בין נושים לבין עצמם ראו לעיל פרק ב(2).
⁹⁶ סעיף 288(ב)(1) לחוק חדלות פירעון.

ולנסות להשפיע באופן ישיר על מהלכי החברה, במסגרת האמונה על קבלת ההחלטות בחברה והנושאת באחריות להחלטות אלה.⁹⁷ מינוי נציגות שתיבחר על ידי הנושים לדירקטוריון יאפשר לנושים לבטא בצורה ברורה ואחראית את העדפותיהם ולשלבן בשיקולי החברה ובהחלטותיה. מינוי כאמור של דירקטורים מטעם הנושים יאזן גם את פערי המידע שבין החברה לבינים.⁹⁸ המדובר בנציגים מטעם הנושים המסבים אל שולחן קבלת ההחלטות של החברה כשהם מודעים לצרכי הנושים ולהעדפותיהם ומבטאים אותם בזמן אמת. נציג הנושים, מעצם השתתפותו בישיבות הדירקטוריון, יוכל לשכנע את חבריו וחברותיו לדירקטוריון בצדקת עמדת הנושים וראייתם את ההחלטות אשר נדרש לקבל או להימנע מלקבל, לפי העניין, בחברה בשעה זו. ודוק: הצעתנו היא לשלב דירקטורים מטעם הנושים הלא מובטחים בדירקטוריון החברה. עם זה, איננו מציעים למנות דירקטור מטעם כל תת קבוצת אינטרסים שבקרב הנושים הלא מובטחים. אכן, לעיל הצבענו על כך שגם נושים אלה אינם עשויים מקשה אחת וכי עשויות להיות להם העדפות מסוימות שונות.⁹⁹ ברם, לטעמנו, הצעה למינוי דירקטור מטעם כל תת קבוצת אינטרסים של נושים עלולה להפוך להצעה לא מעשית, אשר לא די שלא תשפר את הממשל התאגידי אלא אף עלולה לפגום בו ולשמש מתכון לשיתוק חלילה של הדירקטוריון. לפיכך, אנו מציעים כי ימונו דירקטורים אשר ייבחרו על ידי כל הנושים הלא מובטחים יחדיו. נימוקינו לכך הם אלה: ראשית, ריבוי יתר על המידה של אינטרסים המיוצגים ליד שולחן קבלת החלטות משותף אינו משביח את קבלת ההחלטה אלא מכרסם בו. שנית, ענייננו בדירקטוריון החברה ולא בהנהלתה. להבדיל מן ההנהלה, דירקטוריון בוחן את החברה באופן אסטרטגי, מגובה רב, ומפקח על תפקוד הנהלתה.¹⁰⁰ אין הוא צריך לרדת לרזולוציות יתר. לפיכך, אף בעניין הפער שבין הנושים ובעלי המניות, לא יהא זה נכון כי הרכב הדירקטוריון ישקף רזולוציית יתר שעניינה כבר פרטים קונקרטיים. הפרספקטיבה הכללית של הנושים – כן; פרספקטיבה ייחודית של נושה זה או אחר, לפי ייחודו – זיה להנהלה כי תעסוק בכך, בהתאם למדיניות הדירקטוריון והנחייתו. שלישית, בכל העולם, בהליכי חדלות פירעון המתנהלים בבית המשפט – ואשר בהם ברי כי לזכויות הנושים הבכורה - מתמנה נאמן אחד, האמון על זכויות כל הנושים, ללא פיצול והבחנה בין נאמן לזכויות נושים מסוג x ונאמן אחר לזכויות נושים מסוג y. כלומר, הגם שקיימים הבדלים מסוימים בין האינטרסים של נושים לא מובטחים, הנה בתפקוד הנהגולי להגנת זכויותיהם, לא מצא המשפט לפצל בין קבוצות הנושים. דברים אלה יפים מקל וחומר בענייננו. לבסוף ובהמשך לנימוק הקודם, שונות האינטרסים בין נושים לא מובטחים תוכל לבוא לידי ביטוי קונקרטי

⁹⁷ בהקשר אחר, נהוג בארה"ב להתנות ולמנות **דירקטור מטעם בעלי מניות בכורה** כל עוד החברה מפגרת בתשלום דיבידנד הבכורה כלפיהם. ר' <https://www.goldmansachs.com/investor-relations/creditor-information/series-k.pdf>.

; Ben Walther, *The Peril and Promise of Preferred Stock*, 39 DEL. J. CORP. L. 161 (2014); Richard M. Buxbaum, *Preferred Stock--Law and Draftsmanship*, 42 CALIF. L. REV. 243 (1954); Harvey R. Miller, *Corporate Governance in Chapter 11: The Fiduciary Relationship between Directors and Stockholders of Solvent and Insolvent Corporations*, 23 Seton HALL L. REV. 1467 (1993).
ראו עוד למשל הנפקה של מניות מסדרת K של גולדמן זקס עמ' 21:

Whenever dividends on any shares of Series K Preferred Stock **shall have not been declared and paid for the equivalent of six or more dividend payments**, whether or not for consecutive dividend periods (a "Nonpayment"), the holders of such shares, voting together as a class with holders of any and all other series of voting preferred stock (as defined below) then outstanding, **will be entitled to vote for the election of a total of two additional members of our board of directors** (the "Preferred Stock Directors"),

עמ' 21 במסמך ההנפקה. <https://www.goldmansachs.com/investor-relations/creditor-information/series-k.pdf>.
⁹⁸ על פערי מידע בין חברה לנושיה ר' <https://www.goldmansachs.com/investor-relations/creditor-information/series-k.pdf>.

Frederick Tung, *Limited Liability and Creditors' Rights: The Limits of Risk Shifting to Creditors*, 34 GA. L. REV. 547 Remus (2000); Simone M. Sepe, *Directors' Duty to Creditors and the Debt Contract*, 1 J. Bus. & TECH. L. 553 (2007); D. Valsan & Moin A. Yahya, *Shareholders, Creditors, and Directors' Fiduciary Duties: A Law and Finance Approach*, 2 VA. L. & Bus. REV. 1 (2007).

⁹⁹ ראו לעיל, חלק ב.2.
¹⁰⁰ סעי' 92(א) לחוק החברות.

בהצבעות באסיפות סוג של נושים על תכנית והסדר המוצעים לנושים ומטפלים בזכויותיהם.¹⁰¹ כלומר, ההגנה הייחודית על כל אינטרס נושים מגיעה בעיקר בסוף הדרך, ובנקודה האולטימטיבית מבחינת הנושים – הקצאת הזכויות לנושים ואופן הפירעון אליהם מצד החברה. או אז, אכן עשוי להינתן ביטוי לשונות בין האינטרסים של נושים לא מובטחים כאלה ואחרים. אך זאת בסוף הדרך, לא במהלך ניהול החברה (או הליך הבראה בהמשך). במהלך הניהול, כאמור, פיצול יתר יפגום יותר משיועיל.

מתן ייצוג לנושים בדירקטוריון יאפשר שכנוע ענייני גם בכיוון השני. דירקטוריונים מחויבים לשקול אפשרויות פעולה ולקבל החלטות באופן פתוח, מקצועי, עסקי וענייני. כפי שדירקטורים מטעם הנושים יוכלו להשפיע על חבריהם לדירקטוריון, גם האחרונים יוכלו להשפיע, במסגרת תהליך קבלת ההחלטות, על הדירקטורים מטעם הנושים ולהביאם להכרה באינטרסים לגיטימיים של החברה ובעלי מניותיה. למצער, השתתפות דירקטורים מטעם הנושים בהחלטות הדירקטוריון, כחלק בלתי נפרד ממנו, תפוגג במידה רבה את חשדנות הנושים כלפי אופי הדיון וההחלטות המתקבלות בדירקטוריון.¹⁰² מובן, כי חשדנות כאמור עלולה במצבים רבים להביא את הנושים לנקוט כלפי החברה צעדים של אכיפת זכויות ואף ליזום הליכי חדלות פירעון רשמיים בעניינה בטרם עת. ודוק: כפי שיובהר עוד להלן, נציג הנושים ישמש דירקטור לכל דבר ועניין – הן מבחינת זכויותיו והן מבחינת חובותיו בדירקטוריון. כמו יתר הדירקטורים, הוא יהיה כפוף לחובת הזהירות וחובת האמונים החלות על דירקטורים בהתאם להוראות חוק החברות. חובותיו אלה יהיו כמובן כלפי החברה בכללותה, ולא רק כלפי הנושים שתמכו במינוי לדירקטוריון. נוסף, למען הסר ספק, שהאחריות תחול עליו בנוגע לכל מעשה או מחדל שעליו אחראי הדירקטוריון ולא רק ביחס לאלה הנוגעים בנושים.¹⁰³ להלן יפורטו פרטי הצעתנו.

