

הלוואות בעלים, מימון דק ובעיית הנציג של הנושים

מאת

אבי טבח* וברק ירקוני**

הלוואות בעלים הן תופעה מקובלת ונפוצה מאד בעולם למימון חברות, אולם המשפט הקיים נוקט בגישה שלילית וביקורתית מאד כנגד תופעה זו. מאמר זה מציג שלושה חידושים מרכזיים. ראשית, המאמר מצביע על היחס הביקורתי של המשפט הישראלי כלפי תופעת הלוואות הבעלים עצמה, להבדיל מהתפיסה הרווחת לפיה המשפט מבקש לצמצם תופעה אחרת של 'מימון דק'. הדין הקיים מציב שורה ארוכה של הלכות משפטיות שתכליתן להילחם בתופעת הלוואות בעלים, כגון הדחייה בנסיבות של מימון דק, הדחייה אג"ח סחיר, המרת הלוואות בעלים להון מניות, ביטול זכות תחלוף בגין ערבות וביטול זכות קיזוז חוב לבעל מניות.

החידוש השני והמרכזי במאמר הינו בהערכה מחודשת להשלכות הלוואות הבעלים. בניגוד לתפיסה השלטת לפיה הלוואות בעלים מגדילות את ניגודי האינטרסים ומחריפות את בעיות הנציג בחברה, אנו מראים ואף מוכיחים כי למעשה הלוואות בעלים דווקא מצמצמות את ניגודי האינטרסים בחברה ומרסנות את בעלי המניות. בתמצית, הלוואות בעלים הופכות את בעלי המניות לנושים בעצמם, ולכן ניגודי האינטרסים בינם לבין שאר הנושים מצטמצמים. לבסוף, אנו מראים במאמר כי התרופות המשפטיות נגד הלוואות בעלים אינן ישימות בפועל. ראשית, כיוון שהבחנה בין נושים יוצרת מעגליות בלתי-פתירה בסדר פירעון החובות. שנית, כיוון שבעלי המניות יכולים להתחמק בנקל מהסנקציות המשפטיות באמצעות העברת המניות או החוב לאדם אחר, או באמצעות עיצוב מבנה ההון באופן שיקנה להם זרם תשלומים הזהה לאחזקת הון וחוב יחד.

מבוא. א. הדין כנגד הלוואות בעלים. 1. הדחייה הלוואות בעלים בנסיבות של מימון דק. 2. הדחייה אג"ח. 3. סיווג מחדש והמרה להון. 4. חוב שמקורו בערבות בעל מניות. 5. שלילת זכות קיזוז. 6. הרמת מסך. 7. תמצית הטענות כנגד הלוואות בעלים. 8. הלוואות בעלים מחמירות את בעיית החצנת הסיכונים על גב הנושים. **ב. הלוואות בעלים כאמצעי לצמצום ניגודי אינטרסים בין בעלי המניות והנושים.** 1. הלוואות בעלים כאמצעי לצמצום בעית 'השקעת החסר'. 2. הלוואות בעלים כאמצעי לצמצום בעית 'השקעת היתר'. 3. האפקט החיובי של הלוואות הבעלים גובר על השלילי. **ג. הדחייה חוב אינה ישימה.** 1. מעגליות בהדחייה חוב. 2. פיצול אחזקות. **ד. סיכום.**

* פרופסור מן המניין בפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל-אביב.

** ד"ר למשפטים ומרצה מן-החוץ בפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל-אביב.

המחברים מבקשים להודות לקרן הלאומית למדע (ISF) על תמיכתה במחקר (מענק מס' 1580/21).

מבוא

הלוואות בעלים, כלומר מימון חברה באמצעות הענקת הלוואה לחברה על ידי בעלי מניותיה, היא תופעה מקובלת ורווחת מאוד בעולם המימון. הלוואות בעלים הן אמצעי המימון הנפוץ ביותר בחברות פרטיות.¹ בחברות ציבוריות, מחקרים עדכניים מלמדים כי בכ-30% מהחברות בארה"ב קיימים בעלי מניות המחזיקים גם בהיקפים משמעותיים של חוב,² ומגמה זו של שימוש גובר בהלוואות בעלים למימון חברות רק הולכת ומתחזקת.³ אולם למרות שהלוואות הבעלים היא כאמור תופעה מקובלת ונפוצה, המשפט נוקט בגישה שלילית וביקורתית מאוד כנגד תופעה זו.⁴

עמדתו השלילית של המשפט הישראלי כלפי הלוואות הבעלים באה לידי ביטוי במספר סעיפי חקיקה. המוכר מביניהם הוא סעיף 6(ג) לחוק החברות, תשנ"ט-1999⁵ הקובע כי הלוואות בעלים תדחנה בנסיבות של 'מימון דק'.⁶ בנוסף, סעיפים 21 ו-51 לפקודת

¹ ALESSANDRO POMELLI, INSIDE DEBT FINANCING: THEORY, PRACTICE, AND REGULATORY APPROACHES (2023), (POMELLI "Insider loans dominate the firm is closely-held. This capital contributions as the preferred financing tool when the firm is closely-held. This fact is unsurprising.").

² Andreas Cahn, *Equitable Subordination of Shareholder Loans?*, EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 7, 287-300 (2006); Kerstin Lopatta, Alexander Bassen, Thomas Kaspereit, Sebastian A. Tideman & Daniel Buchholz, *The Effect of Institutional Dual Holdings on CSR Performance*, JOURNAL OF SUSTAINABLE FINANCE & INVESTMENT 12 (2), 431-450 (2022).

³ Andriy Bodnaruk & Marco Rossi, *Shareholders as Creditors of First Resort*, MANAGEMENT SCIENCE 67.3, 1737-1757 (2021); Tao Chen, Li Zhang & Qifei Zhu, *Dual Ownership and Risk-Taking Incentives in Managerial Compensation*, REVIEW OF FINANCE 27.5, 1823-1857 (2023).

