

ממשל תאגידי חדש לחברות בקשיים פיננסיים

מאת

דוד האן* וגדעון פרחומבסקי**

המשבר הכלכלי העולמי המתרגש עלינו בעקבות פרוץ מגפת הקורונה מחייב עיצוב ממשל תאגידי ייחודי עבור חברות בקשיים כלכליים. הדין הקיים רחוק מרחק רב מלתת מענה לצורכיהן הייחודיים של חברות הנתונות במשבר, כמו גם לאלה של נושיהם. במצב הקיים כל נושה יכול עקרונית להביא חברה להליך של חדלות פירעון, בניגוד להעדפתם של בעלי מניותיה ונושים אחרים. מעת התנעת הליך כאמור נפילתה של החברה היא לרוב נפילה חופשית. במאמר זה אנו מציגים מענה לאתגרים הניצבים בפני חברות המתמודדות עם המשבר הכלכלי באמצעות שינוי מבני של הממשל התאגידי שיחול עליהן. אבן הראשה בהצעתנו היא 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 תאגידים רבים ולייצבם, וחשוב מכך את עובדיהם ואת המשקיעים בהם, מתהום הנשייה.

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 ושל הדירקטוריון: אל מול בעלי מניות ואל מול הנושים. ד. הצעה לפתרון: ייצוג לנושים בדירקטוריון. 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

השלכותיה הכלכליות של מגפת הקורונה מחייבות התייחסות לסוגיה משפטית בוערת שהייתה קיימת עוד קודם לפרוץ המגפה: כיצד חברות בקשיים כלכליים צריכות להתנהל בטרם כניסתן להליכי חדלות פירעון פורמליים בבית משפט. במאמר זה מטרותנו להציע משטר תאגידי חדש לחברות בעת שהן חוות משבר כלכלי.

* פרופסור, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן.

** פרופסור למשפטים, רוזן, אור, ליפטון, כץ, הפקולטה למשפטים ע"ש ווכטל, האוניברסיטה העברית בירושלים; פרופ', בית הספר למשפטים ע"ש רובינשטיין, אוניברסיטת פנסילבניה, ארצות הברית.

ענין חשוב זה יש לבחון, בין היתר, בשל התפתחות חשובה שאירעה בדין הישראלי בשנת 2019 – 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 במשטר התאגידי בעיתות מצוקה כלכלית ולבחינה מעמיקה של משטר זה.

היקלעות חברה לקשיים כלכליים אינה אירוע נדיר. כחלק מן המציאות הכלכלית, בעיתות חירום כבעיתות שגרה, חברות שונות נקלעות לקשיים כלכליים בשל מגוון סיבות. יתר על כן, אין דרך ברורה לוודא, למצער בזמן אמת, אם חברה מצויה בנקודת זמן מסוימת בקשיים כלכליים אם לאו.³ כמו כן יש לציין כי ההיקלעות לקשיים כלכליים אינה אירוע נקודתי בלבד, והקשיים עלולים להתמשך על פני פרק זמן ממושך. לעיתים לא תיוותר ברירה 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 משחברה נקלעת לקשיים עולה במלוא עוזה בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין הנושים – בעלי המניות מעוניינים בהשאת שווי החברה אגב לקיחת סיכונים לשם כך, ולעומת זאת הנושים, 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 ידיהם בהליך של תביעה נגזרת. אך בכך אין מסתיימת מצוקת הדירקטורים. חשוב להבין שלא נכון להתייחס אל הנושים כאל מקשה אחת. בתוך קבוצה זו ניתן למצוא נושים מובטחים לצד כאלה שאינם;⁵ נושים בעלי מועד פירעון קרוב לצד בעלי

¹ חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח–2018 (להלן: חוק חדלות פירעון).

² ראו דוד האן "אבני נגף בדין התאגידי: אחריות נושאי משרה – בין חוק החברות לחוק חדלות פירעון" **עיוני משפט** מג 203 (2020) (להלן: האן "אבני נגף בדין התאגידי"); אהוד קמר וקובי קסטיאל "סמכות ללא אחריות? תגובה להצעה לביטול חבות נושאי משרה לפי חוק חדלות פירעון" **עיוני משפט** מג 255 (2020); דוד האן "אחריות נושאי משרה בעת חדלות פירעון של חברה תשובה לתגובת פרופ' קמר וד"ר קסטיאל" **עיוני משפט** מג 271 (2020) (להלן: האן "אחריות נושאי משרה").

³ דוד האן **דיני חדלות פירעון** 3–4 (מהדורה שנייה 2018) (להלן: האן **חדלות פירעון**).

⁴ ג'וזף הלר **מלכוד-22** (בני לנדאו ובני הדר מתרגמים 1971) (משמעות הביטוי "מלכוד-22" היא מלכוד ללא מוצא, כשמו של הספר).

⁵ ראו ס' 243 לחוק חדלות פירעון (הקובע כי "נושה מובטח הוא נושה שהחוב שחב לו החייב הוא חוב מובטח"). סעיף 1 לחוק חדלות פירעון מגדיר מה הוא חוב מובטח ("חוב מובטח" – חוב עבר שלהבטחת פירעונו שועבר נכס של החייב, בין בשעבוד קבוע ובין בשעבוד צף, עד לגובה החוב שניתן להיפרע ממנו הנכס"). בדומה לכך, סעיף 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 משועבר לטובתו כערוכה

מועד פירעון רחוק; נושים בעלי יכולת התארגנות וכוח מיקוח, ונושים יחידים, נעדרי מעמד וכוחות. אם בהבחנות אלה אין די, הרי שבקרב הנושים ניתן למצוא גם נושים מתוחכמים, אשר רוכשים בכוונת מכוון חובות בחברות בקשיים במחירי ניכיון בשוק המשני, לעומת נושים שהשקיעו בחברה ערך מלא במחיר השוק המקוריים.⁶

מציאות מורכבת זו הופכת את המשימה המוטלת על הדירקטורים לכמעט בלתי אפשרית. משימת ניווט החברה במים סועים מאתגרת מעצם מהותה. ההחלטות צריכות להתקבל בסד זמנים צפוף, אגב אילוצים ותכתיבים שבעיתות שגרה החברה אינה חווה אותם לרוב. יתר על כן, בהתחשב בשונות האינטרסים האמורה, אין כמעט אפשרות ריאלית להגיע להסכמות בין כל הצדדים באמצעות משא ומתן פשוט ושגרת. כפועל יוצא מכך, גם אין אפשרות לקבל החלטות שתצינה את כולם או למצער תשמשה 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 בשרירותה הכלכלית של החברה).⁷

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' רוזנבסקי**, פ"ד מח(2) 102 (1994).⁶ ראו William W. Bratton & G. Mitu Gulati, *Sovereign Debt Reform and the Best Interest* 57 VAND. L. REV. 1 (2004) Jill E. Fisch & Caroline M. Gentile, *Vultures or of Creditors*, 53 EMORY L.J. 1043 (2004) Edith Hotchkiss et al., *Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress*. ; (2004) *Bankruptcy*, in HANDBOOK OF EMPIRICAL CORPORATE FINANCE ch. 14, 235–287 (B. Espen Janis Sarra, *Financing Insolvency Restructurings in the Wake of the* ;Eckbo ed., 2008) *Financial Crisis; Stalking Horses, Rogue White Knights and Circling Vultures*, 29 PENN. Robert W. Kolb, *The Virtue of Vultures: Distressed Debt* ;ST. INT'L L. REV. 581 (2011) Edward ; *Investors in the Sovereign Debt Market*, 40 J. SOC. POL. & ECON. STUD. 368 (2015) I. Altman & Robert Benhenni, *The Anatomy of Distressed Debt Markets*, 11 ANN. REV. FIN. Daniel J. Brutti, *Sovereign Debt Crises and Vulture Hedge Funds*; ראו גם ECON. 21 (2019) *Issues and Policy Solutions*, 61 B.C. L. REV. 1819 (2020) ; שי שלו "הסיכוי של קרן יורק על אג"ח אי.די.בי פתוח – כחצי מיליארד ש"ג" **גלובס** (13.6.2014) <https://tinyurl.com/ee429z8k> ; רעות שפיגלמן "עושים כסף מאג"ח זבל: הסדר חוב זה טוב" **כלכליסט** (17.5.2016) <https://tinyurl.com/4d2mr9zp> ; גולן חזני "קרן יורק מצטרפת למרוץ לפירמידה השברירית של בזק" **כלכליסט** (9.1.2019) <https://tinyurl.com/mskpdfx5>. יוער כי הספרות אינה מבקרת פרקטיקה זו כלשעצמה, אלא מנתחת את דבר קיומה ואת השפעותיה.

⁷ אמצעי גבייה או בטוחות כאמור עשויים להיות שעבוד, עיכובן, קיזוז, הליכי הוצאה לפועל וכיו"ב. ראו פש"ר (מחוזי י-ם) 4217/07 **יונה נ' כונס הנכסים הרשמי** (נבו 3.3.2016) ; ע"א 46/11 **ויטה פרי הגליל (החדשה) בע"מ נ' כונס נכסי חברת קפלן שיווק בשר בע"מ** (נבו 13.11.2013) ; ע"א 7170/13 **נכסים יוזם ופיתוח (נ.י. פ.) בע"מ נ' דן חברה לתחבורה בע"מ** (נבו 12.8.15) ; פר"ק (מחוזי י-ם) 29594-08-14 **נאמן חברת רכידיון בע"מ (בהקפאת הליכים) נ' בנק מזרחי טפחות בע"מ** (נבו 1.2.2015) ; ע"א 5649/08 **בנק דיסקונט בע"מ נ' מפרק חברת א.ג.י. בניה ופיתוח בע"מ** (נבו 22.9.2011). ראו גם פר"ק (מחוזי י-ם) 5018/08 **בנק לאומי לישראל בע"מ נ' ערב** (נבו 3.6.2012) ; ע"א

הבדל קריטי נוסף בין בעלי המניות לבין הנושים הוא שהחלטות הנוגעות לבעלי מניות יכולות להתקבל באמצעות מנגנוני הצבעה הקבועים בחוק, כאשר ככלל לרוב יש את הכוח לחייב את המיעוט, אך אשר למישור הנושים אין קיים מנגנון כזה (לבד מהליכי חדלות פירעון).⁸ משמעות הדבר היא שכל נושה, או קבוצת נושים, יכולים על דעת עצמם לנקוט צעדים הפוגעים בטובת החברה בכללותה מבלי להתייעץ בנושים אחרים וללא צורך בהסכמתם. חשוב להבין שכוח ייחודי זה משליך גם על החלטות הדירקטוריון ועל תפקודו. ברי כי על הדירקטוריון להתחשב בכוחם של נושים אינדיווידואליים "לנערץ מקלות בגלגלי החברה" בקבלו 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 המחקק לא נתן עליה את דעתו. עניין 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 בטרם כניסתן להליכי חדלות פירעון.⁹ למעשה, אנו מבקשים להראות שיש נדבך שלם בעולם העסקי שלא זכה להתייחסות מצד המחקק או בתי המשפט, ומשבר הקורונה חשף את הצורך הדחוף בהסדרתו. במאמר זה אנו מציעים לאפשר לנושים למנות דירקטור (או

1339/12 **בנק מזרחי טפחות בע"מ נ' אי. סי. אם. יצרני מיזוג אוויר בע"מ (בפירוק)** (נבו 27.4.2014); ע"א 633/91 **מנהל מס רכוש ומנהל מס שבח מקרקעין, תל-אביב נ' שמש**, פ"ד מח(1) 841 (1994); פר"ק (מחוזי י-ם) 33658-06-11 **מדינת ישראל נ' בנק לאומי לישראל בע"מ** (נבו 29.7.2013).

⁸ עם זה מחזיקי אג"חים עשויים להצביע בהצבעה רובנית על שינויים בשטר הנאמנות של סדרת האג"חים המונפקת (ראו ס' 135 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968). ראו בעניין זה החלטה 108-4 של הרשות לניירות ערך "חובת נאמן לפרסם דוח שנתי וחובת נאמן לזמן אסיפה לאישור מינויו" (22.7.2014) <https://tinyurl.com/yckze4bu>; החלטה 108-1 של הרשות לניירות ערך "עמדת הסגל בנושאים הקשורים לזימון וניהול אסיפות מחזיקי תעודות התחייבות" (2.8.2009) <https://tinyurl.com/69dhrysn>. ברם, אליה וקוץ בה: ב-2012, במסגרת תיקון 18 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, הוחלט לחייב את נאמני סדרות איגרות החוב לפנות לבית משפט בבקשה למינוי מומחה כדי יבחן את רציות השינוי המוצע מנקודת ראותם של בעלי איגרות החוב. כיום, חובה זו קבועה בסעיף 329 לחוק חדלות פירעון. הלכה למעשה, חובה זו מחייבת פנייה לבית המשפט ואת מעורבותו גם באותה סיטואציה שבה אפשר החוק בעבר למחזיקי אג"חים להגיע להחלטות על דעת עצמם באופן רובני, ללא כל מעורבות שיפוטית נדרשת. יצוין כי בארצות הברית אין מנגנון הכרעה רובני כאמור אצל מחזיקי אג"ח לשינוי תנאי החוב לבד מ-Bankruptcy Code.

⁹ בעניין זה פרק "משא ומתן מוגן" שבחוק חדלות פירעון (ס' 337-345 לחוק) 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**, לעיל ה"ש 3, בעמ' 306-310. חיזוק לביקורת זו ניתן למצוא בכך שכעבור 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, עניינו במאמר זה שונה: איננו עוסקים בחברה שכבר מנהלת בהכרח משא ומתן ומבקשת לקדם הסדר חוב עם נושיה. עניינו בדירקטוריון מתפקד של חברה בקשיים כספיים אשר נדרש לקבל החלטות עסקיות שוטפות. אנו מציעים לרענן את מבנה הדירקטוריון לנוכח מצבה הכספי המאתגר של החברה.