היוזמה למינוי דירקטור מטעם הנושים: לפי המתווה המוצע על ידינו, בין הנושים ובין החברה יהיו זכאים ליזום את שילובו של דירקטור מטעם הנושים בדירקטוריון של חברה בקשיים. על פניו, אינטרס הנושים בשילוב נציג מטעמם בדירקטוריון חברה נראה מובן. בכך יישמע קולם ויבואו לידי ביטוי העדפותיהם בלב קבלת ההחלטות בחברה, בזמן אמת.¹⁰⁴ עם זה, מבחינה מעשית, אנו צופים כי לא תמיד יחפצו הנושים בייצוג כאמור בדירקטוריון. לעתים, הנושים יעדיפו שלא לקבל ייצוג מטעמם בדירקטוריון, על מנת שהם יוכלו להימנע מלחשוף את הדירקטורים מטעמם לאחריות אישית ולחוש חופשיים יותר לתבוע את הדירקטורים המכהנים (מטעם בעלי המניות) באופן אישי לאחר מעשה. אנו מציעים שהזכות לבחור דירקטור תוקצה לנושים הלא מובטחים בלבד. להבדיל מאלה, הנושים המובטחים זכו בכינויים זה לא בכדי. חובות החברה כלפי הנושים

¹⁰¹ סעי' 84 לחוק חדלות פירעון; האן, **חדלות פירעון**, לעיל ה"ש 3, פסקאות 23.53-23.69, 23.72-23.74.
¹⁰² Terry A. O'Neill, *Self-Interest and Concern for Others in the Owner-Managed Firm: A Suggested Approach to Dissolution and Fiduciary Obligation in Close Corporations*, 22 Seton HALL L. REV. 646 (1992).
¹⁰³ במובן זה, הצעתנו שונה מן הפרקטיקה שהפעילו בתי המשפט מדי פעם למנות משקיף לדירקטוריון של חברה משהוגשה נגדה לבית המשפט בקשה לפתיחת הליך הבראה בעניינה. ראו למשל פרי"ק (מחוזי ת"א) 13-04-36681 **הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ ואח' נ' אי די בי חברה לפתוח בע"מ ואח** (פורסם בנבו, 30.4.2013); פרי"ק (מחוזי ת"א) 42633-12-17 **חברת יורוקום תקשורת בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי** (פורסם בנבו, 25.12.2017). הצעתנו שונה מפונקציית המשקיף האמורה בשלושה אלה: (א) המשקיף ממונה רק לאחר הגשת בקשה לבית המשפט לפתיחת הליך חדלות פירעון לחברה, בעוד הצעתנו מתייחסת לפרק זמן מוקדם יותר בחייה של החברה; (ב) המשקיף ממונה על ידי בית המשפט, בניגוד להצעתנו המותירה את מינוי הדירקטור לצדדים; (ג) המשקיף אינו מקבל סמכויות (ואחריות) של דירקטור, ובכלל זה סמכות קבלת החלטות בחברה, אלא סמכויות דיווח בלבד. לעומת זאת, הצעתנו היא להסמיך את הדירקטור מטעם הנושים כדירקטור לכל דבר ועניין. ראו בעניין זה גם בפרק ה' להלן.
¹⁰⁴ לטעמנו, מינוי דירקטורים מטעם הנושים אינו צפוי לחשוף את הנושים לאחריות לפי סעיף 106 לחוק החברות. ראו בעניין זה את אנלוגיית קרנות הגידור. בשוק ההון נוצרה פרקטיקה במסגרתה קרנות גידור ממנות נציג בדירקטוריון, אולם אין בכך משום הפרה של סעיף 106 לחוק. ראו לאון אנידג'ר, "אקטיביזם של בעלי מניות: דיון תאורטי והשוואתי" **מחקרי משפט** ל (2015); Assaf Hamdani & Sharon Hannes, *Institutional Investors, Activist Funds and Ownership Structure* (June 2020), <http://www7.tau.ac.il/blogs/law/wp-content/uploads/2020/04/Institutional-Investors.pdf>; רחלי בינדמן, קרנות הגידור נשוכות, המוסדיים מזיזים דח"צים: האקטיביזם של בעלי המניות בישראל **כלכליסט** 21.1.2018.

המובטחים נמצאים בסיכון אי פירעון נמוך בהרבה מחובותיה הלא מובטחים. בידי הנושים המובטחים אמצעי אכיפת זכויות ישירים על הנכסים המשועבדים להם, אשר מכוחם מוגנות זכויותיהם טוב יותר.¹⁰⁵ לכן, לשיטתנו, נכון שלא להכלילם במניין הנושים שימנו דירקטור.

מנגד, על מנת שלא להפוך את הדרישה למינוי דירקטור כחבר, או אמצעי לחץ, אינדיווידואלית שכל נושה לבדו יוכל באמצעותה להלך אימים על החברה לשם קידום זכויותיו הפרטיות, אנו מציעים כי דרישה למינוי דירקטור מטעםם תוכל לעלות רק מצד שלושה נושים (לא מובטחים) או יותר.¹⁰⁶ אם החברה תתנגד לדרישה זו של הנושים, תיווצר "חזקת חדלות פירעון" נגדה, אשר תזכה כל נושה, לבדו, להגיש נגדה בקשה לפתיחת הליך חדלות פירעון בבית המשפט.¹⁰⁷ אם החברה תיענה לדרישה, תכונס אסיפת נושים, בהתאם לרישומי הנושים בחברה, והדירקטור ייבחר בהצבעה רובנית, כאשר כוח ההצבעה של כל נושה יחושב לפי סכום נשייתו. הגם שבהחלט תיתכנה נקודות השקפה שונות בקרב הנושים הלא מובטחים, נקודה שעליה עמדנו בפרק ב', בסופו של דבר הם מאוחדים ברצונם שהחברה תתנהל באופן אחראי שיבטיח ככל האפשר את שימור ערכה ויכולת הפירעון כלפיהם. לפיכך, הם יוכלו להצביע יחדיו בעניין זה.

מן העבר השני של המתרס, גם החברה עצמה תהיה זכאית ליזום מינוי של דירקטור מטעם הנושים. חברות בקשיים עשויות לבקש למנות נציגי נושים לדירקטוריון מטעמים אחדים: ראשית, מינוי כאמור יסייע לדירקטורים המכהנים לעמוד בחובות המוטלות עליהם מכוח הדין, ובפרט זו הקבועה בסעיף 288 לחוק חדלות פירעון. שנית, דירקטוריוני חברות יכולים להחליט שהוספת דירקטור מטעם הנושים עולה בקנה אחד עם טובת החברה, בכך שהיא מאפשרת את השמעת קולם במסגרת קבלת ההחלטות של חברה בקשיים. כדי לתמרץ דירקטוריונים של חברות לנקוט במהלך של שילוב נציגי נושים, אנו מציעים ליצור חוץ מבטחים חדש עבור דירקטוריונים שיבחרו לעשות כן. הדרך המיטיבית והפשוטה ביותר לעשות זאת, היא באמצעות תוספת לסעיף 288 בדבר חזקת תקינות לחברי דירקטוריון אשר יזמו מינוי של דירקטור מטעם הנושים או שנענו לדרישה כאמור שדרשו הנושים ושיתפו עימם פעולה לקידום מינוי כאמור. ברור לנו, כי החברה אינה יכולה לכפות, באופן נחרץ, מינוי כאמור על הנושים בניגוד לדעתם. לפיכך, ולשם יצירת איזון, אנו מציעים ליתן בידי הנושים את הכוח להתנגד, בהצבעה, ליוזמת החברה האמורה. עם זה, משביקשה החברה לשלב דירקטור מטעם הנושים, לשם ביטוי קולקטיבי של העדפותיהם, והללו התנגדו לכך – יינתן משקל ליוזמה האמורה של החברה בכל מהלך אכיפה אינדיווידואלי של נושה לא מובטח מכאן ולהבא.¹⁰⁸ הטעם לכך הוא שכשם שבעלי המניות ומקבלי

¹⁰⁵ ר' סעיף 245 לחוק חדלות פירעון אשר עוסק בנושים בעלי זכויות פירעון מיוחדות באופן כללי (לגבי תאגיד בהפעלה ר' סעיף 61 לחוק) וקובע כי בית המשפט יאשר את מימוש הנכס המשועבד בשעבוד קבוע אם אין אפשרות להבטיח הגנה הולמת לנושה המובטח. עוד ר' סעיף 61(א)(1)(ב) לחוק חדלות פירעון אשר עוסק במקרה של תאגיד בהפעלה וקובע כי נאמן רשאי במהלך עסקים רגיל של תאגיד בהפעלה לעשות שימוש בנכס משועבד בשעבוד קבוע/שעבוד צף/ אלא אם כן הוכח לבית המשפט שלא תהיה הגנה הולמת לנושה המובטח. ר' דוד האן, "הגנה הולמת לחובות מובטחים בהבראת חברות" משפטים לב 217 (2002).

¹⁰⁶ ראיית שלושה נושים או יותר, המבקשים בקשה לעומתית לחברה, כמבטאים עניין קולקטיבי משותף לנושים מקובלת גם בהקשרים נוספים – ראו למשל את הזכאות של שלושה נושים או יותר להגיש בקשה לעומתית לפתיחת הליכי Bankruptcy בארה"ב. Bankruptcy Code § 303. יוער, כי לעניין זה, כל סדרת אג"ח תיחשב לעניין זה (להבדיל מלעניין הצבעות באסיפות נושים) כנושה נפרד.