⁴ Martin Gelter, *The subordination of shareholder loans in bankruptcy*. ראו למשל INTERNATIONAL REVIEW OF LAW AND ECONOMICS 26 (4), 478, 483(2006) ("courts in several jurisdictions assert that shareholder loans should be deterred"). (להלן: Gelter). בנוסף, POMELLI, לעיל

ה"ש 1, עורך בפרו סקירה השוואתית רחבה ועדכנית אודות תחולת דוקטרינת הדחיית חוב ברחבי העולם, ומוצא שלוש גישות עיקריות כלפי הלוואות הבעלים: מדינות רבות כגון גרמניה, ברזיל וספרד, מאמצות גישה של הדחיית חוב אוטומטית להלוואות בעלים, בדרך כלל כאשר שיעור אחזקות בעל המניות עולה מעבר לשיעור מסוים (automatic subordination). מדינות אחרות כגון אנגליה, צרפת, הולנד ואוסטרליה, מאמצות גישה משפטית נטולת הדחיית הלוואות בעלים (no-subordination). מדינות כגון ארה"ב, איטליה, יפן ורוסיה, מאמצות גישה ביניים שלישית המכפיפה את סעד הדחיית החוב לדיני היושר והוכחת חוסר תום-לב מצד בעל המניות (equitable subordination). נציין עם זאת, כי גם במסגרת גישה ביניים זו, עצם קיומו של מימון דק (undercapitalization) בחברה, מהווה כשלעצמו חוסר תום-לב מצד בעלי המניות העלול להוביל להדחיית חוב. ראו למשל In re Mobile Steel Co., 1977. 563 F.2d 692, 3 B.C.D. 1170 (5th Cir.). בנוסף להדחיית החוב, בתי המשפט בעולם פיתחו דוקטרינות נוספות להלחם בתופעת הלוואות בעלים, ביניהן דוקטרינת ההמרה להון מניות (recharacterization) אודותיה נרחיב בפרק 0 להלן.

⁵ להלן: חוק החברות או החוק.

⁶ כך הגדירה הפסיקה את נסיבות תחולת סעיף 6(ג) לחוק. ראו פרק 1 להלן.

השותפויות [נוסח חדש] קובעים כי פירעון חובות השותפות לטובת שותפים תדחנה אף הן.⁷ דוגמה שלישית מצויה בסעיף 152ד1 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 הקובע הדחייה גורפת ואוטומטית לכל אגרת חוב שנרכשה בשוק על ידי בעל מניות שליטה בחברה ציבורית.⁸ החמרה חקיקתית נוספת ניתן למצוא אף בסעיף 237(2) לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ח-2018,⁹ הקובע כי הלוואות בעלים נדחות תפרענה יחד עם החזרי ההון לבעלי המניות.¹⁰ העמדה השלילית של המשפט הישראלי כנגד הלוואות בעלים באה לידי ביטוי גם בפסיקת בתי המשפט, אשר פיתחה שורה של הלכות ותורפות משפטיות, אותן נסקור במאמר, שתכליתן היא להילחם בהלוואות בעלים. העמדה השלילית של המשפט כנגד תופעת הלוואות בעלים אף הובעה במפורש על ידי שופטים¹¹ וחוקרי המשפט.¹² במאמר זה אנו מבקשים להפריך את התפיסה המשפטית הרווחת כנגד הלוואות בעלים. המאמר מציע שלושה חידושים מרכזיים. הראשון הנו בהצבעה על היחס הביקורתי של המשפט הישראלי כלפי הלוואות בעלים כשלעצמן, להבדיל מהתפיסה הרווחת כיום לפיה תכלית המשפט היא לצמצם תופעה אחרת של 'מימון דק'. מחד, המשפט אינו נוקט סנקציות כנגד תופעת מימון דק כשלעצמה. מאידך, המשפט פיתח מספר רב של דוקטרינות משפטיות שתכליתן להילחם בהלוואות בעלים במנותק מתופעת המימון דק, כגון הדחיית אג"ח סחיר, המרה להון מניות, ביטול זכות תחלוף לערבות בעל מניות, וביטול זכות קיזוז לחוב בעל מניות. המאמר דן בהלכות אלו ובמיוחד בדוקטרינה החדשה ל'אפיון מחדש' של הלוואות בעלים והמרתן להון מניות (recharacterization). סנקציה זו מוטלת על בעל מניות, לא עקב ליקוי באופן מימון החברה או חוסר תום לב מצדו, אלא דווקא משום שבעל מניות פעל לטובת החברה והעניק לה הלוואה בתנאים טובים יותר מתנאי השוק. לב המאמר והחידוש המרכזי בו הינו בהערכה מחודשת לגבי השפעת הלוואות הבעלים על בעיות הנציג של החוב. בניגוד לתפיסה הרווחת לפיה הלוואות בעלים מחריפות את ניגודי האינטרסים בחברה, במאמר זה אנו לראשונה מוכיחים בצורה פורמלית כי למעשה ההיפך הוא הנכון, ובמקרים רבים הלוואות בעלים דווקא מקטינות את ניגודי האינטרסים בחברה.¹³

⁷ ראו גם דוד האן, **דיני חדלות פירעון**, 442 (2018). מעניין לציין כי תזכיר חוק השותפויות, התשע"ז-2016 (פורסם באתר משרד המשפטים), אינו מחיל הוראה דומה.

⁸ ראו הדיון להלן בפרק 2 להלן.

⁹ להלן: חוק חדלות פירעון.

¹⁰ ראו הדיון בפרק 3 להלן.

¹¹ ראו ע"א 4263/04 **קיבוץ משמר העמק נ' עו"ד טומי מנור, מפרק אפרוחי הצפון** (21.1.2009), (להלן: **אפרוחי הצפון**), עמדת השופטת פרוקצ'ה בסעיף 50: "בעל המניות אינו אמור, בדרך הטבע, להלוות כספים לחברה שבעלותו, וליהפך נושה שלה. תפקידו הטבעי הוא לשמש משקיע בחברה. לפיכך, הלוואות בעלים בתאגיד עיסקי אינן בבחינת תופעה טבעית ומובנת מאליה, והפיכתו של בעל מניות לנושה החברה אינה מצב שיש לעודדו. כשירותו המשולבת של אדם כבעל מניות בחברה וכנושה של החברה, עלולה להביא לניגודי אינטרסים חריף שיש עמו נזק רב לחברה ולציבור הנושים החיצוניים כאחד." ראו גם סעיף 40 לע"א 2146/06 **אריה ברק נ' ברוך אבוקרט** (18.11.2010) (להלן: **אבוקרט**).

¹² למשל דוד האן "דחיית חובות" **מחקרי משפט** כג 33, 77 (2006): "מימון-בעלים הוא עסקה כשרה בכוח, הנושאת ספח "חשוד"."

¹³ הפסיקה והספרות המשפטית בישראל הן בדעה כי הלוואות בעלים מחמירות את ניגודי האינטרסים ורדיפת הסיכונים מצד בעלי המניות, ראו פרק 7 להלן. הטענה במאמר זה, לפיה הלוואות בעלים דווקא מצמצמות את

הסיבה לכך היא, בתמצית, שכאשר חברה ממומנת באמצעות הלוואות בעלים, בעלי המניות הופכים בעצמם לנושים של החברה, ולכן ניגודי האינטרסים בינם לבין שאר הנושים מצטמצמים.