דירקטורים) מטעמם לדירקטוריון של חברה המצויה בקשיים כלכליים בטרם הכניסה להליכי פירוק (או הבראה).¹⁰ מתן ייצוג לנושים בדירקטוריון יבטיח בראש ובראשונה שהליך קבלת ההחלטות בדירקטוריון ישקלל גם אינטרסים של הנושים. שנית, לנציגי הנושים יהא כמובן כוח הצבעה בדירקטוריון, וכשמדובר בחברות ציבוריות, יהא בכוחו לשכנע את הדח"צים (והדב"תים אם ישנם כאלה) לצדד בעמדתו. מנגד, בעת שמכהנים דירקטורים שמינו הנושים בדירקטוריון, ימותנו (אך לא בהכרח יושעו) זכויות האכיפה האינדיווידואליות של כל נושה, והדבר ישחרר את הדירקטוריון לקבל החלטות עסקיות ענייניות ולא דווקא מתגוננות או המרצות נושה זה או אחר. לפי הצעתנו, הדירקטור או הדירקטורים ייבחרו בידי הנושים בהצבעת רוב מקרב הנושים שאינם מובטחים, כאשר כוח ההצבעה של כל נושה ונושה מותאם לשיעור נשייתו. אנו סבורים שאין צורך לכלול את הנושים המובטחים במנגנון המוצע, משום שהללו חשופים פחות לאובדן השקעתם בחברה, ולכן מעמדם שונה מהותית ממעמד הנושים שאינם מובטחים.¹¹ ברצוננו להדגיש כי הצעתנו תשמור על זכויותיהם של נושים מובטחים אגב 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 ממבחינים כלכליים בני תפולל, שבשל חוסר הוודאות ומידת ההערכה הכרוכים בהם הפעלתם תחייב התדיינות ארוכה, יקרה ופתלתלה לפני בית משפט. לפיכך מנגנונים שישענו על אי-עמידה באמת מידה פיננסית כזו או אחרת מצד החברה, אשר על דבר התרחשותה אפשר שיינטשו ויכוחים, אינם מתאימים לחברות בקשיים כלכליים אשר זקוקות למנגנון שינוי מהיר כדי להמשיך להתקיים. משך כהונת הדירקטור/ים מטעם הנושים יהיה עד לשנה אחת, ויהיה אפשר 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 כול: בכך הם יזכו לקולות מצביעים ומשפיעים בתוככי מוקד קבלת ההחלטות בחברה.

¹⁰ לספרות מוקדמת על עדכון אפשרי של מבנה דירקטוריונים, לרבות במחשבה על נושים, ראו Zvi Wiener & Dan Galai, *Stakeholders and the Composition of the Voting Rights of the Board of Duane Windsor, The Role of Dynamics in Stakeholder ; Directors*, 14 J. CORP. FIN. 107 (2008) Serdar Çelik, Gül Demirtaş & Mats Isaksson, *Thinking*, 96 J. BUS. ETHICS 79 (2010) *Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance* (OECD Corp. Governance Anael Keswani et al., *Institutional ; Working Paper No. 16, 2015*), <https://bit.ly/3zj4esK> *Debt Holdings Governance*, 2020 J. FIN. & QUANT. ANALYSIS 1, <https://bit.ly/3mMfzg3>

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

מבחינה מבנית, יתרת המאמר מתפרסת על פני חמישה פרקים: **פרק א** של המאמר עוסק בניתוח האתגרים הכלכליים והמשפטיים שאל מולם ניצבות חברות שנקלעו לקשיים בעקבות משבר הקורונה; **פרק ב** מפרט את מארג האינטרסים והלחצים האופף חברות בקשיים כלכליים ומנתח את ההשלכות המשפטיות של מצב זה; **פרק ג** מסביר את הדילמות הקשות המלוות את עבודת הדירקטוריון של חברות בקשיים לפי הדין הקיים; **פרק 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; **פרק ה** מבחין בין הצעתנו האמורה למינוי דירקטורים מטעם הנושים לבין המתווה שגובש בוועדת אנדרון למינוי משקיף מטעם הנושים לדירקטוריון החברה; **פרק 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. חברות לא מעטות הפועלות בכל שוק נקלעות 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 ממוסדותיה המסורתיים ומעבירה אותם לידי נאמן הכפוף לבית המשפט.¹⁵ מובן שאין זה השינוי היחיד שמחוללת הכניסה לחדלות פירעון. בשלב זה חל שינוי באופי התנהלותה של החברה ויעדיה, באופן החזוי של החברה ובתיוגה. לפי הדעה הרווחת, חברות בעלות איתנות כלכלית אמורות להשיא את ערך החברה לטובת בעלי מניותיה, ואילו חברות הנקלעות לחדלות פירעון פועלות מתוך מטרה שונה והיא השאת החזר החובות לנושיה. עם הכניסה להליכי חדלות פירעון מיקוד החברה מומר מהשאת רווחים למזעור הפסדים, ותשומת

¹² אכן, חלק " לחוק חדלות פירעון קובע גם הוראות באשר לאפשרות לגיבוש הסדרי חוב מחוץ לבית המשפט. אולם הוראות אלה מוגבלות ביכולתן האפקטיבית לפתור מצוקות פיננסיות של חברות, ובייחוד של חברות תפעוליות, ללא ארגון הכלים המשפטי השמור בחוק רק להליכי חדלות פירעון המתנהלים לפי חלק ב' בו. על מוגבלות זו של חלק " לחוק, ראו האן **חדלות פירעון**, לעיל ה"ש 3, בעמ' 224–227 (פס' 7.77–7.84), 270–272 (פס' 8.62–8.65), 306–310 (פס' 9.56–9.64); האן "אחריות נושאי משרה", לעיל ה"ש 2.

¹³ ס' 25 לחוק חדלות פירעון.

¹⁴ שם, בס' 33–40.

¹⁵ שם, בס' 43.

הלב מוסטת מבעלי המניות אל עבר נושי החברה.¹⁶ נוסף על כך, הכניסה להליכי חדלות פירעון משנה רדיקלית את תדמית החברה ואת המוניטין שלה. בעת הזו, בשל 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 תבטא, במקרה הטוב, בייקור גיוס חוב עתידי, ובמקרה הגרוע תסתום את הגולל 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 לטמיון. דברים אלה מקבלים משנה תוקף בשוק תחרותי שקיימות בו חלופות מסוכנות פחות להמשך השותפות העסקית עם חברות חדלות פירעון. מובן שגם מחזיקי איגרות החוב ובעלי המניות של חברה הנכנסת לחדלות פירעון מושפעים לרעה מהמהלך: אלה גם אלה אינם יכולים לסחר את ניירות הערך שבידיהם לאחרים באמצעות מכירתם בשוק המשני.

בשל ההשלכות הקשות שיש להליכי חדלות פירעון על חברות, אין תמה שחברות אינן ששות להיכנס להליכי חדלות פירעון, בלשון המעטה. חברות תעדפנה כמעט תמיד להימנע מהליכים אלה ולהמשיך להתנהל בבחינת "עסקים כרגיל" גם בהיקלען לקשיים כלכליים.²⁰ למעשה, הליכי

¹⁶ ראו בעניין זה את פונקציית המטרה שהציב סעיף 288 לחוק חדלות פירעון לדיקטוריון – 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://bit.ly/3HtyOCW>; יאיר מור "חנות הדגל של יורוקום נסגרה" **mako** (15.1.2018) <https://bit.ly/3mRbPtG>; עומרי כהן "רשות המסים דורשת מאפריקה ישראל שומות מס של 280 מ' ש" **גלובס** (17.1.2018) <https://bit.ly/3pKrb4Z>. כן ראו עירית אבישר "עכשיו זה רשמי: פירוק יורוקום נכנס לתוקף" **גלובס** (3.5.2018) <https://bit.ly/3HwFsZe>; מנחם שטאובר "סופה של הוניגמן: ביהמ"ש הורה על פירוק רשת האופנה" **גלובס** (13.5.2018) <https://bit.ly/3EJ4baQ>.

¹⁸ כך למשל, הפסקת המסחר בניירות הערך של קבוצת אינטרנט זהב והפסקת המסחר של אפריקה תעשיות. ראו מכתב מהבורסה לניירות ערך לחברי הבורסה בעניין "אינטרנט זהב, ב. קומיוניקיישן, בזק, אנלייט, חלל, סאטקום" (22.4.2018) <https://bit.ly/3eLz3wS> (בעניין הפסקת המסחר של קבוצת אינטרנט זהב); מכתב מהבורסה לניירות ערך לחברי הבורסה בעניין "אפריקה ישראל תעשיות בע"מ" (17.7.2018) <https://bit.ly/3zi5QDf> (בעניין הפסקת המסחר של אפריקה תעשיות).

¹⁹ ראו בעניין זה את מתודולוגיית הדירוג של חברת מידרוג בנדל"ן מניב ("דירוג חברות נדל"ן מניב" **מידרוג** (2020) S&P GLOBAL RATING,) ואת מתודולוגיית הדירוג של חברת מעלות (<https://tinyurl.com/4y8makb8>) (<https://bit.ly/3FPP7tf> (2013) *Corporate Methodology*). כן ראו את דירוג הבנקים בישראל באתר בנק ישראל <https://tinyurl.com/2we6uvh3>.

²⁰ ראו Robert I. Sutton & Anita L. Callahan, *The Stigma of Bankruptcy: Spoiled* David ; *Organizational Image and Its Management*, 30 ACAD. MGMT. J. 405, 431 (1987) 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, גם

חדלות הפירעון הם מענה חלקי לאתגרים שונים הניצבים בפני חברות בקשיים כלכליים. חשוב מאוד להבין שאומנם 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–1999²¹, או כחדלות פירעון, ואז מחיל עליהן את דיני חדלות הפירעון, אך המציאות מורכבת הרבה יותר. בניגוד לעולם המשפט, המצייר את העולם בשחור ובלבן, המציאות העסקית מורכבת, דינמית ובעיקר רב-גונית. ההתמודדות עם קשיים כלכליים מדרגות שונות היא חלק בלתי נפרד מעולם החברות. יתרה מזאת, עסקינן, על פי רוב, בתהליכים ולא באירועים נקודתיים.²² אכן, נכון הדבר שאפשר שחברה תמצא עצמה בקשיים כלכליים בעקבות אירוע יחיד המשפיע עליה, אך פעמים רבות יותר הקושי נובע מכמה וכמה החלטות, עסקאות ושינויים בתנאי השוק שאינם בשליטת קברניטי החברה. דברים אלה נכונים גם בנוגע ליציאה מקשיים כלכליים. לעיתים עסקה אחת או החלטה אחת יחידה יכולות 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 יש מספר רב של חברות, הן בישראל והן ברחבי העולם המתמודדות עם קשיים כלכליים מבלי שהן מוכרזות משפטית חדלות פירעון.²³ דברים אלה, הנכונים בעיתות שגרה, שבהן מתנהלת הכלכלה על מי מנוחות, נכונים שבעתים בימי משבר הקורונה. מגפת הקורונה, שפרצה בראשית שנת 2020 הפגיעה, כטבען של מגפות, 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 יותר ממיליון מובטלים,²⁴ שיא שלילי של כל הזמנים שהיווה מפנה של מאה ושמונים מעלות לתקופה שקדמה לפרוץ המגפה,

(2013) 456–461, 463–481. מעניין שהדברים הם כמעט בבחינת "ביצה ותרגולת". כל הצהרה רשמית בדבר חדלות פירעונה של חברה גורמת להד תקשורתי, והד זה מעצים ומהדהד את קשייה הפיננסיים.

²¹ חוק החברות, התשנ"ט–1999.

²² כפי שהיטיב לתאר זאת הסופר ארנסט המינגוויי בנובלה "זורה השמש": "How did you go bankrupt?" "Bill asked. Two ways, Mike said. 'Gradually and then suddenly'" HEMINGWAY, THE SUN ALSO RISES 136 (1954).

²³ ראו למשל גלעד מנדל "הפירמידה של כצמן בסכנה – נורסטאר מתקרבת לחדלות פירעון" Bizportal (23.7.2020) <https://bit.ly/337DU9b>; בלומברג, "רשת כלי הכתיבה האמריקאית סטייפלס תסגור עוד 140 סניפים" כלכליסט (20.8.2014) <https://bit.ly/3mZwSdr>; OECD, *Coronavirus: The World* (20.8.2014) <https://bit.ly/3HufZ2y>; Peterson K. Ozili & Thankom Arun, *Economy at Risk* (2020), <https://bit.ly/3HufZ2y>; Maryla Maliszewska et al., *The Potential Impact of COVID-19 on GDP and Trade: A Preliminary Assessment* (WBG Policy Research Working Paper No. 9211, 2020), <https://bit.ly/3JH4HK5>.

²⁴ מירב ארלוזורוב "הנתון המבהיל – וכמה זמן ייקח להחזיר חצי מיליון מובטלים לעבודה?" TheMarker (3.8.2020) <https://bit.ly/3pYx7Yq>.

שבה נהנתה כלכלת ישראל משיעור האבטלה הנמוך ביותר בתולדותיה. הפגיעה בעסקים ובחברות הייתה אנושה. עסקים רבים נאלצו לסגור שעריהם מכוח צווי הממשלה שהוצאו מכוח חוקי שעת חירום. כך הפכו כמעט בן לילה עסקים משגשגים למדבר צייה כלכלי.²⁵ מובן 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 שיהיה על המשק הישראלי לעבור. במשק הישראלי פועלות חברות רבות העוסקות בייצוא סחורות, טכנולוגיה וידע לחו"ל. מבחינתן, משמעות אופיו הגלובלי של המשבר היא פיתוח בהזמנות וברווחים שעלול להימשך לאורך זמן.²⁶ אכן, על פי חישובי כלכלנים, הכלכלה העולמית "התכווצה" ב-10% בעקבות משבר הקורונה,²⁷ והיציאה מן המשבר תארך חודשים.²⁸

חשוב להבהיר שלא רק פרוץ המשבר והצעדים האסדרתיים שנועדו לצמצם את שיעור הפגיעה בנפש מן המגפה הביאו חברות ועסקים אל עברי פי פחת, אלא גם הצעדים המכונים "צעדי היציאה מן המשבר". כזכור, בתום הסגר הראשון, במאי 2020, המגבלות האסדרתיות הוסרו בהדרגה. עסקים מסוימים שהוגדרו חיוניים הורשו לפעול לכל אורך המשבר. אחרים, דוגמת חנויות במרחבים פתוחים, אולצו להפסיק פעילותם לכמה שבועות, אולם קיבלו היתר לשוב לפעילות מייד בתום חג הפסח. עסקים אחרים, דוגמת חנויות בקניונים, בתי קפה ומסעדות, תיאטראות ובתי קולנוע חויבו לעמוד בשיממונם במשך שבועות נוספים. יודגש כי לשיבה המדרגת לפעילות כלכלית היו גם אפקטים חלוקתיים ניכרים. כך, למשל, חנויות במרחבים פתוחים לא רק ששבו לפעילות מוקדם יותר ממתחריהם בקניונים, אלא גם קיבלו הזדמנות פז למשוך אליהם את קהל לקוחותיהם של הקניונים, ובעשותם כן הפכו את חזרתם של הקניונים לקשה ומורכבת עוד יותר. מלבד המדרוג האסדרתי בשיבה לפעילות, מגפת הקורונה עצמה הפכה עסקים מסוימים לאטרקטיביים יותר, על חשבונם של אחרים. למשל, סביר להניח שמשום שהחשש להידבקות בנגיף במרחבים פתוחים קטן מזה שבחללים סגורים, שיעור לא מבוטל של לקוחות יעדיף לערוך

²⁵ ראו משרד האוצר **ניתוח מאפייני דורשי עבודה בתקופת הקורונה: מאי 2020** (אגף הכלכלנית הראשית במשרד האוצר 2020) <https://bit.ly/34tsUnj>; חדרוה קפלינסקי ועמי צדיק **התמודדות המשק מול משבר נגיף הקורונה בהשוואה למדינות המפותחות** (הכנסת, מרכז מחקר ומידע 2020) <https://bit.ly/34eQiVe>; מכון היצוא – היחידה הכלכלית וירוס הקורונה: **השפעות והשלכות על הכלכלה הסינית, העולמית וישראל** (פברואר 2020) <https://tinyurl.com/5yseywak>. כן ראו מידרוג בע"מ **השפעת התפרצות הקורונה על ענף המלונאות: דו"ח מיוחד – הערת ענף** (מרץ 2020) <https://tinyurl.com/3f94kbbr>.