¹⁰⁷ כיום, קובע חוק חדלות פירעון "חזקת חדלות פירעון" בנסיבות אחרות. סעי' 10 לחוק האמור קובע חזקת חדלות פירעון שמקילה ראייתית על נושה להגיש בקשה לבית המשפט לפתיחת הליך חדלות פירעון נגד חברה. חזקה זו מתעוררת אם החוב של הנושה אינו שנוי במחלוקת בתום-לב, הגיע מועד קיומו, הנושה דרש בכתב את תשלומו מן החברה וזו לא נענתה לדרישה זו לשביעות רצונו של הנושה בתוך 30 ימים. הצעתנו ברשימה זו אינה מתייחסת לחזקה הקבועה בסעי' 10 לחוק ואינה באה לגרוע ממנה.

¹⁰⁸ ראו על כך להלן, חלק ג'.

ההחלטות בחברה צריכים להתחשב במאוויי הנושים ולהגן עליהם, ראוי שגם הנושים יתחשבו במצוקת החברה ובעלי האינטרסים בה ולא יגררו אותה אל עברי פי פחת מתוך ראייה צרה ודווקנית.

מספר הדירקטורים שימונו מטעם הנושים: הצעתנו היא לאפשר לחברות למנות דירקטור אחד או יותר מטעם הנושים לפי ראות עיניהן. מנגד, אם הנושים יוזמים מינוי דירקטורים מטעמם, אנו מציעים שהם יוכלו למנות דירקטור אחד מטעמם לדירקטוריונים שמספר חבריהם מונה שלושה עד תשעה חברים, ושני דירקטורים לדירקטוריונים שמספר המכהנים בהם הוא עשרה או יותר. כמובן שיקומו ספקנים ויגידו שאין די במינוי דירקטור אחד של הנושים לדירקטוריון, כדי להשפיע על דרכה של החברה. לדעתנו, ביקורת זו חוטאת להצעה. ראשית, יש לזכור שבחברות מדווחות קיימת חובה למנות שני דירקטורים חיצוניים. הללו אמורים להיות פתוחים יותר לשכנוע מצד דירקטור מטעם הנושים. שנית, להלן נציע כי כל דירקטור מטעם הנושים יכהן, כמו דירקטורים חיצוניים, בוועדות הביקורת והתגמול של הדירקטוריון. בכך עולה אפוא משקלו הסגולי בקבלת ההחלטות. שלישית, וחשוב מכך, המטרה של הצעתנו אינה להעמיד בהכרח את אינטרס הנושים מעל לאינטרסים של בעלי המניות או לדחוק הצידה לחלוטין את עניינם של בעלי המניות. מטרתנו היא לייצר מנגנון קבלת החלטות מאוזן, המתחשב באינטרסים הלגיטימיים לעת הזו של שתי הקבוצות, בעלי המניות והנושים, במשולב. ההצעה נועדה כאמור לאפשר לחברות בקשיים להתנהל ולהתקיים, ללא חשש תמידי שנושה בודד כזה או אחר יקיץ את הקץ על החברה או יאלצה לפעול לפי רצונו, או שתיגרר להליכים משפטיים יקרים וארוכים. לבסוף, ונקודה זו קשורה לקודמתה, אין אנו מבקשים להפוך את הדירקטוריון לזירה לעומתית בה מתגוששים דירקטורים בעלי אינטרסים מנוגדים. כפי שיובהר עוד להלן, הדירקטור המייצג את הנושים יישא באותן חובות בדיוק כמו שאר הדירקטורים. בראש ובראשונה תחול עליו החובה להפעיל שיקול דעת עצמאי בקדמו את טובת החברה. משמעות הדברים הינה, שהדירקטור מטעם הנושים יצטרך להביא בחשבון את טובתם של כל בעלי האינטרסים בחברה, הן בעלי המניות והן הנושים. בהתאמה, כל הדירקטורים אמורים לחתור כאחד להגשמת אותן מטרות משפטיות. מתן הייצוג לנושים אמור לאפשר להם להביא את שיקוליהם לידי ביטוי באופן מעשי אל שולחן קבלת ההחלטות בחברה, להפיג את חששם מפני התעלמות מהעדפותיהם ולשכך את האווירה הלעומתית שבינם לחברה. ועדיין, יש לזכור כי כאשר מדובר בחברות בקשיים, המטרה אינה להעביר את ניהול החברה באופן בלעדי לידי הנושים, אלא להבטיח את התנהלותה האחראית, תוך שילוב הולם של אינטרס הנושים במארג האינטרסים שישקללו מקבלי ההחלטות. זו גם תכלית הצעתנו. העברה מוחלטת של סמכויות ניהול החברה לידי הנושים תחטא למטרה.

משך הכהונה: אנו סבורים שהמינוי צריך להיות לתקופה של עד שנה אחת, או עד להגעת הצדדים להסדר אשר מסיר את עננת החובות מעל ראשה של החברה, עם אפשרות להארכה בהסכמת הצדדים. מבחינה עיונית צרופה, ראוי שמינוי נציג הנושים יעמוד בעינו כל עוד החברה מתמודדת עם קשיים כלכליים וייתר משיחלפו הקשיים. אולם, אין אפשרות לדעת מראש כמה זמן תארך התקופה האמורה ומחלוקות רבות צפויות להינטש לאורך ציר הזמן בדבר השאלה האם החברה נחלצה כבר מקשייה או לא. מחלוקות אלה, על שלל היועצים שיעצו לכל צד במחלוקת, צפויות להשית עלויות ניכרות על החברה, על בעלי מניותיה ועל נושיה, להשהות את חזרת החברה לממשל תאגידי של ימות שגרה ולסבך את החברה בהתדיינויות משפטיות מרובות. נמצאנו למדים שבמקרה זה, העלויות הכרוכות בהתליית כהונת הדירקטור בהמשך המצוקה הכלכלית גבוהות בהרבה מן התועלת האפשרית

העשויה לצמוח מהתלייה כאמור.¹⁰⁹ אשר על כן, מוטב לדעתנו להגביל את משך המינוי לתקופה כאמור ואם הקשיים הכלכליים יימשכו מעבר לתקופה שנקצבה, הרי שהמינוי יתחדש לתקופה קצובה נוספת עד שהחברה תצליח לצאת מן הקשיים אליהם נקלעה (בתרחיש האופטימי) או שתוכרז חדלת פירעון בהליך רשמי וייעודי (בתרחיש הפסימי).

כוח הצבעתו של דירקטור מטעם הנושים: לפי הצעתנו, לא יוקנה לדירקטור מטעם הנושים כוח הצבעה חוסם (וטו) בדירקטוריון. הצבעת הדירקטור תהיה כפופה להכרעת הרוב בדירקטוריון. ישאל אפוא השואל: "אם כן מה תועלת יש בשילובו בדירקטוריון? הלא בהגדרה הוא יהיה דירקטור המצוי במיעוט". תשובתנו לכך היא משולשת. ראשית, כפי שאנו מבהירים לאורך מאמר זה, הצעתנו היא לייצר דירקטוריון משולב, שבו באים לידי ביטוי עמדותיהם של בעלי המניות מזה והנושים מזה, אך המקבל החלטות בסופו של דבר באופן ענייני לטובת החברה. לפיכך, אין לייצר כוח וטו משפטי לאף תת-קבוצה של דירקטורים בקרב הדירקטוריון ואין לייחס לאף גורם כזה או אחר בדירקטוריון עמדת רוב או מיעוט א-פריורית.¹¹⁰ שנית, מתן כוח וטו לדירקטור מטעם הנושים אינו מתיישב עם גישתנו שלהלן, אשר לפיה נכון וראוי לקבוע אחריות משפטית יחד ולחוד של כל הדירקטורים, מבלי לבדל בין דירקטור שמונה מטעם בעלי המניות לבין דירקטור שמונה מטעם הנושים. מאליו מובן, כי מתן כוח וטו רשמי בדירקטוריון לדירקטור כזה או אחר אינו מתיישב ואינו עולה בקנה אחד עם הטלת אחריות משותפת על הדירקטורים. שלישית, כאמור, משקלו הסגולי של דירקטור מטעם הנושים יבוא לידי ביטוי בכל זאת באופן משמעותי בקרב הדירקטוריון, דרך ועדותיו. לשם כך אנו מציעים עוד כי כל דירקטור שמונה מטעם הנושים יכהן כחבר בוועדת הביקורת וועדת התגמול של הדירקטוריון, יחד עם הדח"צים והדב"טים.