החידוש השלישי במאמר הנו טענתנו כי הסנקציות המשפטיות הקיימות כיום כנגד הלוואות בעלים אינן ישימות. קושי אחד טמון בהנחה כי ראוי שבית המשפט יבחין בין נושים שונים ויעניק סעד זה רק לנושים הזכאים לכך. ברם, יישום שיקול דעת משפטי והבחנה בין נושים שונים, יוצרים מעגליות בלתי-פתירה בסדר פירעון החובות. קושי שני ביישום הסנקציות המשפטיות נגד הלוואות בעלים טמון בכך שבעלי המניות יכולים בנקל לעקוף סנקציות אלו ולחמוק מתחולתן. פסיקה עדכנית של בית המשפט מבהירה כי בעלי מניות רשאים בכל עת להעביר את המניות או את החוב שברשותם לידי אדם אחר, ובדרך זו נשייתם איננה עוד 'הלוואות בעלים'. טכניקה נוספת לעקיפת הסנקציות היא באמצעות עיצוב מתוחכם של מבנה ההון של החברה, כך שבעל המניות אינו מחזיק יחד בהון וחוב אך מקבל זרם תקבולים זהה.

א. הדין כנגד הלוואות בעלים

נקודת המוצא המשפטית לדיוננו היא העיקרון הבסיסי והחשוב ביותר בדיני החברות בדבר האחריות המוגבלת של בעלי המניות, לפיו בעלי המניות אינם חייבים לתרום ולהשקיע בחברה מכספם האישי.¹⁴ חשוב אף להזכיר לענייננו, כי החוק החברות הישראלי אינו קובע כל דרישה להון מינימלי בעת הקמת חברה.¹⁵ אנו עוסקים לפיכך במקרה בו בעלי המניות מחליטים מיוזמתם להעניק לחברה שבבעלותם הלוואה, 'הלוואות בעלים', אשר יכולה להיות בגדר חוב רגיל או בכיר (מובטח). על פניו, הלוואה כאמור היא לכאורה להיות עסקה מסחרית לגיטימית בין חברה לבין בעל מניות. כך נקבע בפסק הדין האנגלי הקלאסי בעניין *Salomon v. Salomon* משנת 1896, במסגרתו בית הלורדים הכריז על עיקרון האישיות המשפטית הנפרדת וקבע כי הלוואות בעלים המובטחת בשיעבוד היא עסקה מסחרית לגיטימית ותקפה.¹⁶ נראה כי בחלוף השנים, חל שינוי ניכר בגישת המשפט כלפי הלוואות

ניגודי האינטרסים, אינה נזכרת כלל בפסיקה ובספרות הישראלית. בספרות הזרה טענה זו הוזכרה עד היום בצורה רפה בלבד. בספרות המשפטית, POMELLI, לעיל ה"ש 1, ו-Skeel & Krause-Vilmar, להלן ה"ש 19, מזכירים טענה זו, אך לבסוף מגיעים למסקנה הפוכה. בספרות המימונית, Jensen & Meckling במאמרם הקנוני, להלן ה"ש 148, בעמ' 352-353, מעלים טענה זו כאפשרות וכהיפותזה, אך מודים כי לא עלה בידם לבחון ולהוכיח זאת. Edmans & Qi Liu בחנו טענה דומה ביחס למנהלים והגיעו למסקנה שונה. ראו Alex (2011) 75-102 (1) 15, *Edmans & Qi Liu, Inside debt. REV. FIN.* ככל הידוע לנו, אנו הראשונים להוכיח טענה זו.

¹⁴ ראו סעיף 35 לחוק החברות, ע"א 524/88 "פרי העמק" - אגודה חקלאית שיתופית בע"מ ו-30 אח' נ' שדה יעקב - מושב עובדים של הפועל המזרחי להתיישבות, פ"ד מה(4) 529. לסקירה נרחבת וביקורת על עקרון זה ראו יהודית קורן, עקרון האחריות המוגבלת והחברה הפרטית (2017).

¹⁵ ראו את האיזכורים הרבים של כלל זה במסגרת אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 11, בעמדת הש' רובינשטיין בפסקאות כ"ו, ל"ה, מ"ח, ועמדת הש' פרוקצ'ה בסעיפים 24-26, 30, 63. ראו גם: John Armour, *Legal Capital: An Outdated Concept?* EURO. BUS. ORG. L. REV. 7.1 (2006) 5-27.

¹⁶ *Salomon v A Salomon & Co Ltd* [1896] UKHL 1, [1897] AC 22.

בעלים. כיום, הלוואות בעלים נתפסת כעסקה חשודה¹⁷ וחשופה להגדרתה כחוב נדחה (subordination) או המרתה להון מניות (recharacterization),¹⁸ ואילו הלוואות בעלים מובטחות בשעבוד נתפסות על ידי רבים כבלתי לגיטימיות לחלוטין.¹⁹ חלק ראשון זה יעסוק בדין המשפטי הקיים ויצביע על היחס השלילי כלפי הלוואות הבעלים. נתחיל בסעיף 6(ג) לחוק החברות ובדוקטרינה הידועה והמוכרת ביותר של הדחיית חוב בנסיבות של מימון דק. נמשיך בסקירת סעיף 52ד1 לחוק ניירות ערך הקובע הדחיית חוב אוטומטית לכל אגרת חוב שנרכשה על ידי בעל שליטה בשוק המשוני. לאחר מכן נסקור את הדוקטרינה החדשה יחסית שפותחה לאחרונה על ידי בתי המשפט, לפיה הלוואות בעלים כפופות להמרה, הגדרה או אפיון מחדש כהון מניות (recharacterization). נעמוד בקצרה גם על סנקציות משפטיות נוספות המוטלות על בעלי מניות בגין הלוואות בעלים, כגון ביטול זכות חזרה בגין ערבות, ביטול זכות קיזוז, והאפשרות התיאורטית להרמת מסך עקב הלוואות בעלים. אוסף זה של דוקטרינות וסנקציות משפטיות, מחזק את המסקנה בדבר גישתו השלילית של המשפט כלפי הלוואות הבעלים.

לקראת סיום חלק ראשון זה, נעמוד בקצרה על הנימוקים שהוצגו בבתי המשפט ובספרות המחקרית להצדקת היחס השלילי כלפי הלוואות בעלים. המרכזי שבהם הנו הטענה לפיה הלוואות בעלים מחמירות את ניגודי האינטרסים בחברה, טענה אותה נשלול בחלק ב' במאמר.