²⁶ האן **חדלות פירעון**, לעיל ה"ש 3, בעמ' 167–181. כן ראו קפלינסקי וצדיק, לעיל ה"ש 25, בעמ' 27.

²⁷ IMF, **WORLD ECONOMIC OUTLOOK** (June 2020), <https://bit.ly/3t1Pcqi>.

²⁸ ראו שם; Spencer Bokart-Lindell, *How Long Will It Take for the Economy to Recover?*, **Coronavirus Pandemic could be Over**; N.Y. TIMES (May 21, 2020), <https://nyti.ms/3JNqhg1>; *within Two Years – WHO Head*, BBC NEWS (Aug. 22, 2020), <https://bbc.in/3JM4F3R>; ראו Carl Zimmer et al., *Coronavirus Vaccine Tracker*, N.Y. TIMES (Sept. 10, 2020), גם <https://nyti.ms/334qrPa>.

קניות מחוץ לקניונים, ברכישות מקוונות, באמצעות חברות שליחויות או אחרת.²⁹ הדברים נכונים במיוחד ללקוחות בקבוצות גיל ובקבוצות סיכון מסוימות. לשם האיזון יצוין שבשנות ההתקוממות העממית הפלסטינית (האינתיפאדה) צפינו באפקט הפוך: קניונים נחשבו בטוחים מחנויות רחוב, והציבור ביכר לערוך קניות בקניונים דווקא.³⁰ אולם יש להדגיש שהמשבר הכלכלי שיצרה הקורונה שונה מקודמיו במובן זה שהוא הקטין את ההכנסות, כמו גם את כוח הקנייה, של כמעט כל אוכלוסיית ישראל, ולכן גם עסקים ששיפרו את מעמדם היחסי בעקבות פרוץ המשבר עלולים לגלות, עד מהרה, שסך הכנסותיהם קטן ביחס לעבר, חרף השיפור במעמדם היחסי. ראוי לציין שיש 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 המסעדנות, הספורט והתרבות. אנו תקווה שגם חברות אלה תמצאנה דרך לשוב לשגרה, אולם במקרה שלהן המשבר הותיר צלקות עמוקות, ואורך הנשימה הפיננסי שלו תזדקקנה כדי להתאושש צפוי להיות גדול מאוד.³¹ הוכחה לכך היא מקרה אל על. חברת התעופה הלאומית של ישראל, בדומה למקבילותיה בשאר העולם, זקוקה לסיוע ממשלתי נרחב כדי להמשיך בפעילותה. החברה תתנהל במשך שנים ארוכות תחת עול כבד של חובות, שיחייבו להתנהלות אחרת מזו של חברות שאינן נתונות בחובות כבדים.³² נוסף עוד שגם חברות שהצליחו מאוד בעבר, אך התבססו על מינוף גבוה בדמות אשראי בנקאי, כמו למשל חברות השכרת רכב וליסינג למיניהן, או חברות שלהן הוצאות קבועות גבוהות, כגון שכירות, פגיעות במיוחד למשבר הקורונה. מודל המימון שעליו מבוססת הפעילות העסקית של חברות אלה מחייב, בדרך כלל, למחזור גבוה של מכירות, שיש בכוחו לייצר הכנסות גבוהות

²⁹ Emma Simpson, *How Coronavirus Will Change the Way We All Shop*, BBC NEWS, *COVID-19 Has Changed Online Shopping*; (June 14, 2020), <https://bbc.in/31roSKK>; *Forever, Survey Shows*, UNCTAD (Oct. 8, 2020), <https://bit.ly/3pVQEZc>.
³⁰ רות לוי ועדי דברת-מוריץ "גל הטרור: 'רמת ההיסטריה הזויה. אנשים דורשים גז מדמיע, אלות ואגרופנים'" *TheMarker* (11.10.2015), <https://bit.ly/3EZgNuq>.

³¹ 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*, INSIDER (May 12, 2020), Laura Begley Bloom, *You Won't Believe How Many Airlines Haven't Survived Coronavirus. How Does it Affect You?*, FORBES (June 27, 2020), Bethan Moorcraft, *How the Hotel Industry is Responding to the Coronavirus Crisis*, INS. BUS. AM. (Apr. 29, 2020), <https://bit.ly/3sWdNNf>; תמר טוניק "גל קריסת של חברות תעופה צפוי בחצי השנה הקרובה" *כלכליסט* (7.3.2020), <https://bit.ly/3sYO4nj>; מיכל רז-חיימוביץ' "פיטורים המוניים וסגירת מלונות – ענף המלונאות בישראל על סף קריסה" *גלובס* (9.3.2020), <https://bit.ly/31rJwdJ>.
³² ראו אביב לוי "אל על רשמה הפסד של 140 מיליון דולר ברבעון בצל משבר הקורונה" *גלובס* (30.6.2020), <https://tinyurl.com/u7654m5k>; יורם גביון ואבי וקסמן "משבר הקורונה: אל על תפטר בימים הקרובים 1,000 עובדים" *TheMarker* (4.3.2020), <https://bit.ly/3zuxzk5>.

מספיק כדי לשלם את ההוצאות הקבועות של החברה.³³ הירידה במחזור העסקים בגלל משבר הקורונה ופגיעתה בכלכלה היא בשורת 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 יהיה על מערכת המשפט להתמודד ביתר שאת עם חברות המצויות בקשיים כלכליים. חלקן יתאושש, אך ללא קשר לאחריותו של עידן הקורונה, חלק נכבד מאוד מן החברות במשק הישראלי מתמודד ויוסיף להתמודד במשך תקופה ארוכה עם קשיים כלכליים. מצב דברים זה יכול להימשך שנים, כפוף לתנאי השוק הישראלי והעולמי, לתמיכת הממשלה ולאסדרה המשפטית. משתנים אלה קשים מאוד לחיזוי והשפעתם על גורל חברות יכול להיות מכריע. התאוששות הכלכלה במדינות אחרות תקל, ללא ספק, על חברות ישראליות העוסקות בייצוא ולפתוח לפניהן הזדמנויות חדשות. התמיכה הממשלתית יכולה אף היא לחרוץ גורל חברות לשבט או לחסד. מערכת המשפט והאסדרה חשובות אולי יותר מכול. כך למשל הכרה במגפת הקורונה כאירוע מסכל תשפיע על גורלם של איין-ספור חוזים במשק הישראלי. ואכן, החלטות בתי המשפט ועמדת צוות בין-משרדי ממשלתי שגובש בעניין דוגלים בכך שקיומה של מגפת הקורונה אינה מהווה כשלעצמה עילה מספקת בכדי להוות סיכול חוזים בישראל.³⁴ החלטות הפיקוח על הבנקים תשפעה ללא ספק על זמינות האשראי במשק, והחלטות משרד הבריאות יכולות להפחית חיים במגזרים עסקיים רבים או לסתום עליהם את הגולל. מובן שההליכים וההחלטות המדיניות המדוברות לא יתרחשו בן לילה. מדובר במהלכים שיתפרסו על פני זמן רב, אגב הליך ניסוי וטעייה. משמעות הדבר היא שהקשיים הכלכליים שאיתם 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.

³³ דובי בן גדליהו "אין חסינות מהקורונה: מכה קשה לגורם המייצב של שוק הרכב" גלובס (27.5.2020) <https://bit.ly/3eRhjfV>.

³⁴ משרד המשפטים מסקנות הצוות הבין-משרדי לבחינת השפעת משבר הקורונה על קיום החוזים (2020) <https://bit.ly/3pZ94bP>. כן ראו "המלצות הצוות הבין-משרדי לבחינת השפעת הקורונה על חוזים: הקורונה היא אירוע לא צפוי אך אינה פוטרת אוטומטית מקיום חוזים" משרד המשפטים (7.7.2020) <https://bit.ly/3mXeySc> ("לאחר בחינה מעמיקה זו, מצא הצוות כי הפיתרון המשפטי הנוהג ואף והראוי מכיוון 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").

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 העניין ומחילה את עוללת 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, בהתעלמות מוחלטת מטובתו האישית, מרצונותיו או משאיפותיו. חובת האמונים אוסרת על נושא משרה להתקשר בעצמו בעסקה שהחברה הייתה יכולה להתקשר בה או אפילו לנצל הזדמנות עסקית שהייתה יכולה להניב רווח לחברה, וכל זאת כל עוד לא גילה את עניינו האישי וקיבל אישור מן החברה לפעול. נוסף על כך, חובת האמונים מטילה חובת גילוי מלאה על נושאי משרה, כמקובל ביחסי שליחות. מטרתה של חובת האמונים להבטיח שנושאי משרה לא ימנעו רווח ממשי או פוטנציאלי שהיה יכול להיצבר לחברה, על מנת להעשיר את עצמם. חובות הזהירות והאמונים הן היכין ובוועז של דיני התאגידים. לצידם ניתן למצוא גם את חובת ההגינות החלה על בעלי שליטה בחברה ומחייבת אותם לנהוג בהגינות ואת האיסור על קיפוח בעלי מניות אחרים המוחל עליהם. מקריאת החוק עולה שחובותיהם האמורות של נושאי המשרה מופנות 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

³⁵ ס' 252–254 לחוק החברות. ראו גם ע"א 610/94 בוכבינדר נ' מפרק בנק צפון אמריקה, פ"ד נז (4) 289 (2003); ע"א 7735/14 ורדינקוב נ' אלוביץ (נבו) 28.12.2016; ע"א 4857/16 מנשה נ' יוז'ין אייר בע"מ (נבו) 24.4.2018; ע"א 6913/18 שקדי נ' הרודיום השקעות בע"מ (נבו) 4.8.2020.

³⁶ ראו למשל ע"א 7657/17 הנאמן על הסדר הנושים של פויכטונגר תעשיות בע"מ נ' פויכטונגר, פס' 38 לפסק דינה של השופטת וילנר (נבו) 18.6.2020.

³⁷ ידידיה צ' שטרן "תכלית החברה העסקית: פרשנות והשפעות מעשיות" משפטים לב 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, 383–395 (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 אנידגר "על חמישה מודלים של ממשל תאגידי" Debate א (3) 31, 32 (2014). כן ראו אוריאל פרוקצ'יה "בין תספורת להרמת מסך" TheMarker (20.9.2011) <https://bit.ly/34iO9rD>; Dodge v. Ford Motor Co., 204 Mich. 459 (1919); 506 A.2d 173, Revlon, Inc. v. Macandrews & Forbes Holdings, Inc., 179–180 (Del. 1986); A.A. Berle Jr., *For Whom Corporate Managers are Trustees: A Note*, 1365 (1932) HARV. L. REV. 45; Larry E. Ribstein, *Accountability and Responsibility in Corporate Governance*, 81 NOTRE DAME L. REV. 1431 (2006); ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH 22–24 (3d. ed. 2017).

את שווייה עבור בעלי המניות. באור זה, נכון לפרש גם את חובת הזהירות ואת חובת האמונים של נושאי המשרה.³⁸ תימוכין לעמדה זו ניתן למצוא בכמה דינים מרכזיים בחוק החברות. הביטוי המובהק לכך הוא זכותם של בעלי המניות, במסגרת האספה הכללית של החברה, להצביע ולמנות את הדירקטורים, או לפטרם.³⁹ כמו כן במקרים שבהם 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 נוסף על זה, אף שמקרא סעיף 254 לחוק החברות יוצר את הרושם שהאיסור על עסקאות בניגוד עניינים בדין הישראלי הוא איסור מוחלט וגורף, אין הדבר כך. מייד לאחר מכן מפרט חוק החברות הוראות שונות להתרת עסקאות בניגוד עניינים ואת אופן אישורן הראוי. האישור המחמיר ביותר המופיע בחוק מכונה "האישור המשולש", משום שהוא מחייב את אישור ועדת הביקורת, הדירקטוריון ואספת בעלי המניות.⁴² ודוק, בעלי המניות דווקא, ולא הנושים. מהעובדה 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 בתאוריה 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 פרטיות) הוא ההפרדה בין בעלות לבין ניהול.⁴⁴ בעלי המניות מחזיקים בזכות השליטה לקבל את נכסי החברה, הן באמצעות דיווידנדים והן באמצעות מכירת נכסיהם לאחרים,⁴⁵ אך קבלת ההחלטות בחברה נעשית על ידי

³⁸ עניין ורדינקוב, לעיל ה"ש 35, פס' 61 לפסק דינו של השופט עמית. ראו גם תנ"ג (מחוזי מר') 10466-09-12 אוסטרובסקי נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ (נבו 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 (נבו 14.5.2012).

³⁹ ס' 59 ו-230 לחוק החברות.

⁴⁰ שם, בס' 194.

⁴¹ שם, בס' 204.

⁴² שם, בס' 275. אכן, סעיפים 275(ג)-(ד) לחוק החברות 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 ראו Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior*, Ronald J. Gilson & ; *Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976) Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Zohar Goshen & ; Revaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863 (2013) Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 ADOLF BERLE & GARDINER MEANS, THE MODERN ראו COLUM. L. REV. 767 (2017) CORPORATION & PRIVATE PROPERTY (1932).

⁴⁴ שם, בעמ' 10.

⁴⁵ שם, בעמ' 47.