אופי אחריותו של הדירקטור מטעם הנושים: לפי הצעתנו, כל הדירקטורים שיכהנו בדירקטוריון, הן אלה שמונו על ידי בעלי המניות (ובכללם אף הדירקטורים החיצוניים והדירקטורים הבלתי תלויים) והן אלה שמונו על ידי הנושים, יפעלו לפי המבחן המשפטי של קידום טובת החברה ויישאו באחריות משפטית משותפת לפעולות הדירקטוריון, החלטותיו או מחדליו, יחד ולחוד.¹¹¹ אין להפריד בין אחריותם של דירקטורים שמונו מטעם בעלי המניות לבין אחריותם של דירקטורים שמונו על ידי הנושים.¹¹² ישאל השואל: אם חובת כל אחד מן הדירקטורים היא לפעול לטובת החברה ולא לטובת הנושים שמינוהו לבדם, בין אם הוא מונה על ידי בעלי המניות ובין אם מונה מטעם הנושים, מה הרבותא או הנפקות שבהצעתנו למינוי דירקטור מטעם הנושים? תשובתנו היא, כי קיים בכל זאת הפרש מסוים בין החובה המשפטית הנוקשה ובין הממד הרך, של מציאות

¹⁰⁹ השו: Gideon Parchomovsky & Alex Stein, *Catalogs*, 115 COLUM. L. REV. 165 (2015); Louis Kaplow, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, 42 DUKE L.J. 557 (1992); Duncan Kennedy, *Form and Substance in Private Law Adjudication*, 89 Harv. L. Rev. 1685, 1685-87 (1976); Pierre Schlag, *Rules and Standards*, 33 UCLA L. Rev. 379, 379-81 (1985); Colin S. Diver, *The Optimal Precision of Administrative Rules*, 93 Yale L.J. 65, 67-71 (1983); Douglas G. Baird & Robert Weisberg, *Rules, Standards, and the Battle of the Forms: A Reassessment of § 2-207*, 68 Va. L. Rev. 1217, 1221 (1982).

¹¹⁰ Robert Gertner & David Scharfstein. "A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law." *The Journal of Finance*, vol. 46, no. 4, 1991, pp. 1189-1222.

¹¹¹ לנוכח הצעתנו כי כל הדירקטורים יישאו באחריות יחד ולחוד, נכון יהיה גם לעגן את כללי הדיווח והגילוי לנושים באופן מסודר מטעם הדירקטוריון כולו, וזאת מבלי לגרוע מן הצורך לקבוע בדיני ניירות ערך דרישות גילוי מהותיות החשובות למחזיקי אג"ח. ראו בעניין גילוי כאמור: רשות ניירות ערך, החלטה בתחום תאגידים מס' 2009-6 – חובות דיווח של חברות בקשיים (פירוק, כינוס, הקפאת הליכים) על פי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 מיום (http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_4476.pdf 16.8.2009) ראו גם להלן בפסקה "כינוס אסיפות נושים" (בדבר סימטריה בין אסיפות בעלי מניות ואסיפות נושים).

¹¹² ראו לעיל, ה"ש 97 והאסמכתאות המובאות שם. בדלוואר המצב דומה לפסיקה בישראל ר' למשל רע"א 4024/14 **אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' רפאל כהן**, פסקה 46 לפסק דינו של כב' השופט עמית, (פורסם בנבו, 26.4.2015) שם נקבע כי באופן עקרוני דירקטור נושא באחריות אישית למעשיו אולם עדיין נותר פתח לאחריות קולקטיבית של הדירקטוריון ויש הגורסים כי הבחנה בין אחריות אישית לאחריות קולקטיבית באה לידי ביטוי על פי עילת התביעה. ר' את הדין בארה"ב - Darian M. Ibrahim, *Individual or Collective Liability for Corporate Directors*, 93 IOWA L. REV. 929 (2008).

החיים, והפרש זה הוא הרבותא שתבוא לידי ביטוי במינוי דירקטור מטעם הנושים. החובה המשפטית הברורה של הדירקטוריון, כולו (לרבות דירקטורים שמונו על ידי הנושים), היא לפעול לטובת החברה. ברם, הספרות האקדמית מלמדת כי, מבלי לגרוע מן הנורמות המשפטיות החלות עליו, טבעו של אדם לגלות רגישות לענייניו של זה שמינה אותו.¹¹³ רגישות זו תפעל את פעולתה מן הסתם הן אצל הדירקטורים מטעם הנושים, מן העבר האחד, והן אצל הדירקטורים מטעם בעלי המניות, מן העבר השני. ודוק: אין המשמעות או הכוונה כי רגישות זו תהפוך את הדירקטור מטעם הנושים לעושה דברם של הנושים או לשוקל את טובתם הבלעדית. חובתו המשפטית אף היא עומדת לנגד עינו – קידום טובת החברה. אין זאת אלא שבמסגרת שיקול הדעת שלו, תבוא לידי ביטוי רגישות המינוי על ידי הנושים ובכך תבוא לידי ביטוי מעשי, בגיבוש החלטה הקולקטיבית של הדירקטוריון, גם טובת הנושים.

עוד נוסף בעניין זה, כי כל הפרדה בין האחריות של דירקטורים שמונו על ידי בעלי המניות לאחריות של דירקטורים שמונו על ידי הנושים תלקה בשתיים אלה: ראשית, היא תסיט את הדירקטורים מן המכנה המשותף שעליו הם אמונים – טובת החברה ותקטב ביניהם. אחריות משפטית נפרדת תוביל כל דירקטור לשקול דווקא את האינטרס הספציפי של הקבוצה שמינתה אותו ולא את הטובה הכוללת של החברה. שנית, מבחינה ניהולית ומבחינת קבלת החלטות - הקיטוב האמור והפיצול בין הדירקטורים יהפכו את הדירקטוריון לגוף קבלת החלטות עקר וקהה. יכולת קבלת ההחלטות תיחלש, שכן כל קבוצת דירקטורים תתבצר מאחורי האינטרס הספציפי שאותו היא מייצגת ויכולת ההגעה להחלטה משותפת תיפגע קשות. דבר זה יהיה בעוכריה של החברה ובכך יוחמצו כל עניינה ותכליתה של הצעתנו. לפיכך, נכון לשלב דירקטורים מטעם הנושים לשם ביטוי העדפותיהם, אולם למען לא יהפוך הדבר ל"נציגות מטעם" משתקת, יש מקום לשלב את הדירקטורים האמורים באחריות המשפטית המשותפת של הדירקטוריון כולו לקבל החלטות ולפעול לקידום טובת החברה ככזו.

חוף מבטחים חדש. כדי לעודד חברות לאמץ את ההסדר המוצע, אנו מציעים לכוון חוף מבטחים חדש בסעיף 288(ב) לחוק חדלות פירעון אשר יבטיח חזקת תקינות מפני תביעות משפטיות לנושאי משרה בחברות אשר בחרו למנות דירקטור מטעם הנושים.¹¹⁴ ההיגיון מאחורי מהלך זה כפול. בראש ובראשונה, מטרת צעד זה לעודד חברות לשלב נציג מטעם הנושים בדירקטוריון שלהן.¹¹⁵ מן הטעמים שפירטנו, יש ערך רב במינוי מעין זה. עם זאת, האינטרסים האישיים הצרים של בעלי המניות עלולים לחתור תחת נקיטה ביוזמה ברוכה זו.¹¹⁶ שנית, אנו בדעה שחוף המבטחים החדש המוצע על ידנו נחוץ כדי ליצור הרמוניה חקיקתית לאור הוראת סעיף 288(ב)

Anthony G. Greenwald & Mahzarin R. Banaji, *Implicit Social Cognition: Attitudes, Self-esteem, and Stereotypes*, 102 *Psychol. Rev.* 4(1995); Anthony D. Greenwald, *Implicit Partisanship: Taking Sides for No Reason*, 83 *J. Pers. Soc. Psychol.* 367 (2002); Dolly Chugh, *Bounded Ethicality as a Psychological Barrier to Recognizing Conflicts of Interests, in Conflicts of Interest: Challenges and Solutions in Business, Law, Medicine and Public Policy* 74, 82-83 (2005).

אף הפסיקה בישראל התייחסה לאמור – ראו למשל את החלטתה של כב' השופטת רונן בת"צ 7477-10-11 **גולדשטיין נ' פינרוס החזקות בע"מ**, פסקאות 68-78 (פורסם בנבו, 18.3.2013), שם השופטת רונן מבחינה בין ניגוד עניינים ישיר וברור של דירקטורים לבין השפעה עקיפה על הדירקטורים מטעם בעל השליטה.

¹¹⁴ חזקת תקינות זו לא תיווצר אם יוזמת מינוי הדירקטורים הייתה יוזמה של הנושים עצמם ודירקטוריון החברה ניסה להתנגד ליוזמה זו של הנושים. עם זה, ייתכן כי הדירקטורים עדיין יוכלו ליהנות מאחת מחזקות התקינות האחרות הקבועות בסעיף 288(ב) לחוק חדלות פירעון, בהתאם לנסיבות. ראו לעיל הכתב הקודם לה"ש 108.

¹¹⁵ Edward Lee, *Decoding the*; C. Morse, *Safe Harbors, Sure Shipwrecks*, 49 *U.C.D. L. REV.* 1385, 1397 (2016); *DMCA Safe Harbors*, 32 *COLUM. J.L. & Arts* 233 (2008); Mark A. Lemley, *Rationalizing Internet Safe Harbors*, 6 *J. TELECOMM. & HIGH TECH. L.* 101 (2007).