1. הדחיית הלוואות בעלים בנסיבות של מימון דק

הדחיית חוב עקב מימון דק לפי סעיף 6(ג) לחוק החברות היא הלכה משפטית מוכרת

¹⁷ האן "דחיית חובות", לעיל ה"ש 12, בעמ' 52, 77-78 ("יש בסיס ליחס הדרערכי אל הלוואות הבעלים, בבחינת כבדה וחשדה", "...מימון-בעלים הוא עסקה כשרה בכוח, הנושאת ספח "חשוד""); אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 11, פס' 52 ("במשפט האמריקאי היחס לבעלי מניות המזרימים לחברה הלוואות בעלים הוא חשדני וזהיר"). אבוקרט, לעיל ה"ש 11, ס' 40 ("המשפט מתייחס בחשדנות רבה להלוואות בעלים הניתנות לתאגיד על ידי בעל המניות").

¹⁸ ראו להלן.

¹⁹ ראו האן "דחיית חובות", לעיל ה"ש 12, בעמ' 52-54; POMELLI, לעיל ה"ש 1, בעמ' 87-88; ראו גם David A. Skeel & George Krause-Vilmar, *Recharacterization and the Nonhindrance of Creditors*, 7 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 259, 262, 284 (2006); Andreas Cahn, *Equitable Subordination of Shareholder Loans?*, 7 EUR. BUS. ORG. L. REV. 287, 298 (2006).

ומבוססת, אשר נידונה פעמים רבות בספרות האקדמית²⁰ ובפסיקה הישראלית.²¹ הלכה זו קובעת כי אם מימון חברה הנו 'מימון דק', אזי הלוואות בעלים תוגדרנה 'חוב נדחה' ותפרענה רק לאחר פרעון מלא של כל יתר החובות לנושים החיצוניים.²² כיוון שעסקינן בחברות בקריסה כלכלית ובסוף דרכן, תרופת הדחייה החוב שוללת מבעלי המניות אפשרות מעשית להיפרע מאותן הלוואות.

העמדה המסורתית היא כי תכלית הלכה זו היא להביא לצמצום תופעת המימון הדק.²³ כלומר, לכאורה מימון דק היא התופעה הפסולה, והדחייה הלוואות בעלים היא התרופה המשפטית לכך. מאידך, ניתן להציע ניתוח משפטי חלופי, לפיו ההלכה זו כפי שהיא מוגשמת בפועל והלכה למעשה, תכליתה היא להילחם בתופעת הלוואות הבעלים ולא בתופעת המימון הדק.

ראשית, נסב את תשומת הלב לכך שבפועל לא קיימת סנקציה משפטית כנגד תופעת המימון הדק כשלעצמה, במנותק מהלוואות הבעלים. בשלב הקמת החברה, המשפט אינו דורש הון מינימלי.²⁴ במהלך חיי החברה, למרות שלבתי המשפט יש ככל הנראה סמכות תיאורית להרמת מסך עקב מימון דק, בפועל אנו מוצאים כי בתי המשפט לעולם אינם מפעילים סמכות זו.²⁵ לכן כאשר חברה לוקה במימון דק שאינו כולל הלוואות בעלים,²⁶ למעשה אין כל סנקציה משפטית שניתן לנקוט כנגד החברה או כנגד בעלי המניות. שנית, הלכת הדחייה חוב עקב מימון דק מופעלת אך ורק נגד הלוואות בעלים. המשפט אינו מורה

²⁰ אוריאל פרוקצ'ה "מימון דק", הרמת מסך והגבלת האחריות בדיני חברות "עיוני משפט" ו', 526 (1979). יוסף גרוס "הלוואות בעלי שליטה לחברות שבשליטתם" רואה החשבון ל"ה 1 (1987). עמיר ליכט "הרמת מסך והדחייה חוב לאחר תיקון 3 לחוק החברות: מה נשתנה?" תאגידים 3/65, 86-91 (2005). דוד האן "דחיית חובות" מחקרי משפט כג 33 (2006). הדרה בר-מור, "הדחייה חוב מוסרנית ומימון דק - הרהור ביקורתי על הלכת "אפרוחי הצפון", תאגידים (2) 3 (2009). דורון טייכמן, "צדק, הגינות ויעילות בדיני חברות: הערות בעקבות ע"א 4263/04 משפטים מ 701 (ינואר 2011). דוד האן "על ארבעה וחמישה: מניעת רכוש מנושים של חברה חדלת פירעון" משפטים מ 535 (2011). דב סולומון "מימון דק - האומנם עילה עצמאית להרמת מסך או להדחיית חוב? קריאה לבחינה מחודשת", ספר אליקים רובינשטיין 1719 (2021) (להלן: סולומון "מימון דק").

²¹ בית המשפט העליון עסק בסוגיה זו בין היתר בפרשות ע"א 2223/99 קריסני נ' ח. אלקטרוניקה (1988) בע"מ, פ"ד נז(5) 116 (2003); אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 11; אבוקרט, לעיל ה"ש 11; ע"א 9586/09 איזו ליזור נ' איזו ליזור זיווד אלקטרוני (1992) (17.1.2012).

²² סעיף 6(ג) לחוק החברות. אך השוו לדיון בפרק 3 להלן אודות סעיף 237(2) לחוק חדלות פירעון.

²³ ה"ש 20 ו-21 לעיל. לכוונת מנסחי החוק ראו גם ה"ש 104.

²⁴ ה"ש 15 לעיל.

²⁵ קיימת מחלוקת עיונית האם ניתן להרים מסך בשל 'מימון דק' לבדו או נדרש 'דבר מה נוסף'. אך שאלה זו היא בעלת משמעות מעטה כיוון שמבחינה מעשית, בתי המשפט בישראל ובארה"ב לעולם לא מרימים מסך עקב מימון דק. ראו פרק 6 להלן.

²⁶ את העדרן של הרמות מסך במימון דק ניתן לתרץ בכך שבכל מימון דק יש בהכרח גם הלוואות בעלים. לכן בתי המשפט מסתפקים בהדחייה ואין הרמות מסך. ראשית, הסבר זה מחזקת את טענתנו כי הפסיקה יצרה זהות בין 'מימון דק' ל'הלוואות בעלים'. שנית, קשה לנו לקבל זאת כיוון שחברות פרטיות רבות מאד מוקמות ללא הון מספק או שבמהלך פעילותן נשחק הון מניותיהן, ורק בחלקן יש הלוואות בעלים.

על הדחיית חוב כלפי אף חוב אחר מלבד הלוואות בעלים.²⁷ שלישית, לכאורה ההלכה בסעיף 6(ג) לחוק עוסקת בנסיבות של 'מימון דק'. אולם עד היום לא ברור מהו 'מימון דק'. הפסיקה הרחיבה מאוד את תחום ההגדרה של מושג זה, ואף יש הסוברים כי הלוואות בעלים הן כשלעצמן 'מימון דק'.²⁸ רביעית, באספקלריה רחבה יותר ולנוכח כל יתר הסנקציות האחרות אותן נסקור להלן, סנקציות כנגד הלוואות בעלים שאינן קשורות או תלויות במימון דק, מתחזקת המסקנה כי התכלית המשפטית המיושמת בפועל היא לביטול ולצמצום הלוואות הבעלים עצמן.