שדרת ניהול ודירקטוריון שאינם מחויבים להחזיק במניות החברה.⁴⁶ מצב עניינים זה יוצר חשש שנושאי המשרה ינצלו את הכוח שהושם בידם כדי להשיא את עושרם ואת מעמדם 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 המשאבים הנחוצים 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 כאלה, לא יוציאו משום שמבחינתם האישית מדובר בפעולה ששכרה יצא בהפסדה. חשוב להבין שהדרך היחידה שבאמצעותה יכול בעל מניות לשפר את טיב החברה היא הצבעה באספה הכללית. אולם כוח ההצבעה של כל בעל מניות קטן כל כך שאין ביכולתו להשפיע באמת על מהלכיה של החברה. למעשה, יכולתו של בעל מניות יחיד להשפיע באמצעות הצבעתו על ניהול החברה אינה שונה מהותית מיכולתו של אורח להשפיע על ניהול ענייני המדינה באמצעות הצבעתו לכנסת. בשני המקרים ההשפעה זניחה, שלא לומר אפסית.⁵⁰ לעומת זאת ההשקעה במידע עצומה. אך אפילו היה בעל מניות יכול להשפיע על ניהול החברה באמצעות השקעה באיסוף מידע על החברה ודרך ניהולה, לא יהיה רציונלי מבחינתו לבצע את ההשקעה, משתי סיבות: ראשית, בעל המניות היחיד המחליט לפעול יישא בעלות המלאה של המהלך ויקבל רק שיעור קטנטן מן התועלת שיניב המהלך, באשר זה יתחלק בין בעלי המניות כולם.⁵¹ למשל, אם שיעור החזקותיו של בעל המניות האמור הוא אלפית מהון המניות של החברה, הרי שיזכה לקבל אלפית מן הרווח שיניבו פעולותיו, ואילו תשע מאות תשעים ותשע אלפיות ייפלו כפרי בשל לידי בעלי המניות האחרים שלא טרחו ולא השקיעו דבר. משכך, פעמים רבות הפעולה תימצא לא משתלמת מנקודת השקפתו של בעל המניות היחיד. שנית, אפילו יעלה חלקו היחסי של בעל המניות בתועלת שתצמח מן הפעולה על העלות, עדיין יעדיף כל בעל מניות שאחרים יישאו בעלות המדוברת והוא עצמו ייהנה מן התועלת

⁴⁶ שם, בעמ' 69.

⁴⁷ שם, עמ' 119.

⁴⁸ שם, בעמ' 127.

⁴⁹ Adi Libson & Gideon Parchomovsky, *Reversing the Fortunes of Active Funds*, 99 TEX. L. REV. 581, 588 (2020).

⁵⁰ הניתוח בפסקה זו מתייחס למשקיע הפרטי היחיד, שמחזיק בנתח זעום ממניות החברה, ולכן אינו מפיק תועלת ממשית מהשתתפות בהצבעה באספת בעלי המניות ובשל כך מאופיין באדישות רציונלית. לא דומה הדבר למשקיעים המוסדיים אשר קנו להם שביתה בישראל במטבע הלשון "אקטיביזם מוסדי" ולא בכדי. המוסדיים מייצגים ציבור רחב של משקיעים אשר שיעור ההחזקה שלהם במניות החברה אינו זניח. לכן מעורבות פעילה של המשקיעים המוסדיים באספת 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); הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל **דין וחשבון** (2008).

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

שתניב הפעולה, שכן דרך פעולה זו משיאה את רווחיו. תופעה ידועה זו מכונה "בעיית הפעולה הקולקטיבית", והיא עולה במלא עוזה בעולם החברות. אין תמה אפוא שמעטים הם בעלי המניות (בחברה ציבורית) אשר מפקחים על ההנהלה. בעלי מניות אלה מעדיפים להגן על עצמם בדרך של ביזור השקעותיהם באמצעות השקעה בקרנות מדד המחלקות את כספי המשקיעים בין שלל החברות המרכיבות מדד מסוים, דוגמת תל אביב 150 או S&P 500.⁵² במצב עניינים זה חובת הזהירות וחובת האמונים הם המנגנונים העיקריים המגינים על האינטרסים העיקריים של בעלי המניות.⁵³

דא עקא, בעולם הלא מושלם של דיני החברות הגנה על קבוצת אינטרס אחת תמיד באה 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: בעלי המניות הזכאים לרווחי החברה מעדיפים התנהלות הכרוכה בנטילת סיכונים כל עוד היא מגדילה את פוטנציאל הרווחים של החברה, ואילו הנושים מעוניינים אך ורק בפירעון חובם. לפיכך 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 ביטחון" מספקת לנושים.⁵⁴ נוסף על זה, חוק החברות מאפשר לבצע הרמת מסך ולחייב את בעלי המניות עצמם לחובותיה של החברה, בהתקיים תנאים מסוימים, או למצער להדחות את נשייתם של בעלי מניות שהלוו כסף לחברה ולמקמם לאחר כל הנושים האחרים.⁵⁵ כמו כן הדין הישראלי מקנה לנושים מגוון עילות תביעה לבר-תאגידיות נגד נושאי משרה על בסיס אישי. במסגרת זו נושים יכולים לתבוע אישית נושאי משרה מכוח דיני הנזיקין,⁵⁶ דיני החוזים⁵⁷ ודיני הקניין הרוחני.⁵⁸ דינים אלה נועדו לפרוס רשת הגנה מתחת לרגלי הנושים ולהבטיח במידה מסוימת את האינטרסים שלהם בפירעון חובם. דיני חלוקת הדיבידנד לצורך הגנה על נושים היו קיימים עוד בעידן פקודת החברות המנדטורית. הגנת

⁵² שם, בעמ' 7–10, ה"ש 46.

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

⁵⁴ ראו ס' 301–313 לחוק החברות; ע"א 1091/15 רונפלד נ' **Dolphin Fund Limited** (נבו 13.7.2016); תנ"ג (כלכלית ת"א) 47621-07-16 חורב נ' **בי קומיוניקיישנס בע"מ** (נבו 18.7.2019). כן ראו יוסף גרוס **דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי** 213–227 (מהדורה חמישית 2018). נוסף על זה, סעיף 315 לחוק החברות גם מחייב דירקטוריון של חברה מתמזגת להתייחס לכושר הפירעון של החברה בהשוואה לכושר הפירעון של החברה הממוזגת.
⁵⁵ ראו ס' 6 לחוק החברות; האן **חולות פירעון**, לעיל ה"ש 3, פס' 13.50–13.57; עדו לחובסקי **דיני חברות: חברה יחידה ואשכול חברות** 105–151 (2014); יוסף גרוס **חוק החברות** 241–268 (מהדורה חמישית מורחבת 2016).

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** (נבו 22.1.2015); ד"נ 7/81 פנידר, **חברה להשקעות פיתוח ובנין בע"מ** נ' **קסטרו**, פ"ד לז(4) 673 (1983).

⁵⁸ ע"א 407/89 צוק **אור בע"מ** נ' **קאר סקוריטי בע"מ**, פ"ד מח(5) 661 (1994).

נושים במיזוג נוספה בחוק החברות. ברבות השנים למדו החברות בשוק לפעול בכפיפות לדינים אלה. 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, כעניין שיש 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 ועל המנכ"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 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 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 וענייניות 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 פני הדברים 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

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

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. ראו האן "אבני נגף בדין התאגידי", לעיל ה"ש 2, בעמ' 222–225.

⁶¹ שם.

החברה להתמודד עם עיתוי התשלומים שהיא מחויבת בהם. ברם הקושי התזרימי בעיתוי פירעון אינו מלמד כשלעצמו כי החברה מצויה גם בגירעון הוני או בחדלות פירעון מאזנית. כלומר, חרף הקושי התזרימי ייתכן כי לחברה עדיין הון עצמי חיובי, וממילא לבעלי המניות עדיין יש ערך כלכלי שיורי בחברה. זאת ועוד, אפילו בשעה שנטען כי החברה חדלת פירעון מבחינה מאזנית, טענה זו אינה בהכרח בגדר עובדה שאינה טעונה ראיה. שאלת שווייה 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 באופן מוחלט את עניינם של בעלי המניות ותחת זאת ליטול לידיהם את עניינם של הנושים לבדם באותה שעה. פונקציית המטרה החדשה שבסעיף 288 לחוק חדלות פירעון מעוררת קושי אנליטי נוסף: "צמצום נזק" לנושים משדר מלכתחילה התגוננות והתכנסות. הדבר מעורר שאלה אפילו בדבר התאימות שבין פונקציית מטרה זו לבין תכליתו השנייה של חוק חדלות פירעון, שהיא "השאת ערך לנושים" (ס' 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 ולדירקטוריון של חברה, אפילו היא בקשיים, השוקלים את המשך דרכה העסקית, את האופנים שבהם ניתן לייצבה ולקדמה, ואילו 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 מגפה, פרוץ משבר ביטחוני או מדיני וכיו"ב, עיתוי פרוץ המשבר – הדורש היערכות וסטייה מן השגרה – הוא דבר שמתברר ומתחדד, פעמים רבות, רק בדיעבד.⁶⁵ בחוכמה שבדיעבד. הלכך, 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 ושללא לצורך של נושאי המשרה בחברה. הללו יבכרו לאמץ את פונקציית המטרה המתגוננת מוקדם ככל

⁶² Chaim J. Fortgang & Thomas Moers Mayer, *Valuation in Bankruptcy*, BDO ISRAEL (1985) 1061, 1063–1067; 32 UCLA L. REV. 1061, 1063–1067 (1985); אבי שאולי "חשיפה ראשונה: מערכי השווי לצורך מחיקת אידיבי פיתוח קיבלו 800 א' ש' Bizportal (8.10.2013) <https://bit.ly/3FXtdEw>; אפרת פרץ "השווי הנכסי הנקי": לאן נעלמו 2 מיליארד שקל מהשווי של כור? גלובס (12.8.2013) <https://bit.ly/32SGrEn>; ראו גם רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממנ (נבו 28.8.2012); רע"א 7430/17 אופק א. אחזקות (2005) בע"מ נ' זינגר (נבו 4.8.2019); תנ"ג (מחוזי מר') 22387-05-15 שילוני נ' ויילר (נבו 16.6.2019).
⁶³ מבלי לסתור את חזקות התקינות של סעיף 288(ב) לחוק חדלות פירעון שאומנם משדרות מעש, אך לא בהכרח מעש של המשך ניהול עסקי החברה.

⁶⁴ האן חדלות פירעון, לעיל ה"ש 3, בעמ' 185–227 וכן הערות השוליים שם.
⁶⁵ מיכל מרגלית "מתי מבצע הופך למלחמה" Ynet (20.7.2014) <https://tinyurl.com/43kwhrhv>; דווק, הקריטריונים להבחנה בין מבצע למלחמה מורכבים ממספר המשתתפים, ממספר האבדות וממשך זמן המשבר. קריטריונים אשר נקבעים רק בדיעבד, בדומה לפרוץ משבר כלכלי אשר גודל עוצמתו והשפעתו מתגלים רק בדיעבד.

האפשר כדי לחסן עצמם מפני אחריות משפטית, בגין כל ספק ולו קל, ולהרחיק 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 אם כלל שיקול הדעת העסקי שאומץ במשפטנו יסוכם על הדירקטורים מפני תביעות אפשריות בגין אחריותם לפי סעיף 288 לחוק חדלות פירעון.⁶⁷ לפיכך החשש מפני התגוננות יתר הוא ממשי.⁶⁸

2. בין נושי החברה לבין עצמם

לעיל הובהר כי בעת שגרה פונקציית המטרה של החברה היא כאמור להשיא את שווייה 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, את התועלות ואת ההעדפות 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 דייוידנד של החברה (אם וכאשר יחולק).

לא כן הנושים. הנושים אינם גוף אחד, יחיד ומאוחד. "הנושים" הוא שם עצם כללי האוצר בקרבו אבות טיפוס שונים של בעלי זכות כספית כלפי החברה הנבדלים האחד מרעיו בזכויותיהם ובהעדפותיהם כלפיה. למשל, יש 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 התממשותם של סיכונים אלה על תוחלת הפירעון שלהם.⁶⁹ נושים מובטחים אלה מאלה לא רק בטיב זכויותיהם המשפטיות

⁶⁶ למחקר מעמיק של מדינות רבות ב-OECD, אשר אף בהן קיימת אחריות של דירקטורים בגין העמקת חדלות פירעון, ראו Gerard McCormack et al., *Study on a New Approach to Business Failure and Insolvency: Comparative Legal Analysis of the Member States' Relevant Provisions and Practices* (Eur. Comm'n Tender No. JUST/2014/JCOO/PR/CIVI/0075, 2016), <https://bit.ly/3qRfmJC>.

⁶⁷ ראו עניין חורב, לעיל ה"ש 54; האן "אבני נגף בדיון התאגידי", לעיל ה"ש 2, בעמ' 242–243, 251–252; קמר וקסטיאל, 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 ה"ש 5 לעיל.

⁶⁹ טלו למשל מקרה שבו לנושה מובטח קיימת בטוחה אשר שווייה 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 מממוש הבטוחה ובין חובו של הנושה המובטח עתיד ללכת לכיסם של הנושים הלא מובטחים. לעומת זאת לנושה המובטח אין כל תמריץ

הרשמיות. יחסם לחברה החייבת, ובהתאמה נכונותם לדקדק עימה ולגלות כלפיה נוקשות באכיפת זכויותיהם כלפיה או לחלופין לגלות התחשבות בה ובקשייה, ייבדלו לפי טיבם וזהותם של הנושים. למשל, ייתכן שנושים פיננסיים יבחנו את החברה לפי אמת 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 לעיתים לבכר את שרידות החברה בשל 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 (ובייחוד עת שהחברה חווה קשיים כספיים), הגם שהעדפות אלה אינן נסמכות על זכויות משפטיות רשמיות שונות של הנושים.⁷⁰

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

להשיא את ערך הבטוחה מעל 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 (נבו 13.2.2014).

⁷⁰ לתמונה רחבה של 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). כן ראו למשל נוהל פנימי משרד המשפטים: האפוסטרופוס הכללי והכונס הרשמי "נוהל מינוי

בעלי תפקיד בהליכי חדלות פירעון" (1.8.2018) <https://tinyurl.com/actpaeur>.

⁷¹ ראו Janger & Levitin, לעיל ה"ש 70; ROBERT C. RADCLIFFER, INVESTMENT: CONCEPTS, ANALYSIS, AND STRATEGY 249–253 (1982); איתי רושקביץ "מחזיקים בשני קצות הנייר" גלובס (17.8.2015) <https://bit.ly/3eTCAsT>. ראו גם פר"ק (מחז"ת ת"א) 62206-01-12 דלק נדל"ן בע"מ נ' רוניק פז נבו נאמנויות בע"מ (נבו 12.3.2012); אברמי וול "עניינים מנוגדים" גלובס (17.11.2009) <https://bit.ly/3zwaVaX>; פר"ק (מחז"ת ת"א) 44247-06-17 סוהו אילת השקעות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי תל-אביב (נבו 14.10.2018).