¹¹⁶ כך למשל עלול בעל מניות לנסות לתבוע את הדירקטורים בתביעה נזרת בטענה שבעצם נקיטת היוזמה של החברה למנות דירקטור מטעם הנושים הם פוגעים בטובת החברה ולבקש לחייבם באחריות אישית בשל כך. השוו למשל את תביעת/בקשת חברת דור אלון אשר טענה כי עצם העמדת אגרות החוב שלה לפירעון מיידי על ידי נאמני האג"חים עולה כדי חוסר תום לב מצידם. פ"ק (מחוזי מר') 1777-08-16 **"אלון" חברת הדלק לישראל בע"מ נ' הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ** (החלטה מיום 21.8.2016).

במתכונתו הנוכחית. כזכור הסעיף מעניק חזקת תקינות מפני תביעות נושים לחברי דירקטוריון שנועצו במומחה להבראת חברות. מנקודת ראותם של הנושים, ייצוג בדירקטוריון מקנה הגנה לא פחות טובה ואפקטיבית לאינטרסים שלהם, מאשר היוועצות ביועץ מקצועי חיצוני. לאור זאת, תיווצר אנומליה של ממש אם חברי דירקטוריון שנועצו ביועץ חיצוני יזכו להגנה לפי סעיף 288(ב) לחוק האמור ואילו אלה שיזמו צירוף של נציגות מטעם הנושים בקרב מקבלי ההחלטות יישארו חשופים לתביעות. גרוע מכך, אם לא יוכר חוף המבטחים המוצע על ידנו, תדמה הצעתנו לאבן שאין לה הופכין. שום דירקטוריון בר דעת לא יבחר לאמצה ולהיטיב עם נושים כאשר משמעות הדבר שהוא נותר חשוף לאחריות משפטית, כאשר ביכולתו לעשות צעד חלופי של היוועצות חיצונית גרידא ובכך לזכות בהגנה המשפטית המיוחלת.¹¹⁷

אכיפת זכויות של נושה אינדיווידואלי: הצעתנו נועדה לחזק את הדירקטוריון של חברה המצויה בקשיים כספיים ולאפשר לו לקבל החלטות ענייניות בשעה מאתגרת כאמור, אשר מביאות לידי ביטוי את מגוון השיקולים הנדרשים במצב כספי זה של החברה. אכן, יש בהצעה זו כדי לשפר גם את מצבם של נושי החברה ולהביא את העדפותיהם לידי ביטוי בתוך קבלת ההחלטות בחברה. לנוכח זאת, יש מקום לשאול האם שילוב דירקטור מטעם הנושים אמור לעצור בעד כל נושה לא מובטח מלאכוף את זכותו הספציפית כלפי החברה. לשון אחר: האם נכון יהיה לקבוע כי מינוי דירקטור מטעם הנושים יחולל עיכוב הליכים אוטומטי כלפי נושי החברה וימיר את משטר התנהלות החברה מול נושיה מכאן ואילך למשטר קולקטיבי?¹¹⁸ אנו מתנגדים להחלת משטר קולקטיבי רק בשל מינוי הדירקטור מטעם הנושים. אכן, אילו היה במינוי כאמור כדי להחיל משטר קולקטיבי מול הנושים, חברות שונות היו עשויות לפעול למינוי דירקטור מטעם הנושים לצורך השגת יתרון כאמור מול נושיהן. אולם לא בשל כך טמונה התנגדותנו להחלת משטר קיבוצי מול הנושים מכאן ואילך. איננו מביעים התנגדות עקרונית להחלת עיכוב הליכים אוטומטי בשלב מתאים, שבו החברה זקוקה להגנה מפני הנושים לשם הישרדותה. אולם זה אינו עניינו של מאמר זה.¹¹⁹ אנו עוסקים בחברה המצויה בקשיים כספיים אך חשה שיש בידה עדיין להתנהל והיא אינה מבקשת בהכרח הגנה מפני אכיפת זכויות הנושים, אלא מעוניינת בהעשרה והשבחה של קבלת ההחלטות בה באופן המביא לידי ביטוי גם את עניינם של נושיה. לפיכך, הצעתנו לא תחסום משפטית נושה לא מובטח מסוים אשר יבקש מכאן ואילך לאכוף את זכותו, על פי דין, נגד החברה. עם זה, אנו מציעים כי בכל ערכאה שיפוטית שבה תידון בקשת נושה כאמור לאכוף את זכותו נגד החברה תיזקף "חזקת תקינות" התנהלותית של החברה מול נושיה, כל אימת שהנושים מינו דירקטור מטעמם או שהחברה יזמה מינוי כאמור (ואפילו התנגדו לכך הנושים ומנעו זאת). משמעות חזקת תקינות זו תהיה, כי בית המשפט ייצא מנקודת הנחה כי בנסיבות העניין החברה אכן פועלת באופן ראוי לשם שמירה על עניינם של הנושים כמכלול. לפיכך, נושה אינדיבידואלי אשר מבקש לאכוף את זכותו הספציפית כלפי החברה יידרש לשכנע, כי חרף המינוי (או יוזמת המינוי) האמור, החברה פוגעת בזכויותיו באופן המצדיק מתן סעד שיפוטי לטובתו. הנטל שיידרש מן הנושה בנסיבות אלה יהיה נטל נכבד.

¹¹⁷ עם זה יובהר, כי הצעתנו תעמוד בעינה גם אם האחריות של דירקטורים לפי סעיף 288 לחוק חדלות פירעון תבוטל, כפי שהציע זה לא מכבר אחד מאיתנו. ראו האן, לעיל ה"ש 2. הצעתנו נועדה להשביח את עבודת הדירקטוריון של חברה בקשיים פיננסיים, גם אם הדירקטוריון לא יהיה נתון לאיום האחריות של חוק חדלות פירעון.

¹¹⁸ כאמור, הגנה אוטומטית לחברה מפני אכיפת זכויות אינדיווידואליות של נושה כזה או אחר מגולמת בפתחת הליך bankruptcy בידי החברה עצמה בארה"ב ומכונה שם "the automatic stay". ראו לעיל ה"ש 83. מנגנון דומה קבוע כיום בפרק "משא ומתן מוגן" שבחוק חדלות פירעון. ראו סעי' 337-345 לחוק. ברם, דרישות הכשירות לפתיחה במהלך של "משא ומתן מוגן" הופכות אותו לכלי שאין לו דורש. ראו על כך לעיל ה"ש 9.

¹¹⁹ ראו האן, **חדלות פירעון**, לעיל ה"ש 2, בעמ' 355.

כינוס אסיפות נושים : לטעמנו, הצעתנו אמורה להקרין גם על הפרקטיקה של כינוס אסיפות נושים לשם קבלת החלטות ומתן אישורים לדירקטוריון של חברה המצויה בקשיים כספיים. לפי הצעתנו, עמדותיהם והעדפותיהם של הנושים יזכו לביטוי כבר במסגרת הדירקטוריון. קבלת ההחלטות בדירקטוריון תשקל את העדפת הנושים לצד יתר השיקולים. לפיכך, לטעמנו, אין חשיבות או תועלת של ממש להוספת שכבה נוספת של החלטה במסגרת אסיפות נושים. דומנו, כי דרישה לאשר כל עניין גם באסיפות נושים בשלב זה שבו נתונה החברה תוביל אך להכבדה וסרבול שלא לצורך בקבלת ההחלטות. לטעמנו, יש מקום לשקול תחולה סימטרית בין אסיפה כללית של בעלי מניות (בחברה בשגרה) לבין כינוס אסיפות נושים (בחברה המצויה בקשיים כספיים). רצוננו לומר: אותם נושאים שבהם נדרש אישור או החלטה של אסיפה כללית של בעלי מניות לפי חוק החברות (דוגמת עסקאות בעלי עניין, מדיניות תגמול, מיזוג, מינוי רואה-חשבון מבקר) או תקנון החברה, יידרשו לעלות גם לאישור אסיפות נושים בעת שהחברה מצויה בקשיים כספיים.¹²⁰ ברם, בשאר הנושאים – דיו לדירקטוריון, המועשר והמשולב, לקבל החלטות ולהופכן להחלטות מחייבות ורשמיות של החברה. ודוק: הצעתנו זו לא נועדה להקשות פרוצדורלית על החברה בעת שהיא נמצאת בקשיים פיננסיים ולהכביר עליה כינוסי אסיפות לשם קבלת החלטות. נהפוך הוא: כוונתנו היא דווקא להקל על החברה בניהולה הפרוצדורלי ולהתאימו עניינית לנושא הנידון בה. לשיטתנו, החלטות אשר בשגרה אינן דורשות אישור אסיפה כללית של בעלי המניות, לא ידרשו לעת הזו אישור של אסיפת נושים. דיו לדירקטוריון, המועשר בדירקטור מטעם הנושים, שידון בעניין ויחליט.