(א) הרחבת הלכת הדחיית חוב לפי סעיף 6(ג) לחוק

בין אם תכלית ההלכה הקבועה בסעיף 6(ג) לחוק היא כנגד מימון דק ובין אם כנגד הלוואות בעלים, אנו נראה כי קשת הנסיבות בהן בית המשפט עלול להפעיל את סמכותו לפי סעיף זה ולהדחות הלוואות בעלים היא רחבה מאוד, אף יותר משניתן לצפות מלכתחילה. ממצאנו בדבר סמכות רחבה מאוד של בית המשפט להורות על הדחיית הלוואות בעלים, מחזקת את טענתנו בדבר יחס שלילי של המשפט כלפי תופעה זו.

סעיף 6(ג) לחוק קובע כי לעניין התנאים והנסיבות להדחיית חוב, יש לפנות להוראות סעיף 6(א) לחוק בדבר הרמת מסך.²⁹ סעיף 6(א) קובע כי בית המשפט יוכל לעשות שימוש בסמכותו זו רק כאשר "בנסיבות הענין צודק ונכון לעשות כן, במקרים החריגים שבהם השימוש באישיות המשפטית הנפרדת נעשה... באופן הפוגע בתכלית החברה". כלומר, המחוקק מורה על גישה פרשנית מצמצמת והפעלת סמכות זו רק במקרים חריגים ונדירים. הנטייה הפרשנית לצמצום היקף התערבות בית המשפט מקבלת משנה תוקף אף לאור הרקע החקיקתי של סעיף זה, אשר תוקן במסגרת תיקון מס' 3 לחוק החברות³⁰ במטרה לצמצם עוד יותר את היקף התערבות בית המשפט.³¹ ברם, נראה כי בית המשפט העליון לא בחר לאמץ את גישת המחוקק, ובמקום לצמצם את סמכותו, נקט בצעדים מרחיקי לכת להרחיב את היקף התערבותו והפעלת סמכותו להדחיית הלוואות בעלים.

צעד משמעותי ראשון לכך הנו עמדת הרוב בפרשת **אפרוחי הצפון**, הקובעת כי לשם הדחיית הלוואות בעלים די בעצם קיומו של מימון דק, ואין צורך בהוכחת דבר מה נוסף כגון מרמה או חוסר תום לב מצד בעל המניות.³² כלומר, אין עוד צורך בהוכחת מקרה חריג או

²⁷ האן "דחיית חובות", לעיל ה"ש 12, בעמ' 59-67, מציע רעיון מקורי לפיו בית המשפט יוסמך להדחות גם חובות של נושים חיצוניים עקב מימון דק. ברם, האן מודה שם כי בדין הקיים אין סמכות כזו ואף אינו מציג תקדימים לשימוש כאמור.

²⁸ ראו להלן.

²⁹ סיפא סעיף 6(ג) לחוק החברות.

³⁰ חוק החברות (תיקון מס' 3) התשס"ה-2005, ס"ח 238.

³¹ הצעת חוק החברות (תיקון), התשס"ב-2002, הצ"ח 3132, 638 (18.6.2002), דברי הסבר בע' 640. ראו גם אוריאל פרוקצ'יה "מאחורי הקלעים" **משפטים** לב 303 (2002); סולומון "מימון דק", לעיל ה"ש 20, בעמ' 1730-1732.

³² דעת הרוב בעניין **אפרוחי הצפון**, לעיל ה"ש 11, שם. ראו גם א' פרוקצ'יה, **דיני חברות חדשים בישראל - דין נהוג, דין רצוי והדרך לחקיקה** (1989), בעמ' 75; **גושן ואקשטיין**, לעיל ה"ש 36, בעמ' 146-147. לדעה אחרת, השווה ה' רובינשטיין בעניין **דלתות חמדיה ה"ש שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת**. להלן ובפרשת **אפרוחי הצפון** לעיל; **ציפורה הון פירוק חברות** (1996) כרך ב', ע' 891; אברהם פלמן והדרה בר-מור, **דיני חברות** (מהדורות ה' בר-מור), ע' 124 (להלן: **פלמן בר-מור**); א' חביב-סגל, **דיני חברות** (כרך ראשון, תשס"ז), 320.

מערכת נסיבות מיוחדת ויוצאת דופן המצביעה על שימוש לרעה באישיות המשפטית הנפרדת של החברה, כפי שדורש המחוקק. הלוואות בעלים תדחנה בכל מצב שגרתי ונפוץ של מימון דק בחברה, ללא תלות באופן התנהגות בעלי המניות.

(ב) הגדרה עמומה ורחבה ל'מימון דק'

צעד משמעותי נוסף להרחבת ההלכה להדחיית הלוואות בעלים הנו בהרחבת הגדרת המושג מימון דק לשורה ארוכה של בעיות מימון שונות, כאשר כל אחת מהן תוביל להדחיית הלוואות הבעלים. כפי שנראה בסעיף (ג) להלן, המשפט הישראלי אינו מציע הגדרה אחת, ברורה ומספקת למונח 'מימון דק',³³ ושופטים ומלומדים שונים מציעים הגדרות שונות למונח זה. לעיתים, הגדרת 'מימון דק' קשורה להענקת הלוואות בעלים ולעיתים לא. לעיתים קרובות, הלוואות הבעלים דווקא 'מעבה' ומשפרת את מימון החברה, ועדיין בתי המשפט רואים בהלוואה זו כ'מימון דק'. לפני כן, ננסה תחילה לעמוד על קשת האפשרויות השונות להגדרת 'מימון דק'.

בעיית 'מימון דק' עשויה להיות אחת או יותר משורה ארוכה של בעיות מימון שונות. מימון דק יכול להיות **מחסור בהון תזרימי** (cash flow).³⁴ תזרים המזומנים מפרט את המקורות והשימושים של במזומני החברה, וזהו מדד חשוב לחיזוי יכולת החברה להמשיך לפעול כעסק חי ולשלם את חובותיה. אפשרות שניה להגדרת מימון דק יכולה להיות **חסר בהון תפעולי** (Operating Capital). הון זה כולל את הנכסים השוטפים פחות ההתחייבויות השוטפות של החברה, ומודד את נזילות החברה ואת יכולתה לנהל פעילות שוטפת ולהחזיר חובות בטווח הקצר. הגדרה אפשרית שלישית למימון דק היא **חסר במימון בעלים** (Owner's Financing). בעיית מימון זו מתמקדת בכמות המימון שהושקע על ידי בעלי המניות ומתעלמת מסוג המימון, הון או חוב.