ג. סביבת הפעולה של הנהלה ושל הדירקטוריון אל מול בעלי מניות ואל מול הנושים

מאפיין בולט בסביבה התאגידית הוא שהחברה מתנהלת אל מול בעלי מניותיה והם למולה באופן אחיד וקיבוצי (קולקטיבי בלעז). ככלל, תקשורת או הידברות בין החברה לבעלי 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, לעסקה או להחלטה של החברה היא היזקקות לדיון של כל בעלי המניות (כולם זכות הצבעה) שהחלטה בו תתקבל בהכרעת רוב. אולם אין מדובר בקבלת אישור סלקטיבי מבעל מניות זה או אחר. בעלי המניות פועלים בחברה כגוף, כקבוצה, במסגרת המוכרת בשם "האספה הכללית". מהלכים ניהוליים טעונים לעיתים אישור של האספה הכללית של החברה, אם בשל דרישת חוק החברות לאישור כאמור ואם 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 בינו לבין עצמו כל החלטה אשר תחייב את החברה. אין בעל מניות זכאי אלא לדרוש מדירקטוריון החברה לזמן כינוס של האספה הכללית לשם דיון בעניין שיעלה לסדר היום שם.⁷³ אך שוב, הדיון וההחלטה שם יהיו של מקבץ בעלי המניות ולא של בעל המניות היחיד. בדומה לזה, ככלל, אין בעל המניות הבודד רשאי לתבוע תביעה משפטית בשם עצמו לשם אילוף הנהלת החברה והדירקטוריון להחליט כפי שנראה לו או לשם מניעה וסיכול של החלטה ניהולית שאינה נראית לו.⁷⁴ החריג לכך, שאינו מעיד על הכלל, הוא תביעה שבעל המניות היחיד 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.

יתרה מזאת, מבחינה משפטית, גם קבוצת בעלי המניות כמכלול אינה זכאית להתערב בענייניה היום-יומיים של החברה, בניהולה ובקבלת ההחלטות בה.⁷⁶ סמכויות קבלת ההחלטות בחברה וניהולה מסורים בלעדית להנהלת החברה ומעליה לדירקטוריון. בעלי המניות אינם זכאים להפוך

⁷² למעט החריגים של קבלת אישור של קבוצת משנה מיוחסת, כגון בהצבעה לפי סעיף 275(א) לחוק החברות. ואולם, גם הצבעה זו היא החלטה קבוצתית ולא החלטה אינדיוידואלית של בעל מניות ספציפי.

⁷³ ס' 63–69 לחוק החברות.

⁷⁴ בעל מניות יכול לבקש לתבוע את הנהלת החברה בשם החברה, אך לא בשמו האישי, בתביעה נגזרת (שם, בס' 194).

⁷⁵ שם, בס' 191. ראו גם ע"א 667/76 גליקמן בע"מ נ' א. מ. ברקאי חברה להשקעות בע"מ, פ"ד לב(2) 281 (1978); ע"א 2699/92 בכר נ' ת.מ.מ. תעשיות מזון מטוסים (נתב"ג) בע"מ, פ"ד נ(1) 238 (1996); ה"פ (מחוזי ת"א) 2113/94 צנה בע"מ נ' פולן בע"מ (נבו) 25.6.1997; ע"א 5025/13 פרט תעשיות מתכת בע"מ נ' חביב (נבו) 28.2.2016.

⁷⁶ עניין יוויז'ן אייר, לעיל ה"ש 35; עניין שקדי, לעיל ה"ש 35.

החלטות ניהוליות שהתקבלו בחברה, אין זה בסמכותם. בעלי המניות מופרדים מניהול החברה לא רק למעשה אלא אף להלכה. אין ביכולתם אלא לקבוע את זהות נושאי המשרה בחברה, ובאופן ממוקד יותר – לבחור את הדירקטורים בחברה. ואולם, כל עוד נושאי משרה מסוימים מכהנים בתפקידם, ככלל ההחלטות הניהוליות בענייניה של החברה מסורות בלעדית בידיהם,⁷⁷ ואין הם כפופים, מבחינה משפטית, לתכתיבים מצד בעלי המניות.⁷⁸

לעומת זאת תפקודם של הנהלת החברה ושל הדירקטוריון באשר לנושים שונה בתכלית. זוהי סביבת פעולה משפטית המתאפיינת ביחידנות (אינדוידואליזם 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 לא מרוצה מאופן התנהלותה של החברה, מהחלטה מסוימת שהתקבלה בה, שלטעמו פוגעים בזכותו כלפיה, על מנת שהוא יפתח פעולות תביעה, אכיפה או גבייה כלפיה. פעולות כאמור עלולות לנעוץ מקל בגלגלים העסקיים של פעילות החברה ולהאט את פעילותה עד כדי עצירתה המוחלטת. לעיתים יש בכוחו של נושה אחד 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 אחד עלול לגזור את גורל החברה לשבט.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 נושה המובטח בשעבוד צף על נכסי החברה יכול 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 הביטחונות לטובת אותה סדרה, עלולה לעמוד על זכותה לפי מסמכי האשראי ובתגובה לעמדת ההנהלה להעמיד את מלוא החוב לסדרה לפירעון מיידי. הגם שצעדים אלה הם זכות המוקנה לנושה המסוים במערכת יחסיו הפרטית עם החברה החייבת, לצעד כאמור עלולה להיות השלכה רחבה בהרבה על עתידה של החברה, על יכולתה להמשיך ולנהל את עסקיה ועל תוחלתה הכלכלית.⁸¹ ברם לא אלה השיקולים המדריכים את הנושה האוכף, כי אם תועלתו הפרטית.

⁷⁷ בכפוף לחריג שצוין בה"ש 72 לעיל.

⁷⁸ בעל מניות שמתערב בהחלטות הניהוליות של החברה חושף את עצמו לאחריות לפי סעיף 106 לחוק החברות. ראו גם ת"א (מחוזי ת"א) 2193-06 **מתוך אפרים ובניו בע"מ נ' אביבי** (נבו 2.4.2013).

⁷⁹ על יכולתו של הנושה היחיד לשמוט את השטיח מתחת לרגלי החברה, ראו Andrew Keay, *Directors' Duties to Creditors: Contractarian concerns Relating to Efficiency and Over-Protection of* Janger & Levitin, 66 MOD. L. REV. 665 (2003), לעיל ה"ש 70.

⁸⁰ ס' 194 לפקודת החברות.

⁸¹ Janger & Levitin, לעיל ה"ש 70, בעמ' 1868.

מערך יחסים שונה נרקם בין הנושים כמכלול לבין החברה עת נפתח בעניינה 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 לביןם 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 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 ייעשו במרוכז, באופן קיבוצי, אגב קבלת החלטות רובניות ובכפיפות לסמכויותיו של בית המשפט המנהל את ההליך. בתנאים כאמור עשויה החברה לנווט את החלטותיה ביעילות רבה יותר ובמעשיות רבה יותר אל מול קשת ההעדפות המגוונות של נושים השונים.

דא עקא, שעדכון סביבת הפעולה המשפטית של החברה מול נושיה מתרחש אך ורק במסגרת הליכי חדלות פירעון רשמיים בבית המשפט. מחוץ למסגרת זו התמודדות 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 ההחלטות בחברה. לפי חוק חדלות פירעון, עם פתיחת ההליך הנהלת החברה והדירקטוריון נאלצים לפנות את מקומם כמקבלי ההחלטות המוסמכים בחברה לטובת נאמן, שהוא על פי רוב עורך דין או רואה חשבון, המתמנה על ידי בית המשפט.⁸⁵

⁸² האן **חדלות פירעון**, לעיל ה"ש 3, בעמ' 484–501. ראו גם 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*, 91 *YALE L.J.* 857 (1982); THOMAS H. JACKSON, *LOGIC AND THE LIMITS OF BANKRUPTCY LAW* (1986).

⁸³ ס' 25 לחוק חדלות פירעון. שלא כבישראל, בארצות הברית עיכוב ההליכים חל מעצם הגשת החברה את הבקשה לפתיחת הליך חדלות פירעון בעניינה, ללא כל צורך בצו שיפוטי מפורש בדבר. עיכוב זה מכונה בהתאמה "Automatic Stay", ראו 11 U.S.C. § 362(a). Bankruptcy Code.

⁸⁴ האן **חדלות פירעון**, לעיל ה"ש 3, בעמ' 236–249.

⁸⁵ אומנם קיים חריג בסעיף 36 לחוק חדלות פירעון, שלפיו בית המשפט מוסמך למנות נושאי משרה בחברה כ"נאמן" בהליך, אולם זהו חריג בלבד, ומכל מקום הוא מחייב מינוי נאמן חיצוני נוסף, לצד ההנהלה. חריג זה הופעל בבית המשפט בתדל"ת (מחוזי ת"א) 37468-03-20 **אינפיבונד בע"מ נ' הממונה על הליכי חדלות פירעון** (נבו 25.3.2020) ובחדל"ת (מחוזי ב"ש) 11925-04-20 **בגיר גרופ בע"מ נ' הממונה על הליכי חדלות הפירעון** (נבו 20.4.2020). אך

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 בעניינה.⁸⁶ שנית, פתיחת הליך חדלות פירעון רשמי לחברה עלול לפגוע במחזיקי איגרות החוב, משום שהמסחר בשוק המשני באיגרות 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") שלילי. התפיסה הרווחת בשוק היא כי הליך זה מקבע בתודעה את כישלונה העסקי של החברה וחותמהו בחותם שיפוטי רשמי.⁸⁸ דבר זה עלול להיות לחברה לרועץ. המוניטין של החברה נפגע וכך 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 אפוא כי דווקא בעת היותה של חברה בקשיים כספיים, תקופה שבה הניווט בין בעלי המניות מזה לנושים מזה ובין הנושים השונים לבין עצמם, הוא המאתגר והקשה מכול; התנאים הסביבתיים במשפט הישראלי אינם מאירים פנים להנהלת החברה. הם אינם מעודדים אותה לקבלת החלטות מושכלת ויעילה. יוער כי המשפט האמריקני שונה בעניין זה. דיני חדלות הפירעון האמריקניים, ובייחוד Chapter 11 של ה-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 שבכפיפות 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 אגב התמודדות קיבוצית עם כלל נושיה, כאשר התיוג השלילי שם של הליך זה חלש מן התיוג האמור בשוק הישראלי בשל היעדר 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 איגרות חוב, עדכנו את דפוסי ההתנהלות שלהם והתאימו אותם למציאות של חברות הנקלעות למשברים כספיים ולהסדרי חוב איתם. 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.

ראו חדל"ת (מחוזי ת"א) 16190-06-20 ו.א.ס.א.י וול סטריט ישראל בע"מ נ' הממונה על הליכי חדלות פירעון (נבו) (11.6.2020).

⁸⁶ האן חדלות פירעון, לעיל ה"ש 3, בעמ' 236–238, פס' 8.15–8.18.

⁸⁷ ראו ה"ש 18 לעיל.

⁸⁸ ראו ה"ש 20 לעיל.

⁸⁹ Bankruptcy Code, 11 U.S.C. § 1101(1), 110.

לא פעם המחזיקים מבכרים להתנהל במישרין מול החברה וקברניטיה באופן לא רשמי אגב קבלת עדכונים ומידע נדרש מטעמן, ובמידת הצורך גם מנהלים משא ומתן עם החברה על אפשרות לגיבוש הסדר חוב איתם. התנהלות כאמור של מחזיקי איגרות החוב נמשכת לא פעם אפילו כשהחברה לא עמדה בתשלום כספי אחד או יותר כלפיהם.⁹⁰

השחקנים בשוק ההון לא הסתפקו במגעים ישירים בין החברה לבין נושיה בכלל ולמחזיקי איגרות החוב בפרט. עם הזמן פיתחו הצדדים גם פרקטיקה חדשה ולא רשמית בשטח. לפי פרקטיקה זו, משעה שהחברה נקלעה לקשיים כספיים, ולמחזיקי איגרות החוב עומדת כעיקרון זכות לאכוף את זכותם לפירעון כלפיה, החברה מסכמת על הסכם "שביתת נשק" זמני עם הנושים (standstill agreement).⁹¹ לפי הסכם זה, החברה מתחייבת (א) לעדכן את הנושים בעדכונים שונים כפי שמסוכם ביניהם; (ב) להימנע מלנקוט פעולות מסוימות או להחליט החלטות מסוימות מבלי לעדכן בכך מראש את הנושים או לקבל את אישורם של הנושים לכך. בכלל הפעולות שבעניינן 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 כלפי החברה. הנושים אינם צפויים לפעול נגד החברה, לאכוף זכויות כלפיה, להעמיד את חובה לפירעון מידי או להגיש נגדה בקשה לפתיחת הליך חדלות פירעון. עם זה מקובל עוד בהסכמי ה-standstill בישראל שהנושים 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 בפניהם. כך אפוא משעה זו ואילך החברה מוסיפה להתנהל בידי נושאי המשרה שלה,

⁹⁰ פר"ק (מחזית ת"א) 23117-06-16 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (נבו 2.9.2018); פר"ק (מחזית ת"א) 42633-12-17 בנק הפועלים בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (נבו 22.4.2018) (להלן: עניין אינטרנט זהב); פר"ק (מחזית ת"א) 12230-04-12 דלק נדל"ן בע"מ נ' רוניק פז נבו נאמנויות בע"מ (נבו 31.1.2012); פר"ק (מחזית מר') 61098-06-15 מנהל קמעונאות בע"מ נ' אלון רבוע כחול ישראל בע"מ (נבו 1.7.2015). עם זאת חוק ניירות ערך, כפי שתוקן בחוק חדלות פירעון, מחייב כיום נאמני איגרות חוב לפנות אל בית המשפט ולבקש פתיחתו של הליך חדלות פירעון רשמי בעניינה של חברה אשר פיגרה ולו בתשלום אחד למחזיקי איגרות החוב שלה. ראו ס' 35(ד2) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. לביקורת הוראה זו ראו האן חדלות פירעון, לעיל ה"ש 3, בעמ' 224-227, פס' 7.77-7.84.

⁹¹ על הסכמי standstill, ראו למשל Steven L. Schwarcz, *Sovereign Debt Restructuring: A* William W. ; *Bankruptcy Reorganization Approach*, 85 CORNELL L. REV. 956, 968 (1999) Bratton & G. Mitu Gulati, *Sovereign Debt Reform and the Best Interest of Creditors*, Mark J. Roe, *The Derivatives Market's Payment* 57 VAND. L. REV. 1, 30 (2004) Bob ; *Priorities as Financial Crisis Accelerator*, 63 STAN. L. REV. 539, 565-566 (2011) Wessels & Stephan Madaus, *Business Rescue in Insolvency Law in Europe: Introducing the ELI Business Rescue Report*, 27 INT'L INSOLV. REV. 255 (2018), <https://doi.org/10.1002/iir.1306>.

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 לעסקאות המבוקשות.

כאשר במעלה הפירמידה ההיררכית הרשמית של החברה ניצבת האספה הכללית של בעלי המניות. עם זה מבחינה מעשית, כובד המשקל של קבלת ההחלטות עובר למגרשם של הנושים. הללו הופכים לגורמי השפעה חשובים 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, ובייחוד מחזיקי האיגרות חוב, מכנסים אספות שבהן נדון העניין המופנה אליהם. בסופו של דיון הם מצביעים אם 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 נושיהם. 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. פנייה לקבל את "ברכת הדרך" מן הנושים עובר לקבלת החלטה רשמית של נושאי המשרה בחברה היא מבחינת נושאי החברה מעין "תעודת ביטוח", הלכה למעשה, מפני תביעות להטלת אחריות אישית שעלולות להיות מוגשות נגדם בהמשך.