ה. בין הצעתנו לבין מינוי משקיף על פי ועדת אנדורן

הצעתנו היא כאמור לאפשר מינוי דירקטור, או דירקטורים, מטעם הנושים, ביוזמתה של החברה או ביוזמתם של הנושים. בשנת 2014 פרסמה הוועדה לבחינת הסדרי חוב בישראל את המלצותיה ("ועדת אנדורן").¹²¹ אחת ההמלצות המרכזיות של ועדת אנדורן הייתה כי חברות שטרם הפרו התחייבות תשלום שהן מחויבות בה יוכלו לפתוח באופן רצוני, ללא מעורבות בית המשפט, במשא ומתן לגיבוש הסדר חוב מקיף עם נושיהן (הוועדה התמקדה במחזיקי אג"חים). במסגרת מהלך כאמור המליצה הוועדה כי הנושים, מחזיקי האג"חים של החברה, יורשו למנות משקיף מטעמם לדירקטוריון החברה.¹²² על פניו, נדמה כי קיימת מידה מסוימת של דמיון בין הצעתנו ברשימה זו לבין ההמלצה האמורה של ועדת אנדורן. ואולם, התבוננות מעמיקה מלמדת כי אין הדבר כן. אכן, משקיף מטעם הנושים עשוי לגשר על פערי מידע ולתקן בעניין זה נחיתות שממנה עלולים הנושים לסבול לעומת החברה. ברם, לא הרי המשקיף שבהמלצת ועדת אנדורן כהרי דירקטור מטעם הנושים לפי הצעתנו. הבדלים אחדים ביניהן, מהם הבדלים טכניים-פרוצדורליים ומהם הבדלים שבמהות.

¹²⁰ ראו סעי' 57, 59 לחוק החברות. ראו גם: סעיף 135 – 135; 135ב לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968. מקביעה כאמור תוחרג החלטה על מינוי דירקטורים מטעם בעלי המניות, אשר מטבע הדברים תדרוש אומנם את אישור האסיפה הכללית של בעלי המניות אך לא את אישור אסיפת הנושים. Barry E. Adler, *Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy*, 45 Stan. L. REV. 311 (1993); Michael Hartzmark, Cindy A. Schipani & H. Nejat Seyhun, *Fraud on the Market: Analysis of the Efficiency of the Corporate Bond Market*, 2011 COLUM. BUS. L. REV. 654 (2011); Charles K. Whitehead, *The Paul; Evolution of Debt: Covenants, the Credit Market, and Corporate Governance*, 34 J. CORP. L. 641 (2009) Gompers & Josh Lerner, *The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements*, 39 J.L. & Econ. 463 (1996).

¹²¹ משרד האוצר, **דוח הוועדה לבחינת הסדרי חוב בישראל** (2014), https://www.gov.il/BlobFolder/unit/debt-regularization-committee/he/Vaadot_ahchud_DebtRegularizationCommittee_DebtRegularizationCommittee_Makanot_Report.pdf. ועדה זו נודעה ברבים בשם ועדת אנדורן, על שם יושבת ראש הוועדה, גבי יעל אנדורן, מנכ"לית משרד האוצר באותה עת.

¹²² שם, פרק א.1, עמ' 69-71 לדוח. המלצה זו נכללה בחוק חדלות פירעון במסגרת המסלול החדש של "משא ומתן מוגן". ראו סעי' 341(א) לחוק. למיטב ידיעתנו, עד כה לא נפתחה ולו יוזמה אחת של "משא ומתן מוגן" בידי חברה כלשהי בשוק.

במובן הטכני-פרוצדורלי, נעיר תחילה כי כאמור ועדת אנדורן התמקדה בזכויות מחזיקי אג"ח, בעוד שהצעתנו מבקשת לתת מענה לכלל הנושים הלא מובטחים באשר הם (מחזיקי אג"חים, ספקים, נותני שירותים ועוד). בנוסף, ועדת אנדורן המליצה על מינוי משקיף רק בשלב שבו החברה פותחת באופן רצוני במשא ומתן עם מחזיקי האג"ח על הסדר חוב כולל עימם. הצעתנו אינה מצמצמת עצמה לשלב של גיבוש הסדר חוב בין החברה לנושיה. הצעתנו תאפשר לחברות ולנושים להוסיף לנהל את עסקי החברה, תוך רענון והעשרת הדירקטוריון, אף אם הצדדים אינם מתיישבים באותה עת לגיבוש הסדר חוב רשמי.

ההבדלים המהותיים שבין המלצת ועדת אנדורן לבין הצעתנו נעים סביב מהות תפקידו של הדירקטור בהשוואה לתפקיד המשקיף. ראשית, קיים פער ניכר בין סמכויות המשקיף לסמכויות הדירקטור. המשקיף אינו בעל זכות הצבעה בדירקטוריון. לעומתו, הדירקטור הוא חלק בלתי נפרד מצוות מקבלי ההחלטות בדירקטור והשפעתו אפוא רבה יותר. הדירקטור אינו משקיף על הנעשה מן הצד בלבד, כי אם מביא את זווית המבט של הנושים אל תוככי קבלת ההחלטות בחברה. בכך הוא משביח ומעשיר את קבלת ההחלטות. שנית, המשקיף נועד להגן על האינטרסים של הנושים ולדווח להם בלבד. זהו כל תפקידו. לעומת זאת, לפי הצעתנו, הדירקטור מטעם הנושים אמור להשתלב בדירקטוריון כדירקטור לכל דבר ועניין האמון יחד עם יתר הדירקטורים על טובת החברה. הדירקטור האמור נועד להעשיר את קבלת ההחלטות בחברה לעת מצוקתה הפיננסית, ולא לייצר פלגנות ומחנאות מובנים. הוא יבקש מן הסתם לשכנע את יתר הנושים בהשקפותיו, בין השאר תוך הבלטת משמעות ההחלטות מבחינת הנושים. אולם, בסופו של דבר, תגובש כאן החלטה אחת משותפת לכל הדירקטורים. תפיסתנו את תפקיד הדירקטור וייעודו שונה אפוא מן התפקיד שייעדה ועדת אנדורן למשקיף שעליו המליצה. לבסוף, המשקיף אמור לדווח לנושים על הנעשה בדירקטוריון, אולם הוא אינו נושא בכל אחריות שהיא לפעולותיו, דיווחיו והמלצותיו. לעומתו, הדירקטור המוצע על דינו נושא באחריות להחלטות הדירקטוריון ככל דירקטור אחר. אנו מסתייגים ממתן סמכויות בלא הטלת חובות ואחריות, ולו כלשהן, לצד סמכויות אלה. ההמלצה על המשקיף היא המלצה המעניקה לפונקציה זו סמכות, גם אם מוגבלת, אשר שובר האחריות אינו בצידה. זאת ועוד: קיים חשש כי כלפי גורם חיצוני כאמור, בעל סמכות אך נטול אחריות, יתפתח בדירקטוריון חשד וחשש תמידי שאף עלול להוביל לניסיונות בלתי ראויים של הסתרת מידע תחת גילוי המלא. ספק בעינינו אם פונקציה כאמור, שאף אינה נתונה לביקורת שיפוטית בשלב המשא ומתן הרצוני בין החברה למחזיקי האג"חים על פי מתווה ועדת אנדורן, היא מנגנון רצוי. אנו דוגלים בנשיאה באחריות של דירקטור מטעם הנושים, יחד עם שאר הדירקטורים, מן הטעמים שעליהם הרחבנו לעיל, בעת הצגת הצעתנו על שלל היבטיה.

ו. התנגדויות אפשריות

בחלק זה נתייחס לשתי התנגדויות אפשריות להצעתנו. ההתנגדות האפשרית הראשונה בה נדון מתמקדת בטענה שלאור מגוון האינטרסים שיש לנושים, אין די במינוי נציג אחד מטעמם ויש ליתן ביטוי לשלל האינטרסים הקיימים בקרב נושים. ההתנגדות השנייה אליה נתייחס הינה הטענה שבחברות ציבוריות ובחברות אג"ח ניתן להסתמך על הדירקטורים החיצוניים (הדח"צים) כדי לתת מענה לצורכי הנושים.

1. שונות האינטרסים בין הנושים

לעיל הובהר כי בעת שגרה, פונקציית המטרה של החברה היא כאמור להשיא את שוויה עבור בעלי המניות. למול זאת, בעת שהחברה חווה קשיים כלכליים, צף ועולה גם עניינם של נושי החברה. מקבלי החלטות בחברה נדרשים לבחון ולשקול את השלכות החלטותיהם לעת הזו על נושי החברה. בדיון לעיל הצגנו את שונות האינטרסים, התועלות וההעדפות, של בעלי המניות מזה ושל הנושים מזה. על פניו, הדיון האמור הציג את שתי קבוצות בעלי העניין הכלכלי, בעלי המניות, מזה, והנושים, מזה, כשתי קבוצות גרעיניות שכל אחת מהן עשויה לכאורה מקשה אחת. בתת פרק זה ברצוננו להתייחס לאפשרות נטילת אחת הנקודות שהועלו על ידינו בחלק 2. והפיכתה לקרדום לחפור בו תחת הצעתנו. יבוא ויטען הטוען שאם אכן ציבור הנושים אינו עשוי מקשה אחת, אלא חברות חברות, מה רבותא יש במינוי נציג לדירקטוריון מטעם הנושים? דירקטור זה עלול לייצג אינטרס של קבוצת נושים מסוימות - מסתמא, אלו שבחרו בו - ולדחוק לקרן זוית אינטרסים של קבוצת נושים אחרות.