הגדרה מסוג שונה למימון דק היא כאשר החברה נוקטת בפעילות עסקית חוקית, אך בית המשפט מגיע בדיעבד למסקנה כי החברה נטלה באותן נסיבות **סיכון עסקי בלתי סביר**. זאת למעשה ההגדרה הקבועה בחוק עצמו,³⁵ למרות שהיא כנראה אינה ההגדרה המקובלת בספרות ובפסיקה.³⁶ המשמעות של קבלת הגדרה זו היא כי 'מימון דק' אינו סוגיה מימונית אלא סוגיה עסקית.

אפשרות חמישית היא להגדיר מימון דק כ**חסר בהון מניות** (Equity Capital). כלומר, בעלי המניות השקיעו כמות לא מספקת ברכיב ההון של החברה ו'כרית הביטחון' של הנושים

³³ עצם השימוש במונח 'מימון דק' מעורר אי-נוחות ומעת לעת הוצע להחליפו במונחים אחרים כגון 'תת-מימון' או 'מימון חסר' (ראו **אפרוחי הצפון**, לעיל ה"ש 11, הש' רובינשטיין ס' ט"ז).

³⁴ ראו למשל הש' פרוקצ'ה בעניין **אפרוחי הצפון**, לעיל ה"ש 11, ס' 31, 32. ראו גם פ"ק (מרכז) 25351-01-12 **התחנה המרכזית החדשה בתל אביב בע"מ נ' נצבא החזקות 1995 בע"מ** (22.8.2017), ס' 175.

³⁵ ראו סעיף 6(1)(ב) לחוק החברות, וכן דברי ההסבר לתיקון מס' 3 (ה"ש 31) המבהירים את כוונת הדברים למימון דק. מעניין לציין כי הנוסח המקורי של חוק החברות התייחס באופן מפורש לסוגיית אופן ניהול עסקי החברה, ונוסחו המקורי של סעיף 6(ג)(3) לחוק קבע: "שהיה יסוד סביר להניח כי ניהול עסקי החברה לא היה לטובת החברה וכן היה בו משום נטילת סיכון בלתי סביר באשר ליכולתה לפרוע את חובותיה.", ראו חוק החברות, התשנ"ט-1999, ס"ח 1711, 27.5.1999.

³⁶ ראו ערן רוזמן, **חוק החברות** (2021), בעמ' 112-113; **זוהר גושן ואסף אקשטיין**, דיני חברות (2023), (להלן: **גושן ואקשטיין**) בעמ' 135-136; ה"פ (י-ם) 3257-04 **שאל ברגרזון כונס נכסים נ' פנינת טל השקעות ובנייה בע"מ** (נבו, 15.1.2014): "נטילת סיכונים עסקיים, גדולים ככל שיהיו, אינה בגדר נטילת סיכון בלתי סביר".

קטנה מידי. בעיית חסר בהון מניות מתעלמת ממימון נוסף המוענק לחברה באמצעות חוב חיצוני (לדוגמה, בנקים), חוב פנימי (הלוואות בעלים או ערבויות)³⁷ או מקיומם של ביטוחים.³⁸ בנוסף, בעיית חסר בהון מניות מתרכזת בדרך כלל רק בגובה ההשקעה ההיסטורית בהון המניות, כלומר בהון במועד ההקמה בלבד.³⁹

בעיה מימונית שישית מתרחשת כאשר יחס המינוף (Leverage Ratio) גבוה מידי.⁴⁰ קיימים מספר יחסי מינוף⁴¹ והנפוץ מבינם הנו יחס חוב-להון, כלומר היחס בין שיעור ההתחייבויות שלקחה החברה לבין שיעור ההון העצמי שלה. יחסי המינוף מהווים אינדיקציה לאיתנות פיננסית ולמידת הסיכון שהחברה תקלע לחדלות פירעון.

לבסוף, הגדרה מסוג אחר למימון דק, שביעית במספר, היא מצב בו בחברה קיימות הלוואות בעלים. כלומר, די בעצם העובדה כי קיימים בחברה בעלי מניות שהם גם נושים של החברה. נדגיש כי קשה להצביע על קשר ברור בין הלוואות בעלים ובעיות המימון השונות לעיל. כך למשל, הלוואות בעלים אינן רלוונטיות כלל לבעיות חסר בהון מניות או נטילת סיכון עסקי לא סביר.⁴² למעשה, בבעיות מימון רבות - חסר בהון תזרימי, חסר הון תפעולי, או חסר בהון בעלים - ההיפך הוא הנכון, ובעקבות הלוואות בעלים הון החברה דווקא גדל, 'מתעבה' ומתרחק מלהיות דק.

ניתן לסכם אם כך, שקיומן של הלוואות בעלים אינו מעיד על בעיה או מחסור כלשהו במימון. כלומר, תתכן חברה עם מחסור בהון כלשהו או יחס מינוף גבוה, ואין בה אף הלוואות בעלים. מאידך, תתכן חברה הממומנת על ידי הלוואות בעלים רבות אך היא מצליחה מבחינה עסקית ואין לה שום מחסור בהון. למרות זאת, כפי שנפרט בסעיף (ג) להלן, בתי המשפט בישראל נוהגים מעת לעת להגדיר 'מימון דק' כבעיה הנובעת גם מעצם קיומן של הלוואות בעלים.⁴³

³⁷ קריספי, לעיל ה"ש 21, בעמ' 133, 136.

³⁸ קיימים ביטוחים המגנים על החברה מפני הנושים (ביטוח אשראי) וביטוחים המגנים על הנושים מפני החברה (ביטוחי צד שלישי).

³⁹ ראו להלן.

⁴⁰ קריספי, לעיל ה"ש 21, בעמ' 133; אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 11, עמדת הש' פרוקצ'ה בסע' 32; סולומון "מימון דק", לעיל ה"ש 20, בעמ' 1722. מעניין לציין בעניין זה את הדין האוסטרי המורה על הדחיית הלוואות בעלים כל עת ששיעור ההון העצמי בחברה נמוך מ- 8% (כלומר יחס מינוף גבוה מ- 11.5) והזמן הצפוי להחזרת מלוא חובות החברה גבוה מ- 15 שנה, ראו Gelter ה"ש 4 לעיל, ע' 497. לדעה שונה השוו גושן ואקשטיין, לעיל ה"ש 36, בעמ' 141-142.

⁴¹ מלבד יחס החוב להון (Debt-to-Equity Ratio), ניתן לציין גם את יחס החוב לנכסים (Debt-to-Assets Ratio) ויחס כיסוי הריבית (Interest Coverage Ratio) המודד את יכולת החברה לשלם את הוצאות הריבית שלה מהרווח התפעולי.