פרקטיקה עסקית זו היא חשובה מנקודת מבטם של הנושים, ועשויה 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. בשל 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 במהלכים של החברה. כאמור, כוח הווטו מצוי בידיהם בשעה זו. ברצותם יאשרו החלטה שהחברה מבקשת לקדם ומהלך שהיא מבקשת לנקוט וברצותם יסכלו. מנגד, אין כל ערובה או ודאות כי בשעה זו, שבה כוח ההכרעה עובר לידי הנושים, הם אומנם בעלי האינטרס הכלכלי השיורי 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 המטילים 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 השיורי בה.⁹³ מתן כוח וטו בידי הנושים בנסיבות כאמור עלול לעורר אפוא בעיית נציג הפוכה (reverse agency problem), אשר בה ה-owner השיורי הוא בעלי המניות, ואולם כוח ההחלטה מצוי דווקא בידי הנושים.⁹⁴ בין לבין

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

⁹⁴ הספרות המקובלת בדיני החברות מתייחסת למתח שבין בעלי המניות לנושי החברה כמתח שבו בעלי המניות הם בעלי הכוח (agent-ה), הגם שבעל הזכויות הם הנושים (principal-ה). ראו זוהר גושן "בעיית הנציג כתיאוריה מאחדת לדיני תאגידים" ספר זיכרון לגואלטירו פרוקצ'יה 239 (אהרן ברק ואח' עורכים 1997). לפיכך את הבעיה

ניצבים הדירקטורים בעמדה מורכבת: הסמכות לקצוב את כהונתם עודה מסורה לאספה 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 לנושים בדירקטוריון

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 ענייניות בחברות החוות קשיים כספיים ולשפרה. כפי שהסברנו בחלקים הקודמים, מדובר במשימה כמעט סיוזיפית, משום שהנושים אינם קבוצה אחידה בעלת אינטרסים זהים. ההפך הוא הנכון: למעשה, הדבר היחיד שמאחד את הנושים הוא נשייתם כלפי החברה. מלבד זאת, לתת-הקטגוריה המכונה "נושים" יש 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 בבלעדיות. החובה לשקול את עניינם של הנושים לפי סעיף 288 לחוק חדלות פירעון נדרשת להתמודד תמידית עם חובת הדירקטורים להשיא את ערך החברה (ולהתייחס 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 שבה מבקש החוק לטפל: ניהול חברות בקשיים

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 בדיני החברות, ראו Asaf Eckstein & Gideon Parchomovsky, *The Agent's Problem*, 70 DUKE L.J. 1509 (2021).

⁹⁵ יובן מאלי 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, בתת-פרק ב.2.

⁹⁶ ס' 288(ב)(1) לחוק חדלות פירעון.

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 האינטרסים 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 ולנסות להשפיע ישירות על מהלכי החברה, במסגרת האמונה על קבלת ההחלטות בחברה והנושאת באחריות להחלטות אלה.⁹⁷ מינוי נציגות שיבחרו הנושים לדירקטוריון יאפשר לנושים לבטא בבירור ובאחריות את העדפותיהם ולשלבן בשיקולי החברה ובהחלטותיה. מינוי כאמור של דירקטורים מטעם הנושים יאזן גם את פערי המידע שבין החברה לבנינם.⁹⁸ מדובר בנציגים מטעם הנושים המסיכים אל שולחן קבלת ההחלטות של החברה כשהם מודעים לצורכי הנושים ולהעדפותיהם ומבטאים אותם בזמן אמת. מעצם השתתפותו בישיבות הדירקטוריון יוכל נציג הנושים לשכנע את חבריו וחברותיו בדירקטוריון בצדקת עמדת הנושים ובראייתם 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 ציינו שגם נושים אלה אינם עשויים מקשה אחת, וכי אפשר שתהיינה להם העדפות

⁹⁷ בהקשר אחר נהוג בארצות הברית להתנות ולמנות דירקטור מטעם בעלי מניות בכורה כל עוד החברה מפגרת בתשלום דייווידנד הבכורה כלפיהם. ראו Ben Walther, *The Peril and Promise of Preferred Stock*, 39 DEL. J. CORP. L. 161 (2014); Richard M. Buxbaum, *Preferred Stock--Law and*, 42 CALIF. L. REV. 243 (1954); Harvey R. Miller, *Corporate Governance in ; Draftsmanship*, 23 SETON HALL L. REV. 1467 (1993); *Chapter 11: The Fiduciary Relationship between Directors and Stockholders of Solvent and Prospectus*, GOLDMAN SACHS GROUP, INC., 21 (Sep. 19, 2011), <https://tinyurl.com/x7y34j4b> (הנפקה של מניות מסדרת K: "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')").

⁹⁸ על פערי מידע בין חברה לנושיה ראו Frederick Tung, *Limited Liability and Creditors' Rights*, 34 GA. L. REV. 547 (2000); Simone M. Sepe, *Directors' Duty to Creditors and the Debt Contract*, 1 J. BUS. & TECH. L. 553 (2007); Remus D. Valsan & Moin A. Yahya, *Shareholders, Creditors, and Directors' Fiduciary Duties: A Law and Finance Approach*, 2 VA. L. & BUS. REV. 1 (2007).

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 היא אף עלולה לפגום בו ולשמש מתכון לשיתוק, חלילה, של הדירקטוריון. לפיכך אנו מציעים כי ימונו דירקטורים אשר ייבחרו בידי 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 בה; שנית, עניינינו בדירקטוריון החברה ולא בהנהלתה. בשונה מן ההנהלה, דירקטוריון בוחן את החברה בחינת אסטרטגית, מגובה רב, ומפקח על תפקוד הנהלתה.¹⁰⁰ אין הוא צריך לעשות זאת ברזולוציות יתר. לפיכך אף בעניין הפער שבין הנושים לבעלי המניות לא יהא נכון שהרכב הדירקטוריון ישקף רזולוציות יתר שעניינה כבר פרטים קונקרטיים. הפרספקטיבה הכללית של הנושים – כן; פרספקטיבה ייחודית של נושה זה או אחר, לפי ייחודו – דיה להנהלה כי תעסוק בכך, לפי מדיניות הדירקטוריון והנחייתו; שלישית, בכל העולם, מתמנה בהליכי חדלות פירעון המתנהלים בבית המשפט – ואשר בהם ברי כי לזכויות הנושים הבכורה – נאמן אחד, האמון על זכויות כל הנושים, ללא פיצול והבחנה בין נאמן לזכויות נושים מסוג x לנאמן אחר לזכויות נושים מסוג y. כלומר, הגם שקיימים הבדלים מסוימים בין האינטרסים של נושים לא מובטחים, הינה בתפקוד הניהולי 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 בהצבעות באספות סוג של נושים על תוכנית 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 בפתיחות, במקצועיות, בעניינים עסקיים ובענייניות. כפי שדירקטורים מטעם הנושים יוכלו להשפיע על חבריהם לדירקטוריון, גם החברים לדירקטוריון 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

⁹⁹ ראו לעיל, בתת-פרק ב.2.

¹⁰⁰ ס' 92 (א) לחוק החברות.

¹⁰¹ ראו ס' 84 לחוק חדלות פירעון; האן **חדלות פירעון**, לעיל ה"ש 3, פס' 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, 654–662 (1992). המאמר מציג את יחסי הכוחות בין הנציגים השונים בתאגיד, כאשר עיקר הדיון מתמקד במערכת היחסים בין בעלי מניות המיעוט לבין ההנהלה. בעוד בעלי מניות המחזיקים

כאמור עלולה להביא את הנושים במצבים רבים לנקוט כלפי החברה צעדים של אכיפת זכויות ואף ליזום הליכי חדלות פירעון רשמיים בעניינה בטרם עת. ודוק, כפי שעוד יובהר להלן, נציג הנושים ישמש דירקטור לכל דבר ועניין – הן מבחינת זכויותיו והן מבחינת חובותיו בדירקטוריון. כמו יתר הדירקטורים, הוא יהיה כפוף לחובת הזהירות ולחובת האמונים החלות על דירקטורים לפי הוראות חוק החברות. חובותיו אלה יהיו כמובן כלפי החברה בכללותה ולא רק כלפי הנושים שתמכו במינויו לדירקטוריון. למען הסר ספק נסיף שהאחריות תחול עליו בנוגע לכל מעשה או מחדל שלהם אחראי הדירקטוריון ולא רק בנוגע לאלה הנוגעים בנושים.¹⁰³ להלן יפורטו פרטי הצעתנו.

היזומה למינוי דירקטור מטעם הנושים

לפי המתווה שאנו מציעים, הן הנושים והן החברה יהיו זכאים ליזום את שילובו של דירקטור מטעם הנושים בדירקטוריון של חברה בקשיים. על פני הדברים, 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. לעיתים הם יעדיפו שלא לקבל ייצוג מטעמם בדירקטוריון

במשרות ניהוליות בחברה מעורבים יותר בפיקוח והחלטות התאגיד, זאת לצד משא ומתן מול נושאי המשרה שאינם בעלי מניות, בעלי מניות המיעוט הינם משקיעים פסיביים בעלי יכולת מועטה, אם בכלל, להיות צד במשא ומתן בהכוננת החלטותיו של התאגיד. הבחנה זו יוצרת ציפייה שונה אצל בעלי המניות, אשר לכולם זכות שיוטית בחברה, המקבלת ביטוי בחיי המעשה בחברות ציבוריות. בעיה זו אינה שונה אצל נושי החברה. היכולת של נושה להיות מעורב בקבלת החלטות עשוי לשנות את הפרספקטיבה בה הוא בוחן ואף מנהל את המשא ומתן מול החברה. בקרה אקטיבית של נושים עשוי להפחית את פערי האינטרסים בין הצדדים וכתוצאה מכך להשפיע לחיוב על עלויות העסקה, חייה העסקיים של חברה, יצירת אמון ואף להפחית התערבויות משפטיות המנסות לגשר על פערי האינטרסים השונים.

¹⁰³ במובן זה, הצעתנו שונה מן הפרקטיקה שהפעילו בתי המשפט מדי פעם למנות משקיף לדירקטוריון של חברה משהוגשה נגדה בקשה לבית המשפט לפתיחת הליך הבראה בעניינה. ראו למשל פר"ק (מחוזי ת"א) 13-04-36681-13 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' אי די בי חברה לפתוח בע"מ (נבו 30.4.2013); פר"ק (מחוזי ת"א) 17-12-42633-13 חברת יורקום תקשורת בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (נבו 25.12.2017). הצעתנו שונה מפונקציית המשקיף האמורה בשלושה אלה: (א) המשקיף ממונה רק לאחר הגשת בקשה לבית המשפט לפתיחת הליך חדלות פירעון לחברה, ואילו 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 לחשוש את הנושים לאחריות לפי סעיף 106 לחוק החברות. ראו בעניין זה את אנלוגיית קרנות הגידור. בשוק ההון נוצרה פרקטיקה שלפיה קרנות גידור ממנות נציג בדירקטוריון, אולם אין בכך משום הפרה של סעיף 106 לחוק. ראו לאון אנדג'ר "אקטיביזם של בעלי מניות: דיון תאורטי והשוואתי" מחקר משפט 191 (2015); Assaf Hamdani & Sharon Hannes, *Institutional Investors*, in *COMPARATIVE CORPORATE GOVERNANCE* 368 (Afra Afsharipour & Martin Gelter eds., 2021); רחלי בינרמן "קרנות הגידור נושכות, המוסדיים מזיזים דח"צים: האקטיביזם של בעלי המניות בישראל" כלכליסט (21.1.2018) <https://bit.ly/3GosEK1>.

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. בשונה מאלה, הנושים המובטחים זכו בכינויים זה לא בכדי. חובות החברה כלפי הנושים המובטחים נמצאים בסיכון אי-פירעון קטן בהרבה מזה שנמצאים בו חובותיה הלא מובטחים. בידי הנושים המובטחים אמצעי אכיפת זכויות ישירים על הנכסים המשועבדים להם אשר מכוחם מוגנות זכויותיהם טוב יותר.¹⁰⁵ לכן לשיטתנו נכון שלא להכליל במניין הנושים שימנו דירקטור.

מנגד, על מנת שלא להפוך את הדרישה למינוי דירקטור לחרב, או אמצעי לחץ, שכל נושה לבדו יוכל לנופף בה ולהלך אימים על החברה לשם קידום זכויותיו הפרטיות, אנו מציעים כי דרישה למינוי דירקטור מטעמם 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 אספת נושים, לפי רישומי הנושים בחברה, והדירקטור ייבחר בהצבעה רובנית, כאשר כוח ההצבעה של כל נושה יחושב לפי סכום נשייתו. הגם שתיתכנה נקודות השקפה שונות בקרב הנושים הלא מובטחים, נקודה שעליה עמדנו בפרק ב, בסופו של דבר הם מאוחדים ברצונם שהחברה תתנהל באחריות כדי להבטיח ככל האפשר את שימור ערכה ואת יכולת 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, ובייחוד 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

¹⁰⁵ ראו ס' 245 לחוק חדלות פירעון (העוסק בנושים בעלי זכויות פירעון מיוחדות ככלל (לתאגיד בהפעלה ראו שם, בס' 61), וקובע כי בית המשפט יאשר את מימוש הנכס המשועבד בשעבוד קבוע אם אין אפשרות להבטיח הגנה הולמת לנושה המובטח). עוד ראו שם, בס' 61(א)(1)(ב) (העוסק במקרה של תאגיד בהפעלה וקובע כי נאמן רשאי במהלך עסקים רגיל של תאגיד בהפעלה להשתמש בנכס משועבד בשעבוד קבוע / שעבוד צף אלא אם הוכח לבית המשפט שלא תהיה הגנה הולמת לנושה המובטח). ראו גם דוד האן "הגנה הולמת לחובות מובטחים בהבראת חברות" משפטים לב 247 (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 בארצות הברית (Bankruptcy Code, 11 U.S.C. § 303). יוער כי כל סדרת איגרות חוב תיחשב לעניין זה (בשונה מלעניין הצבעות באספות נושים) לנושה נפרד.

¹⁰⁷ כיום קובע חוק חדלות פירעון "חזקת חדלות פירעון" בנסיבות אחרות. סעיף 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 בסעיף 10 לחוק ואינה באה לגרוע ממנה.