אנו סבורים שאף על פי שיש גרעין של אמת בהתנגדות זו, אין בה כדי להעיב על הצעתנו, וודאי שלא להכשילה. נפתח במובן מאליו: עניין השונות בין הנושים תמיד איתגר וימשיך לאתגר את המשפט.¹²³ מדובר בנתון עובדתי שכל הסדר משפטי חייב להתמודד עימו, בכלל זה דיני החברות ודיני חדלות הפירעון, כמו גם הצעתנו במאמר זה. כפי שמערכת הדין הקיימת שואפת ליתן מענה הולם לצרכיהם של הנושים ככלל, כך גם הצעתנו. כמובן, שבמצבים מסוימים עלולות להתגלע התנגשויות בין קבוצת נושים מסוימת לבין קבוצת נושים אחרת. במצבים אלה, אין מנוס מלבכ את העדפותיה של קבוצה אחת על פני רעותה.¹²⁴ ההצעה שלנו, מאפשרת לבצע הכרעות מעין אלה תוך ראייה רחבה של האינטרסים של כלל הנושים ודיון מושכל ותם לב במסגרת הדירקטוריון עובר להכרעה.¹²⁵ נציין גם שאף בין בעלי מניות קיימים הבדלי אינטרסים מובהקים. כך, למשל, האינטרסים של בעלי מניות יחידניים שונים מאלה של בעלי מניות מוסדיים ואלה של האחרונים מאלה של קרנות גידור ואקטיביסטים. ריבוי משקיעים (ונושים) כרוך תמיד בריבוי אינטרסים.

זאת ועוד: בהמשך לדברים אלה, ברצוננו להדגיש שחרף ההבדלים הקיימים בין נושים, נטיית קהילת המחקר בתחום דיני החברות, להבדיל מזו של דיני חדלות פירעון, להתייחס אל הנושים, לפחות אל אלו הלא מובטחים, כאל קבוצה אחת, בעלת העדפה הומוגנית, העומדת אל מול קבוצת בעלי המניות. התבוננות זו אינה נטולת הגיון. גם בעלי המניות מתאפיינים בשונות. ההעדפות השונות של בעלי המניות מקבלות ביטוי באמצעות מנגנוני הצבעה, המאמצים את דעת הרוב. בעלי מניות שדעתם לא נתקבלה יכולים למכור את אחזקותיהם בחברה¹²⁶

¹²³ ראה לעיל ה"ש 70, 71 וההפניות שם.

¹²⁴ ר' בהשאלה את ניגוד האינטרסים המצוי באסיפות סוג של נושים ע"א 3225/99 שיכון עובדים בע"מ נ' טש"ת חברה קבלנית לבניין בע"מ, נג' (5) 97 (1999).

¹²⁵ ר' בהקשר זה את קביעתו של בית המשפט העליון באשר לניגוד אינטרסים המצוי באסיפות סוג של נושים. כך נקבע שבכדי למתן כוח מיקוח מופרז של נושה, בית המשפט יכול למנוע ריבוי סוגים של נושים (ובכך להטביע את התנגדות הנושה הבודד בתוך קבוצה או סוג נושים גדול ורחב) או להחיל את עקרון תום-הלב, כאשר סירובו של נושה נראה בלתי מוצדק בעליל – ע"א 3782/09 לגין אריזות מזון בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ (פורסם בנבו, 25.2.2014). בעניין חלוקת הנושים לסוגים, נהוג לעשות הבחנה כללית בין נושים מובטחים לנושים לא מובטחים. אולם הקושי העיקרי נוגע לחלוקה בין נושים הנמנים על אותה קבוצה רחבה (מובטחים ולא מובטחים) זאת משום שלעיתים האינטרסים בתוך הקבוצה עצמה אינם זהים. בפסיקה ובספרות הוצעו מבחנים נוספים לשם עריכת תת-חלוקה בתוך הקבוצה הרחבה. המגמה השלטת היא להתחשב בטיב האינטרסים השונים בין הנושים הנמנים על קבוצה רחבה אחת. בחלוקה יש לנהוג בזהירות מרבית שמא ייפגעו אינטרסים לגיטימיים של נושים. ע"א 9555/02 זידאן זידאן נ' ברית פיקוח לקואופרציה החקלאית העובדת בע"מ, נט' (1) 538 (2004) אנו סבורים שיש להחיל מבחנים דומים גם במקרה שדירקטור מטעם הנושים נדרש לקבל החלטות מטעם כלל הנושים שהוא מייצג.

¹²⁶ ע"א 2718/09 גדיש קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ (פורסם בנבו, 28.5.2012).

אופציה שלא תמיד עומדת לרשותם בהקשר של חברות פרטיות,¹²⁷ או לקבל על עצמם את הכרעת הרוב ולהמשיך להחזיק במניות החברה. הדברים האמורים נכונים גם בכל הקשור לנושים. הנושים מאוחדים בשאיפתם להבטיח את פירעון נשייתם על ידי החברה. מכל מקום, המורכבות שבזיקוק ההעדפה, או ההעדפות, של הנושים באה לידי ביטוי בהצעתנו בהבחנתה בין הנושים המובטחים לבין הנושים הלא-מובטחים. הצעתנו עומדת על הטעם והצורך במתן ייצוג לנושים הלא-מובטחים, תוך שהיא שומרת על עצמאות פעולתם וכוחם של הנושים המובטחים באמצעות הנכסים המשועבדים להם.¹²⁸

נציין בשולי הדברים כי כאשר אומדים את רציותה של הצעה כזו או אחרת לרפורמה משפטית, השאלה שצריכה להישאל היא האם יש בה משום שיפור **ביחס למצב הקיים**. אימוץ המצב הקיים כנקודת מוצא חושף שכרגע אין הסדר כלשהו המכבד את רצונם של **כלל הנושים**. הדין הקיים מאפשר לכל נושה לשנות באופן עצמאי את מצבם של כלל הנושים. כלומר, תחת הדין הקיים, אינטרס הכלל מוקרב על מזבח אינטרס הפרט. המעבר אותו אנו מציעים פותח פתח לבעיה ההפוכה, אך היא חמורה פחות, כמובן. יתר על כן, הצעתנו עולה בקנה אחד עם גישתו העדכנית של המחוקק כפי שהיא מתבטאת בסעיף 288(ב) לחוק חדלות פירעון. חשוב להזכיר שהחוק מעניק הגנה לחברי דירקטוריון בדרך של חזקת תקינות מפני תביעות אם פעלו באופנים מסוימים עבור הנושים,¹²⁹ בלשון רבים. הסדר זה מחייב את הדירקטוריון לייצע עצמו בנוגע לנושים **כציבור**. אולם אין הוא תובע מהדירקטוריון להתחשב במאווייו של כל נושה ונושה. מנקודת מבטם של הנושים, הצעתנו נדיבה הרבה יותר. היא מאפשרת לנושים פה בדירקטוריון עצמו וקול שאינו מתווך על יד מומחה כזה או אחר.¹³⁰

2. שימוש בדירקטורים חיצוניים

התנגדות אפשרית אחרת להצעתנו הינה שאין צורך באימוצה לאור קיומם של דירקטורים חיצוניים (דח"צים) בחברות ציבוריות או בחברות אג"ח. הטענה במקרה זה היא שהדירקטורים החיצוניים יכולים להיות פה לנושים ומכיוון שהם קיימים ממילא, אין צורך להוסיף עליהם. אנו סבורים שבהתנגדות זו אין ממש. ראשית, דירקטורים חיצוניים, כמו גם דירקטורים בלתי תלויים, מכהנים אך ורק בדירקטוריונים של חברות ציבוריות וחברות אג"ח. חלילה לנו מלהפחית בחשיבותן של חברות ציבוריות וחברות אג"ח, אולם חברות אלה מהוות אחוז קטן מן החברות הקיימות במשק. מספרן הכולל של חברות אלה נמוך מ-500.¹³¹ יתרתו של עולם החברות מאוכלסת על ידי חברות פרטיות נעדרות דירקטורים חיצוניים. זאת ועוד: לאחרונה פרסם משרד המשפטים תזכיר חקיקה, שלפיו תבוטל הדרישה למנות דירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות שאין בהן בעל שליטה. אף זה צפוי לצמצם את מספר החברות בשוק שבהן מנגנון הדירקטורים החיצוניים מתקיים.¹³²

שנית, אפילו בהקשרן של חברות ציבוריות וחברות אג"ח, אין אנו סבורים שהסתמכות על דירקטורים חיצוניים תספק ארוכה לצרכי הנושים. אכן נכון, הליך מינויים של דירקטורים חיצוניים נועד להבטיח את עצמאותם,

¹²⁷ ע"א 8712/13 אדלר נ' לבנת (פורסם בבנו, 1.9.2015).

¹²⁸ ראו על כך לעיל, חלק ד'.