⁴² ראו האן דיני חדלות פירעון, לעיל ה"ש 7, בעמ' 437 ה"ש 129; אפרוחי הצפון לעיל ה"ש 11, עמדת הש' פרוקצ'ה סע' 83.

⁴³ בענין קריספי, לעיל ה"ש 21, הש' ריבלין שם בעמ' 135 ("דוקטרינת ההדחיה באה, בעיקר, ליתן מענה במקרים שבהם מומנה החברה באמצעות הלוואות בעלים") וכן הש' נאור, שם בעמ' 137 ("הדחיית החוב יכולה לנבוע מסיבות מגוונות, ובהן מימון החברה באמצעות הלוואות בעלים"). ראו גם את עמדת הש' דורנר, שם בעמ' 131, לפיה די בעצם הענקת ערבות אישית מטעם בעל השליטה כדי להוות מימון דק. כך גם בעניין אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 11, הש' פרוקצ'ה, בס' 31 ("מימון דק יתרחש ... כאשר נכסיה של החברה בנויים במידה רבה מהלוואות בעלי מניות, אשר יחסם לחברה בכובעם כמלווים הוא כיהם הנושים החיצוניים לתאגיד."), אך השוו

(ג) הגדרת מימון דק במשפט הישראלי

לנוכח כל שלל בעיות המימון השונות שתוארו לעיל, כיצד הדין הישראלי בוחר להגדיר את בעיית המימון הדק? כפי שנראה, לשאלה זו אין תשובה של ממש. החוק ובתי המשפט מציגים תמונה לא ברורה ולא אחידה לגבי הגדרת מונח זה, ובפרט לגבי היחס בין עילת מימון דק לבין תופעת הלוואות בעלים. נדמה כי כל מלומד וכל שופט מחזיק בהגדרה אישית שונה לגבי המונח מימון דק.

השופט דורנר בעמדת מיעוט בעניין **קריספי**, מגדירה מימון דק כלקיחת הלוואות רבות על ידי החברה או מתן ערבות אישית מטעם בעל השליטה.⁴⁴ השופט ריבלין וגישת הרוב שם רואה מימון דק כחסר בהון עצמי או מינוף גבוה.⁴⁵ בפרשת **אפרוחי הצפון** השופטת פרוקצ'ה מציעה הגדרה רחבה מאד, לפיה מימון דק יכול להיות או חסר בהון תפעולי, או יחס מינוף גבוה, או מימון באמצעות הלוואות בעלים.⁴⁶ בענין **אבוקרט** השופטת פרוקצ'ה מגדירה מימון דק כחסר בהון תפעולי או הענקת הלוואות בעלים ביחס בלתי סביר.⁴⁷ דוד האן מגדיר מימון דק כהון עצמי נמוך, לעיתים במנותק מהלוואות בעלים⁴⁸ ולעיתים לצד הלוואות בעלים.⁴⁹ דב סולומון מזכיר את מדד יחס המינוף, אך לבסוף מגדיר מימון דק כחסר בהון מניות או שימוש בהלוואות בעלים.⁵⁰ גושן ואקשטיין דוחים את גישת יחס המינוף ומציעים שתי הגדרות נפרדות ל'מימון דק': לצורך סעד הרמת-מסך כל סוג מימון הנו לדעתם לגיטימי ומכאן הגדרתם היא כנראה הון תזרימי, ולצורך סעד הדחיית חוב מימון דק הנו כנראה הסתמכות על הלוואות בעלים.⁵¹

לסיכום סעיפים (ב) ו- (ג) לעיל, לדעתנו, מוטב היה לו היתה נקבעת למונח זה הגדרה אחת, חדה וברורה, אשר היתה מאפשרת וודאות כלכלית ומשפטית. לענייננו, ריבוי ההגדרות הקיימות למונח 'מימון דק' מאפשר לבתי המשפט להדחות הלוואות בעלים בהיקף רחב מאד של מקרים ונסיבות שונות. בעייתית במיוחד היא הגדרת מימון דק כעצם לקיחת הלוואות

לדבריה בס' 83 לפסק הדין, שם. ראו גם **גושן ואקשטיין**, לעיל ה"ש 36, בעמ' 136 ("הביטוי 'מימון דק'... כאשר... בעלי המניות מלווים לחברה את הסכום החסר. כלומר, ההון שהושקע על ידי בעלי המניות אינו מאפשר לחברה לפעול ללא ההלוואות שניתנו על ידי בעלי המניות.").

קריספי, לעיל ה"ש 21, בעמ' 131.

שם, בעמ' 133.

אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 11, סע' 31 ו- 32 להחלטת הש' פרוקצ'ה. ראו גם פרוקצ'ה "מימון דק", לעיל ה"ש 20, בעמ' 527.

אבוקרט, לעיל ה"ש 11, ס' 39.

האן **דיני חדלות פירעון**, לעיל ה"ש 7, בעמ' 437, ה"ש 129; דוד האן "על ארבעה וחמישה: מניעת רכוש מנושים של חברה חדלת פירעון" **משפטים** מ' 535, 547, ה"ש 48 (2011) (להלן: האן "מניעת רכוש").

האן **דיני חדלות פירעון**, לעיל בעמ' 437; האן "מניעת רכוש", לעיל בעמ' 547.

סולומון "מימון דק", לעיל ה"ש 20, בעמ' 1723 - 1724.

גושן ואקשטיין, לעיל ה"ש 36, בעמ' 138 - 140. ראו גם: William P. Hackney & Tracey G. Benson, *Shareholder Liability for Inadequate Capital*, 43 U. PITT. L. REV. 837 (1982), 895-896 ("If a shareholder has supplied a portion of what the court feels should have been the minimally adequate capital by way of loan, ..., then the loan or credit will be treated as capital so as to require its subordination ... If the court is asked to deny to the shareholder his limited liability, however, ..., it would be proper to treat it as part of the capitalization for purposes of granting limited liability.")

בעלים, שאז בית המשפט רשאי למעשה להדחות כל הלוואות בעלים בכל עת וללא תנאי.