השמעת קולם במסגרת קבלת ההחלטות של חברה בקשיים. כדי לתמרץ דירקטוריונים של חברות לנקוט מהלך של שילוב נציג נשים, אנו מציעים ליצור חוץ מבטחים חדש עבור דירקטוריונים שיבחרו לעשות כן. הדרך המיטבית והפשוטה ביותר לעשות זאת היא בתוספת לסעיף 288 בדבר חזקת תקינות לחברי דירקטוריון אשר יזמו מינוי של דירקטור מטעם הנשים או שנענו לדרישה כאמור שדרשו הנשים ושיתפו עימם פעולה לקידום מינוי כאמור. ברור לנו כי החברה אינה יכולה לכפות, נחרצות, מינוי כאמור על הנשים בניגוד לדעתם. לפיכך ולשם יצירת איזון, אנו מציעים ליתן בידי הנשים את הכוח להתנגד, בהצבעה, ליוזמת החברה האמורה. עם זה משביקשה החברה לשלב דירקטור מטעם הנשים לשם ביטוי קולקטיבי של העדפותיהם, והללו התנגדו לכך – ייתן משקל ליוזמה האמורה של החברה בכל מהלך אכיפה אינדיבידואלי של נושה לא מובטח מכאן ולהבא.¹⁰⁸ הטעם לכך הוא שכשם שבעלי המניות ומקבלי ההחלטות בחברה צריכים להתחשב במאוויי הנשים ולהגן עליהם, ראוי שגם הנשים יתחשבו במצוקת החברה ובעלי האינטרסים בה ולא יגררו אותה אל עברי פי פחת מתוך ראייה צרה ודוקנית.

מספר הדירקטורים שימונו מטעם הנשים

הצעתנו היא לאפשר לחברות למנות דירקטור אחד או יותר מטעם הנשים לפי ראות עיניהן. מנגד, אם הנשים 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. מובן שיקומו ספקנים ויגידו שאין די במינוי דירקטור אחד של הנשים 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 הנשים; שנית, להלן נציע כי כל דירקטור מטעם הנשים 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 הנשים 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 והנשים, במשולב. ההצעה נועדה כאמור לאפשר לחברות בקשיים להתנהל ולהתקיים ללא חשש תמידי שנושה יחיד כזה או אחר יקיץ את הקץ על החברה או יאלצה לפעול לפי רצונו, או שהיא תיגרר להליכים משפטיים יקרים וארוכים. לבסוף, ונקודה זו קשורה לקודמתה, אין אנו מבקשים להפוך את הדירקטוריון לזירה לעומתית שבה מתגוששים דירקטורים בעלי אינטרסים מנוגדים. כפי שיובהר עוד להלן, הדירקטור המייצג את הנשים יישא באותן חובות בדיוק כמו שאר הדירקטורים. בראש ובראשונה תחול עליו החובה להפעיל שיקול דעת עצמאי בקדמו את טובת החברה. משמעות הדברים היא שהדירקטור מטעם הנשים יצטרך להביא בחשבון את טובתם של כל בעלי האינטרסים בחברה, הן בעלי המניות והן הנשים. בהתאמה, כל הדירקטורים אמורים לחתור כאחד להגשמת אותן מטרות משפטיות. מתן הייצוג לנשים אמור לאפשר להם להביא את

¹⁰⁸ על כך ראו לעיל, בפרק ג.

שיקוליהם לידי ביטוי 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 לידי הנושים בלעדית, אלא להבטיח את התנהלותה האחראית אגב שילוב הולם של אינטרס הנושים במארג האינטרסים שישקללו מקבלי ההחלטות. זו גם תכלית הצעתנו. העברה מוחלטת של סמכויות ניהול החברה לידי הנושים תחטיא את המטרה.

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 וייתיר לכשיחלפו הקשיים. אולם אין אפשרות לדעת מראש כמה זמן תארך התקופה האמורה, ומחלוקות רבות צפויות להינטש לאורך ציר הזמן בדבר השאלה אם החברה כבר נחלצה מקשייה אם 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 מהתליה כאמור.¹⁰⁹ אשר על כן, מוטב לדעתנו להגביל את משך המינוי לתקופה כאמור, ואם הקשיים הכלכליים יימשכו מעבר לתקופה שנקצבה, המינוי יתחדש לתקופה קצובה נוספת עד שהחברה תצליח לצאת מן הקשיים שאליהם 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 ושל הנושים מזה, אך המקבל החלטות בסופו של דבר באופן ענייני לטובת החברה. לפיכך אין לייצר כוח וטו משפטי לשום תת-קבוצה של דירקטורים בקרב הדירקטוריון ואין לייחס לשום גורם כזה או אחר בדירקטוריון עמדת רוב

¹⁰⁹ השווה 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, 1687 (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– (1985); 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).

או מיעוט א-פריורית;¹¹⁰ שנית, מתן כוח וטו לדיקטור מטעם הנושים אינו מתיישב עם גישתנו שלהלן, אשר לפיה נכון וראוי לקבוע אחריות משפטית יחד ולחוד של כל הדיקטורים מבלי להבחין בין דיקטור שמונה מטעם בעלי המניות לבין דיקטור שמונה מטעם הנושים. מובן מאליו כי מתן כוח וטו רשמי בדיקטוריון לדיקטור כזה או אחר אינו מתיישב ואינו עולה בקנה אחד עם הטלת אחריות משותפת על הדיקטורים; שלישית, כאמור, משקלו הסגולי של דיקטור מטעם הנושים ממילא יבוא לידי ביטוי ניכר בקרב הדיקטוריון, דרך ועדותיו. לשם כך אנו מציעים עוד כי כל דיקטור שמונה מטעם הנושים יכהן כחבר בוועדת הביקורת ובוועדת התגמול של הדיקטוריון, עם הדח"צים והדב"תים יחד.

אופי אחריותו של הדיקטור מטעם הנושים

לפי הצעתנו, כל הדיקטורים שיכהנו בדיקטוריון, הן אלה שמונו בידי בעלי המניות (ובכללם אף הדיקטורים החיצוניים והדיקטורים הבלתי תלויים) והן אלה שמונו בידי הנושים, יפעלו לפי המבחן המשפטי של קידום טובת החברה ויישאו באחריות משפטית משותפת לפעולות הדיקטוריון, להחלטותיו או למחדליו, יחד ולחוד.¹¹¹ אין להפריד בין אחריותם של דיקטורים שמונו מטעם בעלי המניות לבין אחריותם של דיקטורים שמונו מטעם הנושים.¹¹² ישאל השואל: אם חובת כל אחד מן הדיקטורים היא לפעול לטובת החברה ולא לטובת הנושים שמינוהו לבדם, בין שמונה בידי בעלי המניות ובין שמונה בידי הנושים, מה הרבותא או הנפקות שבהצעתנו למינוי דיקטור מטעם הנושים? תשובתנו היא כי בכל זאת קיים הפרש מסוים בין החובה המשפטית הנוקשה ובין הממד הרך, של מציאות החיים, והפרש זה הוא הרבותא שתבוא לידי ביטוי במינוי דיקטור מטעם הנושים. החובה המשפטית הברורה של הדיקטוריון, כולו (לרבות דיקטורים שמונו בידי הנושים), היא לפעול לטובת החברה. ברם הספרות האקדמית מלמדת כי מבלי לגרוע מן הנורמות המשפטיות החלות עליו, טבעו של אדם לגלות רגישות לעניינו של זה שמינה אותו.¹¹³

¹¹⁰ Robert Gertner & David Scharfstein, *A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law*, 46 J. FIN. 1189 (1991).

¹¹¹ לנוכח הצעתנו כי כל הדיקטורים יישאו באחריות יחד ולחוד יהיה נכון גם לעגן את כללי הדיווח והגילוי לנושים באופן מסודר מטעם הדיקטוריון כולו, מבלי לגרוע מן הצורך לקבוע בדיני ניירות ערך דרישות גילוי מהותיות החשובות למחזיקי איגרות חוב. בעניין גילוי כאמור, ראו החלטה 6-2009 של רשות ניירות ערך "חובות דיווח של חברות בקשיים (פירוק, כינוס, הקפאת הליכים) על פי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968" (16.8.2009) <https://bit.ly/3eTELwG>. ראו גם את הטקסט הסמוך לה"ש 120 להלן (הפסקה "כינוס אסיפות נושים" בדבר סימטריה בין אספות בעלי מניות לאספות נושים).

¹¹² ראו ה"ש 97 לעיל, והאסמכתאות המובאות שם. בדלוואר המצב דומה לפסיקה בישראל, ראו למשל רע"א 4024/14 **אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' כהן**, פס' 46–50 לפסק דינו של השופט עמית (נבו 26.4.2015) (שם נקבע כי עקרונית דיקטור נושא באחריות אישית למעשיו, אולם עדיין נותר פתח לאחריות קולקטיבית של הדיקטוריון, ויש הגורסים כי הבחנה בין אחריות אישית לאחריות קולקטיבית באה לידי ביטוי על פי עילת התביעה). לדין בארצות הברית בעניין זה, ראו Darian M. Ibrahim, *Individual or Collective Liability for Corporate Directors?* 93 IOWA L. REV. 929 (2008).

¹¹³ ראו Anthony G. Greenwald & Mahzarin R. Banaji, *Implicit Social Cognition: Attitudes, Stereotypes, and Self-esteem*, 102 PSYCHOL. REV. 4 (1995); Anthony D. Greenwald et al., *Self-esteem, and Stereotypes*, 102 PSYCHOL. REV. 4 (1995).

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 בידי הנושים, ובכך תבוא לידי ביטוי מעשי, בגיבוש ההחלטה הקולקטיבית של הדירקטוריון, גם טובת הנושים.

עוד נוסף בעניין זה כי כל הפרדה בין האחריות של דירקטורים שמונו בידי בעלי המניות לאחריות של דירקטורים שמונו בידי 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 שמייצגת אותה ולא את הטובה הכוללת של החברה; שנית, מבחינה ניהולית ומבחינת קבלת החלטות יהפכו הקיטוב האמור והפיצול בין הדירקטורים את הדירקטוריון לגוף קבלת החלטות עקר וקהל. 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 לכונן 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 שמאחורי מהלך זה כפול: בראש ובראשונה, מטרת צעד זה היא לעודד חברות לשלב נציג מטעם הנושים בדירקטוריון שלהן.¹¹⁵

; *Implicit Partisanship: Taking Sides for No Reason*, 83 J. PERS. SOC. PSYCHOL. 367 (2002) Dolly Chugh, Max H. Bazerman & Mahzarin R. Banaji, *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 (Don A. Moore at el. eds., 2005). אף הפסיקה בישראל התייחסה לאמור, ראו למשל את החלטתה של השופטת רונן בת"צ (כלכלית ת"א) 7477-10-11 **גולדשטיין נ' פינרוס החזקות בע"מ**, פס' 68–78 (נבו 18.3.2013) (שם הבחינה השופטת רונן בין ניגוד עניינים ישיר וברור של דירקטורים לבין השפעה עקיפה על הדירקטורים מצד 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, לפי הנסיבות. ראו את הטקסט הקודם לה"ש 108 לעיל.

¹¹⁵ ראו Susan C. Morse, *Safe Harbors, Sure Shipwrecks*, 49 U.C.D. L. REV. 1385, 1397 (2016) ; Edward Lee, *Decoding the DMCA Safe Harbors*, 32 COLUM. J.L. & ARTS 233 (2008). ראו גם

מן הטעמים שפירטנו יש ערך רב במינוי מעין זה. עם זאת האינטרסים האישיים הצרים של בעלי המניות עלולים לחתור תחת נקיטת יוזמה ברוכה זו;¹¹⁶ שנית, אנו בדעה שחוק המבטחים החדש שאנו מציעים נחוץ כדי ליצור הרמוניה חקיקתית לאור הוראת סעיף 288(ב) במתכונתו הנוכחית. כזכור, הסעיף מעניק חזקת תקינות מפני תביעות נושים לחברי דירקטוריון שנועצו במומחה להבראת חברות. מנקודת ראותם של הנושים, ייצוג בדירקטוריון מקנה הגנה טובה ואפקטיבית לאינטרסים שלהם לא פחות מקבלת ייעוץ מקצועי חיצוני. כך 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 חוק המבטחים שאנו מציעים, 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 אם שילוב דירקטור מטעם הנושים אמור לעצור בעד כל נושה לא מובטח לאכוף את זכותו הספציפית כלפי החברה. לשון אחר: האם יהיה נכון לקבוע כי מינוי דירקטור מטעם הנושים יחולל עיכוב הליכים אוטומטי כלפי נושי החברה וימיר את משטר התנהלות החברה מול נושה 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 על הנושים, חברות שונות היו עשויות

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 נגזרת בטענה שבעצם נקיטת היוזמה של החברה למנות דירקטור מטעם הנושים הם פוגעים בטובת החברה ולבקש לחייבם באחריות אישית בשל כך. השוו למשל לתביעת / בקשת חברת דור אלון אשר טענה כי עצם העמדת איגרות החוב שלה לפירעון מידי בידי נאמני איגרות החוב עולה כדי חוסר תום לב מצידם. ראו פר"ק (מחוזי מר') 1777-08-16 "אלון" חברת הדלק לישראל בע"מ נ' הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ (נבו 5.6.2017).

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 "אבני נגף בדין התאגידי", 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 בפתיחת הליך bankruptcy מצד החברה עצמה בארצות הברית ומכונה שם "Automatic Stay" (ראו ה"ש 83 לעיל). מנגנון דומה קבוע כיום בפרק "משא ומתן מוגן" שבחוק חדלות פירעון (ראו ס' 337–345 לחוק), ברם דרישות הכשירות לפתיחה במהלך של "משא ומתן מוגן" הופכות אותו לכלי שאין לו דורש. על כך, ראו ה"ש 9 לעיל.

לפעול למינני דירקטור מטעם הנושים לצורך השגת יתרון כאמור מול נושיהן. אולם לא בשל כך טמונה התנגדותנו להחלת משטר קיבוצי על 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 שעדיין יש בכוחה להתנהל והיא אינה מבקשת בהכרח הגנה מפני אכזריות הנושים, אלא מעוניינת בהעשרה ובהשבחה 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 יצא מנקודת הנחה כי בנסיבות העניין החברה אכן פועלת כראוי 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 נכבד.

כינוס אספות נושים

לטעמנו, הצעתנו אמורה להקרין גם על הפרקטיקה של כינוס אספות 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 תשקלל את העדפת הנושים לצד יתר השיקולים. לפיכך, לטעמנו, אין חשיבות או תועלת של ממש בהוספת עוד שכבה של החלטה במסגרת אספות נושים. דומנו כי דרישה לאשר כל עניין גם באספות נושים בשלב זה שבו נתונה החברה תוביל אך להכבדה ולסרבול שלא לצורך בקבלת ההחלטות. לטעמנו, יש מקום לשקול תחולה סימטרית בין אספה כללית של בעלי מניות (בחברה בשגרה) לבין כינוס אספות נושים (בחברה המצויה בקשיים כספיים). רצוננו לומר: אותם נושאים שבהם נדרשים אישור או החלטה של אספה 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 אספות נושים בעת שהחברה מצויה בקשיים כספיים.¹²⁰ ברם בשאר הנושאים

¹¹⁹ האן חדלות פירעון, לעיל ה"ש 3, בעמ' 355.