¹²⁹ ר' את הגנות חופי המבטחים שהמחוקק עיגן בסעיף 288 (ב) לחוק חדלות פירעון

¹³⁰ להרחבה נוספת השוללת אפשרות ייצוג בדירקטוריון לכל תת-קבוצה של נושים לא מובטחים ולחוסר היעילות שבדבר ראו לעיל בכתב הסמוך לה"ש 99.

¹³¹ ר' בעניין זה את אתר רשות ניירות ערך המציג את החברות הציבוריות בישראל - <http://www.isa.gov.il/%d7%92%d7%95%d7%a4%d7%99%d7%9d%20%d7%9e%d7%a4%d7%95%d7%a7%d7%97%d7%99%d7%9d/Corporations/-10/Pages/default.aspx>.

¹³² משרד המשפטים, **תזכיר חוק** החברות (תיקון מס'...) (ממשל תאגידי בחברות ציבוריות שאין בהן בעל שליטה), התשפ"א-2021, (פורסם להערות הציבור ביום 10.3.2021) (להלן: **תזכיר חקיקה חברות ללא גרעין שליטה**).

אולם בסופו של דבר, הם ממונים על ידי בעלי המניות והמחקר בתחום הפסיכולוגיה והמשפט מעלה שנאמנותם של הממונים נשמרת – במידה מסוימת - לאלו שמינו אותם.¹³³ לפיכך, קשה יהיה לראות בדירקטורים החיצוניים נציגים בלתי מוטים של הנושים.¹³⁴ אך חשוב מכך, אפילו יפעלו הדירקטורים החיצוניים ללא משוא פנים, עדיין הנושים עלולים לחשוך בהם שהם מוטים וללא לתת בהם אמון. מבחינת הנושים, הדירקטורים החיצוניים לא נבחרו על ידם ולא בהכרח מבטאים באופן מספק את העדפותיהם.¹³⁵

שלישית וזה עיקר, מבחינה היסטורית, תכליתית ועניינית, מוסד הדירקטורים החיצוניים נועד לשמש חיץ בין בעל השליטה לבין יתר בעלי המניות, מתוך מטרה לנטרל ככל שניתן את השפעת בעל השליטה על הדירקטוריון לשם קידום טובותיו הפרטיות.¹³⁶ אכן, עצמאות הדירקטורים החיצוניים נועדה לאפשר להם לעמוד כנגד בעל השליטה ולהגן על עניינם של בעלי מניות המיעוט לעומתו.¹³⁷ ספק, אם עצמאותם תבוטא גם בעמידה על הגנת זכויות הנושים מול האינטרסים של כל בעלי המניות יחדיו באשר לחברה שבקשיים פיננסיים – בעל השליטה ובעלי מניות המיעוט כאחד. לשון אחר, מוסד הדח"צים נועד למנוע מבעל השליטה לנצל לרעה את כוחו, כדי להיטיב עם עצמו על חשבונם של בעלי מניות המיעוט. בעיה זו של התנגשות האינטרסים הפוטנציאלית בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט, הוכתרה בספרות כ"בעיית הנציג השלישית" והיא שונה לחלוטין מבעיית הנציג המתעוררת בין בעלי המניות לבין הנושים. משכך, לא נכון הוא להסתמך על דח"צים לשם הגנה על אינטרס הנושים. התנגשות בעלי המניות מול הנושים היא בעיית נציג אחרת, המצדיקה מענה מבני משלה.¹³⁸ למעשה, קו החשיבה שהביא אל העולם את מוסד הדח"צים זהה לקו המחשבה העומד מאחורי הצעתנו: כשם שהרצון להגן על בעלי המניות הרגילים מפני גחמות בעל השליטה הניע את המחוקק לאפשר לבעלי המניות האחרים למנות נציגים מטעמם לדירקטוריון (הדח"צים),¹³⁹ הרצון להגן על הנושים מפני פגיעה אפשרית מצד כלל בעלי המניות תומך במתן כוח מינוי של נציג לדירקטוריון מטעם הנושים.

רביעית, הדין הקיים אינו מקנה לדירקטוריון של חברה שמכהנים בה דח"צים אף אחד מן היתרונות והתועלות המוצעים במאמר זה, לאמור: השבחת שיקול הדעת בדירקטוריון והעשרתו, הגנה מפני אחריות וחזקת תקינות

¹³³ Sarah S. Sekouti, *A Comprehensive Analysis of the Legal Issues Relating to Nominee Directors* (U. of Montreal, 2009), available at https://papyrus.bib.umontreal.ca/xmlui/bitstream/handle/1866/4042/SEKOUTI_SARAH_S_2009_MÉMOIRE.pdf?sequence=2&isAllowed=y.

¹³⁴ זאת ועוד: הממצאים האמפיריים מעידים שמינוי דירקטורים חיצוניים אינו מעלה בהכרח את ערך החברה ועלול אפילו להורידו. ר' למשל, Sanjai Bhagat & Bernard Black, *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, 54 BUS. L. 921 (1999); Sanjai Bhagat & Bernard Black, *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, 27 J. CORP. L. 231, 239 (2002); Benjamin E. Paul M. Guest, *The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence From the UK*, 15 EUR. J. FIN. 385 (2009).

¹³⁵ בעניין זה ראוי לציין כי לאחרונה קיימת השפעה מעשית למשקיעים המוסדיים על מינוי דח"צים בחברות מדווחות. ראו Hamdani & Hannes, לעיל ה"ש 104. אומנם, המשקיעים המוסדיים משקיעים גם באג"חים ולא רק במניות. עם זה, הטענה כי בעת מינוי הדח"צים פועלים המשקיעים המוסדיים לפי האינטרס שלהם כנושים של החברה ולא לפי האינטרס שלהם כבעלי מניותיה טעונה בירור ראיתי.

¹³⁶ ר' יוסף גרוס "הדירקטור החיצוני בעידן של ממשל תאגידי חדש" דו"ח מחקר מס' 10/2012, הפקולטה לניהול אוניברסיטת תל אביב, עמ' 8-2 במחקרו וה"ש שם. (2012) https://en-coller.m.tau.ac.il/sites/nihul_en.tau.ac.il/files/WP_10-2012_Gross.pdf (2012); Lucian Bebchuk & Asaf Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, 157 U. PA. L. REV. 1263, 137 (2009) 1302-03.

¹³⁸ על חוסר האפקטיביות של מנגנונים תאגידיים שנועדו להגן על זכויות ואינטרסים של בעלי מניות בהגנה גם על זכויות הנושים, בטרם נערכו בהם שינויים והתאמות לצורך כך, ראו: תזכיר חקיקה חברות ללא גרעין שליטה, לעיל ה"ש 132, עיקר 9 (ביטול הדרישה לאישור האסיפה הכללית במדיניות ועסקאות תגמול בחברות אג"ח) ודברי ההסבר שם בעניין זה ("אישור האסיפה הכללית בחברה פרטית שהיא חברת איגרות חוב אינו משרת הגנה על מחזיקי איגרות חוב של החברה, והנסיון מלמד שאינו בעל תרומה משמעותית למנגנוני הבקרה על התגמול בחברה"); דוד האן, "דחיית חובות", מחקרי משפט כג 33, 69-72 (התשס"ז-2007).

¹³⁹ ראו סעי' 239(ב) לחוק החברות.

מפני אכיפה אינדוידואלית. אין אנו צופים גם כל תרחיש סביר שלפיו הדבר יקרה בעתיד במתכונת הדירקטוריון הקיימת כיום.

ז. סיכום

מאמר זה ביקש להתמודד עם סוגיה חשובה ורווחת: עיצוב משטר תאגידי מיוחד עבור חברות הנקלעות לקשיים. בימים אלה, בהם מתמודד המשק עם השלכות מגיפת הקורונה, מקבלת סוגיה זו משנה חשיבות והופכת דוחקת יותר ויותר. פרנסתו ומחייתו של חלק נכבד מציבור העובדים בישראל, כמו גם של המשק הישראלי כולו, תלויים, בין היתר, בעיצוב המשפטי של הממשל התאגידי החל על חברות בקשיים. כפי שהראינו במאמר, משברים כלכליים רחבים מחייבים חשיבה מחודשת על הדין הנוהג, כמו גם, כך לדידנו לפחות, את עיצובו מחדש. אין דין חברה המתנהלת על מי מנוחות כדין חברה המנווטת דרכה במים כלכליים סוערים, כאשר נושיה נוגשים בה מכל עבר. הפתרון המוצע במאמר, מינוי דירקטור מטעם הנושים לדירקטוריון חברה בקשיים, יאפשר לחברות להתנהל בעתות משבר באופן מיטבי המביא בחשבון את מאווייהם של כל בעלי האינטרסים בחברה, לרבות הנושים ויאפשר לקברניטיה לנווט את החברה לטובת כל אלה החפצים ביקרה והצלחתה מבלי לחשוש באופן תמידי מאחריות אישית שתוטל עליהם בגין החלטות העלולות להתברר בדיעבד כשגויות. אנו סמוכים ובטוחים שיש בפתרון המוצע במאמר כדי להציל חברות רבות, אם כי לא את כולן כמובן, מליפול אל תהומות חדלות הפירעון ובכך ליתן תקווה לרבבות רבות של עובדים, ספקים ויזמים.