¹²⁰ ראו ס' 57, 59 לחוק החברות. ראו גם ס' 135–135; 135 יב לחוק ניירות ערך. מקביעה כאמור תוחרג החלטה על מינוי דירקטורים מטעם בעלי המניות, אשר מטבע הדברים אימנם תדרוש את אישור האספה הכללית של בעלי המניות אך לא את אישור אספת הנושים. ראו Barry E. Adler, *Financial and Political Theories of American* (1993) 311 STAN. L. REV. 45; Michael Hartzmark et al., *Fraud on the ; Corporate Bankruptcy*, 2011 COLUM. MARKET: ANALYSIS OF THE EFFICIENCY OF THE CORPORATE BOND MARKET, 654 BUS. L. REV. 311 (2009). ראו גם Charles K. Whitehead, *The Evolution of Debt: Covenants, the* (2009) 641 J. CORP. L. 34; Paul Gompers & Josh ; *Credit Market, and Corporate Governance*, 34 J. CORP. L. 641 (2009).

— דיו לדיקטוריון, 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 אספות 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 אספה כללית של בעלי המניות לא ידרשו לעת הזו אישור של אספת נושים. דיו לדיקטוריון, המועשר בדיקטור מועם 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 העיקריות של ועדת אנדורן הייתה כי חברות שטרם הפרו התחייבות תשלום שהן מחויבות בה יוכלו לפתוח מרצונן, ללא מעורבות בית המשפט, במשא ומתן לגיבוש הסדר חוב מקיף עם נושיהן (הוועדה התמקדה במחזיקי איגרות חוב). במסגרת מהלך כאמור המליצה הוועדה כי הנושים, מחזיקי איגרות החוב של החברה, יורשו למנות משקיף מטעמם לדיקטוריון החברה.¹²² על פני הדברים 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.

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 איגרות חוב, ספקים, נותני שירותים ועוד). בנוסף, ועדת אנדורן המליצה על מינוי משקיף רק בשלב שבו החברה פותחת באופן רצוני במשא ומתן עם מחזיקי איגרות החוב 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 הדיקטוריון, אף אם הצדדים אינם מתיישבים באותה עת לגיבוש הסדר חוב רשמי.

ההבדלים המהותיים שבין המלצת ועדת אנדורן לבין הצעתנו נעים סביב מהות תפקידו של הדיקטור לעומת תפקיד המשקיף. ראשית, קיים פער ניכר בין סמכויות המשקיף לסמכויות

Lerner, *The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements*, 39 J.L. & ECON. 463 (1996).

¹²¹ משרד האוצר דו"ח הוועדה לבחינת הסדרי חוב בישראל (נובמבר 2014) <https://tinyurl.com/nmxan6va> (עודכן 12.12.2014). על שם יושבת ראש הוועדה, גב' יעל אנדורן, מנכ"לית משרד האוצר באותה עת.

¹²² שם, בעמ' 69–71. המלצה זו נכללה בחוק חדלות פירעון במסגרת המסלול החדש של "משא ומתן מוגן" (ראו ס' 341(א) לחוק). למיטב ידיעתנו, עד כה לא נפתחה ולו יוזמה אחת של "משא ומתן מוגן" על ידי חברה כלשהי בשוק.

הדירקטור. המשקיף אינו בעל זכות הצבעה בדירקטוריון. לעומתו, הדירקטור הוא חלק בלתי נפרד מצוות מקבלי ההחלטות בדירקטוריון והשפעתו אפוא רבה יותר. הדירקטור אינו אך משקיף מן הצד על הנעשה כי אם מביא את זווית מבטם של הנושים אל תוככי קבלת ההחלטות בחברה. בכך הוא משיב 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 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 אגב 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 אנדרון למשקיף שעליו המליצה. לבסוף, המשקיף אמור לדווח לנושים על הנעשה בדירקטוריון, אולם הוא אינו נושא בכל אחריות שהיא לפעולותיו, לדיווחיו ולהמלצותיו. לעומתו, הדירקטור שאנו מציעים נושא באחריות להחלטות הדירקטוריון ככל דירקטור אחר. אנו מסתייגים ממתן סמכויות בלא הטלת חובות ואחריות, ולו כלשהן, לצד סמכויות אלה. ההמלצה על המשקיף מעניקה לפונקצייה זו סמכות, גם אם מוגבלת, אשר שוברת 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 לא ראויים של הסתרת מידע תחת גילוי המלא. ספק בעינינו אם פונקצייה כאמור, שאף אינה נתונה לביקורת שיפוטית בשלב המשא ומתן הרצוני בין החברה למחזיקי איגרות החוב על פי מתווה ועדת אנדרון, היא מנגנון רצוי. אנו דוגלים בנשיאה באחריות של דירקטור מטעם הנושים עם שאר הדירקטורים יחד, מן הטעמים שעליהם הרחבנו לעיל, בעת הצגת הצעתנו על שלל היבטיה.

ו. התנגדויות אפשריות

בחלק זה נתייחס לשתי התנגדויות אפשריות להצעתנו. ההתנגדות האפשרית הראשונה שבה נדון מתמקדת בטענה שבשל מגוון האינטרסים שיש לנושים, אין די במינוי נציג אחד מטעמם, ויש ליתן ביטוי לשלל האינטרסים הקיימים בקרב נושים. ההתנגדות השנייה שאליה נתייחס היא 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 שווייה 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, את התועלות ואת ההעדפות של בעלי המניות מזה ושל הנושים מזה. על פני הדברים 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 שהעלינו בתת-פרק ב.2. והפיכתה לקרדום לחפור בו תחת הצעתנו. יבוא ויטען הטוען שאם אכן ציבור הנושים אינו עשוי מקשה אחת אלא חבורות חבורות, מה רבותא יש במינוי נציג לדירקטוריון מטעם הנושים? דירקטור זה עלול לייצג אינטרס של קבוצות נושים מסוימות – מסתמא, אלו שבחרו בו – ולדחוק לקרן זווית אינטרסים של קבוצות 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 אֶתגר, ויוסיף לאתגר, את המשפט.¹²³ מדובר בנתון עובדתי שכל הסדר משפטי חייב להתמודד עימו, ובכלל זה דיני החברות ודיני חדלות הפירעון, כמו גם הצעתנו במאמר זה. כפי שמערכת הדין הקיימת שואפת ליתן מענה הולם לצורכיהם של הנושים ככלל, כך גם הצעתנו. מובן שבמצבים מסוימים עלולות להתגלע התנגשויות בין קבוצת נושים מסוימת לבין קבוצת נושים אחרת. במצבים אלה אין מנוס מלבכר את העדפותיה של קבוצה אחת על פני רעותה.¹²⁴ ההצעה שלנו מאפשרת לבצע הכרעות מעין אלה בראייה רחבה של האינטרסים של כלל הנושים ובדיון מושכל ותם לב במסגרת הדירקטוריון עובר להכרעה.¹²⁵ נציין גם שאף בין בעלי מניות קיימים הבדלי אינטרסים מובהקים. 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 – בשונה מזו של דיני חדלות פירעון – היא להתייחס אל הנושים, לפחות אל אלו הלא מובטחים, כאל קבוצה אחת, בעלת העדפה הומוגנית, העומדת אל מול קבוצת בעלי המניות. התבוננות זו אינה נטולת היגיון. גם בעלי המניות מתאפיינים בשונות. ההעדפות השונות של בעלי המניות מקבלות ביטוי באמצעות מנגנוני הצבעה, המאמצים את דעת

¹²³ ראו ה"ש 70 ו-71 לעיל, וההפניות המוזכרות שם.

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

¹²⁵ בהקשר זה, ראו את קביעתו של בית המשפט העליון באשר לניגוד אינטרסים המצוי באספות סוג של נושים בע"א 3782/09 **לגין אריות מזון בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ** (נבו 25.2.2014). כך נקבע שכדי למתן כוח מיקוח מופרז של נושה, בית המשפט יכול למנוע ריבוי סוגים של נושים (ובכך להטביע את התנגדות הנושה היחיד בתוך קבוצה או סוג נושים גדול ורחב) או להחיל את עקרון תום הלב, כאשר סירובו של נושה נראה לא מוצדק בעליל (שם). 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), 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 בין נושים יש לנהוג בזהירות מרבית שמא ייפגעו אינטרסים לגיטימיים של נושים. ראו ע"א 9555/02 **זידאן נ' ברית פיקוח לקואופרציה החקלאית העובדת בע"מ**, פ"ד נט(1) 538 (2004). אנו סבורים שיש להחיל מבחנים דומים גם במקרה שדירקטור מטעם הנושים נדרש לקבל החלטות מטעם כלל הנושים שהוא מייצג.

הרוב. בעלי מניות שדעתם לא נתקבלה יכולים למכור את החזקותיהם בחברה,¹²⁶ אופצייה שלא תמיד עומדת לרשותם בהקשר של חברות פרטיות,¹²⁷ או לקבל עליהם 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 ועל הצורך במתן ייצוג לנושים הלא מובטחים, כשהיא שומרת על עצמאות פעולתם ועל כוחם של הנושים המובטחים באמצעות הנכסים המשועבדים להם.¹²⁸

נציין בשולי הדברים כי כאשר אומדים את רציונה של הצעה כזו או אחרת לרפורמה משפטית, השאלה שצריכה להישאל היא אם 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 בעצמו את מצבם של כלל הנושים. כלומר, לפי הדין הקיים, אינטרס הכלל מוקרב על מזבח אינטרס הפרט. המעבר שאנו 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 ליידע עצמו בנוגע לנושים כציבור. אולם אין הוא תובע מהדירקטוריון להתחשב במאוויו של כל נושה ונושה. מנקודת מבטם של הנושים, הצעתנו נדיבה הרבה יותר. היא מאפשרת לנושים פה בדירקטוריון עצמו וקול שאינו מתווך באמצעות מומחה כזה או אחר.¹³⁰

2. שימוש בדירקטורים חיצוניים

התנגדות אפשרית אחרת להצעתנו היא שאין צורך באימוצה בשל קיומם של דירקטורים חיצוניים (דח"צים) בחברות ציבוריות או בחברות איגרות חוב. 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 איגרות חוב, אולם שיעורן של חברות אלה מן החברות

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

¹²⁷ ע"א 8712/13 אדלר נ' לבנת (נבו 1.9.2015).

¹²⁸ ראו על כך לעיל, בפרק ד.

¹²⁹ ראו 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 את הטקסט הסמוך לה"ש 99 לעיל.

הקיימות במשק הוא קטן. מספרן הכולל של חברות אלה קטן מ-600.¹³¹ יתרתו של עולם החברות מאוכלסת בחברות 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 איגרות חוב, אין אנו סבורים שהסתמכות על דירקטורים חיצוניים תספק ארוכה לצורכי הנושים. אכן נכון, הליך מינויים של דירקטורים חיצוניים נועד להבטיח את עצמאותם, אולם בסופו של דבר, הם ממונים בידי בעלי המניות, והמחקר בתחום הפסיכולוגיה והמשפט מעלה שנאמנותם של הממונים נשמרת – במידה מסוימת – לאלו שמינו אותם.¹³³ לפיכך יהיה קשה לראות בדירקטורים החיצוניים נציגים לא מוטים של הנושים.¹³⁴ אך חשוב מכך, אפילו יפעלו הדירקטורים החיצוניים ללא משוא פנים, עדיין הנושים עלולים לחשוד בהם שהם מוטים ולא לתת בהם אמון. מבחינת הנושים, לא הם בחרו את הדירקטורים החיצוניים, והם לא בהכרח מבטאים במידה מספקת את העדפותיהם.¹³⁵ שלישית, זוה 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

¹³¹ בעניין זה, ראו "רשימת חברות" רשות ניירות ערך (6.1.2022) <https://tinyurl.com/d2zvc68> (רשימה זו מציגה את החברות הציבוריות בישראל).

¹³² תזכיר חוק החברות (תיקון מס' __) (ממשל תאגידי בחברות ציבוריות שאין בהן בעל שליטה), התשפ"א-2021 (להלן: תזכיר חקיקה חברות ללא גרעין שליטה).

¹³³ ראו למשל Sarah S. Sekouti, A Comprehensive Analysis of the Legal Issues Relating to Nominee Directors (Sep. 2009) (LL.M. dissertation, University of Montreal), <https://tinyurl.com/wbj3rs53>. ראו גם את האסמכתאות המובאות בה"ש 113 לעיל.

¹³⁴ זאת ועוד, הממצאים האמפיריים מעידים שמינוי דירקטורים חיצוניים אינו מעלה בהכרח את ערך החברה ועלול אפילו להורידו. ראו למשל Sanjai Bhagat & Bernard Black, *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, 54 BUS. L. 921 (1999); Black, *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, 27 J. CORP. L. 231, 239, 266–267 (2002); Paul M. Guest, *The Impact of Board ;Performance*, 15 EUR. J. FIN. 385 380–390 (2009). ראו גם Rajesh Chakrabarti, *Audit Quality and Board Independence*, 30 NAT'L L. S. INDIA REV. 51, Christopher Chen, Wai Yee Wan & Wei Zhang, *Board Independence as a Panacea to Tunneling? An Empirical Study of Related-Party Transactions in Hong Kong*, 15 J. EMPIRICAL LEGAL STUD. 987, 1005–1008 (2018); Akshaya Kamalnath, *and Singapore*, 83 *The Perennial Quest for Board Independence: Artificial Intelligence to the Rescue?*, 43, 49–52 (2019).

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

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 תבטא 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 עם 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 כך 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 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, שבהם מתמודד המשק עם השלכות מגפת 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

¹³⁶ יוסף גרוס **הדירקטור החיצוני בעידן של ממשל תאגידי חדש** 2–8, ה"ש 3–29 (דו"ח מחקר 10/2012, אוניברסיטת תל אביב – הפקולטה לניהול 2012) <https://bit.ly/3qUNy7i>.

¹³⁷ Lucian A. Bebchuk & Asaf Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, 157 U. PA. L. REV. 1263, 1302–1303 (2009).

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 עיקר 9 לתזכיר חקיקה חברות ללא גרעין שליטה (ביטול הדרישה לאישור האספה 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"). ראו גם דוד האן "דחיית חובות" **מחקרי משפט** כג 33, 69–72 (2007).

¹³⁹ ס' 239(ב) לחוק החברות.

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 בעיתות משבר באופן מיטבי המביא בחשבון את מאווייהם של כל בעלי האינטרסים בחברה, לרבות הנושים, ויאפשר לקברניטיה לנווט את החברה לטובת כל אלה החפצים ביקרה ובהצלחתה מבלי לחשוש תמידית 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 לרכבות רבות של עובדים, ספקים ויזמים.