(ד) חשש להטיית 'חוכמה שבדיעבד'

סיבה נוספת לעמדתנו בדבר תחולת-יתר להלכת הדחיית הלוואות בעלים, נעוצה בחשש מפני הטיית 'חוכמה שבדיעבד' (hindsight bias). באופן כללי, הטיית 'חוכמה שבדיעבד' גורסת כי אנשים נוטים להפריז בהערכת הסתברות חזויה לאירוע, כאשר הם יודעים שהאירוע כבר התממש בפועל. בהקשר המשפטי, שופטי בית המשפט יתקשו להתעלם ממידע מאוחר, אף במקרים בהם כלל ההכרעה המשפטית דורש זאת מהם.⁵² בענייננו, הדיון המשפטי בסוגיית 'מימון דק' נערך במסגרת הליך חדלות פירעון, כאשר במועד זה השופטים כבר יודעים שהחברה קרסה בסופו של דבר ולא נותר ברשותה מספיק הון. במועד מאוחר זה, השופטים נדרשים לבחון האם במועד מוקדם⁵³ מימון החברה היה 'דק'. הכרעה משפטית זו חשופה להטיית 'חוכמה שבדיעבד' ולתחולת-יתר של הקביעה המשפטית כי המימון שסיפקו בעלי המניות לא היה מספיק.⁵⁴

(ה) הרחבת תקופת 'מימון דק'

הרחבה משמעותית נוספת היא לגבי שאלת המועד בו יש להימנע מפני 'מימון דק'. במקור, הדוקטרינה דרשה לבחון את נאותות ההון רק בעת הקמת החברה.⁵⁵ אחרת, תיווצר חובה שוטפת לאספקת מימון החברה, בניגוד לעיקרון האחריות המוגבלת. ברם נראה כי בתי המשפט פרצו את גבולות ההלכה המקורית ונוטים לקבוע כי 'מימון דק' עשוי להתקיים בכל מהלך חיי החברה.⁵⁶

(ו) הרחבת היקף ההלוואות הנדחות

לבסוף, במקרים בהם בית המשפט קובע כי היה 'מימון דק', כלומר חסר הון בסכום מסוים, ניתן היה לצפות כי בית המשפט יורה על הדחיית הלוואות בעלים בגובה הסכום חסר. אולם בפועל נראה כי בתי המשפט מורים על הדחייה גורפת של כל הלוואות הבעלים, ללא הגבלה וללא התייחסות אל סכום ההון החסר.⁵⁷

2. הדחיית אג"ח

בנוסף לסעיף 6(ג) לחוק החברות המורה על הדחיית הלוואות בעלים, תיקון 44 לחוק ניירות

⁵² Doron Teichman, *The Hindsight Bias and the Law in Hindsight*. THE OXFORD HANDBOOK OF BEHAVIORAL ECONOMICS AND THE LAW. 354- 375 (2014). איל זמיר ודורון טייכמן, ניתוח התנהגותי של החלטות שיפוטיות: הישגים ואתגרים, **משפט ועסקים**, יט 57–100 (2015), ע' 72–75. יש הסוברים כי בדיני החברות קיים חשש כבד להטיית 'חוכמה שבדיעבד', ראו אבשלום תור "תיקון הטיית באמצעות המשפט: מתי וכיצד?" **משפט ועסקים** יב 41, 64 – 65 (2010).

⁵³ ראו להלן.

⁵⁴ **גושן ואקשטיין**, לעיל ה"ש 36, בעמ' 139.

⁵⁵ פרוקצ'ה דיני חברות חדשים לישראל, לעיל ה"ש 32 בעמ' 52 ה"ש 14; **גושן ואקשטיין**, לעיל ה"ש 36, בעמ' 137, 136.

⁵⁶ **אפרוחי הצפון**, לעיל ה"ש 11, ה"ש פרוקציה בסעיף 24; פר"ק (מרכז) 25351-01-12 התחנה המרכזית החדשה בתל אביב בע"מ נ' נצבא החזקות 1995 בע"מ (22.8.2017), ס' 176 ג.

⁵⁷ ראו **אפרוחי הצפון**, לעיל ה"ש 11. השוו **גושן ואקשטיין**, לעיל ה"ש 36, בעמ' 145.

ערך משנת 2011⁵⁸ הוסיף את סעיף 152ד' לחוק זה, הקובע כי אג"ח המוחזק בידי בעל שליטה יהיה חוב נדחה ויפרע רק לאחר פירעון מלוא האג"ח למחזיקים האחרים,⁵⁹ וזאת אם בעל השליטה רכש אג"ח זה מידי משקיעים אחרים בשוק המשני.⁶⁰ נדמה כי לגבי סעיף זה, כבר לא ניתן לחלוק על כך כי תכלית הסעיף היא לצמצם את תופעת הלוואת הבעלים עצמה, כאן בנסיבות של אג"ח סחיר. סעיף זה אינו עוסק כלל בנסיבות של מימון דק. למעשה, יתכן וההיפך הוא הנכון. לפי סעיף 152ד' (ב) לחוק ני"ע, אג"ח הנרכש על ידי בעל השליטה בשלב ההנפקה אינו נדחה, והאג"ח שפרעונו ידחה הנו רק אג"ח שנרכש מצדדים שלישיים. כלומר, לא מדובר כאן בנסיבות בהן בעל המניות השקיע בחברה בדרך של חוב במקום בהון. הבדל נוסף ביחס להדחיית אג"ח, היא כי סעד ההדחייה הנו אוטומטי ואינו מותנה בשום תנאי או בהתנהגות בעל המניות.⁶¹ כפי שנפרט להלן, קשה מאד להצדיק או אף להסביר מדוע יש להדחות אג"ח שנרכש על ידי בעל השליטה מידי נושים חיצוניים. יתכן והסבר אפשרי לסעיף זה נעוץ בהליך הלקוי של חקיקת תיקון זה בכנסת, הליך שחטא בעבירות פליליות מצד יוזם החוק.⁶²

3. סיווג מחדש והמרה להון

לצד הלכת הדחיית החוב, בתי המשפט בישראל החלו בשנים האחרונות לאמץ דוקטרינה חדשה שמקורה בארצות הברית,⁶³ לפיה חוב הנובע מהלוואת בעלים ניתן להמירו או 'לסווגו

⁵⁸ הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 44) דחיית פירעון התחייבות של חברה ציבורית כלפי בעל שליטה, התשע"א-2010, הצעות חוק - הכנסת, חוברת 32, 356 (29.11.2010); חוק ניירות ערך (תיקון מס' 44) התשע"א-2011, ס"ח 2272, ע' 198 (12.1.2011).

⁵⁹ סעיף 152ד' (א) קובע: "בעל שליטה, בתאגיד מדווח בקשיים, המחזיק בתעודות התחייבות של התאגיד, לא יהיה זכאי לפירעון ההתחייבויות כלפיו מאת התאגיד אלא לאחר שהתאגיד פרע במלואן את כל התחייבויותיו כלפי מחזיקים אחרים בתעודות התחייבות". אך השוו לסעיף 237(2) לחוק חדלות פירעון בפרק 3 להלן.

⁶⁰ סעיף 152ד' (ב) קובע: "הוראות סעיף קטן (א) לא יחולו בהתקיים אחד מאלה: ... (2) בעל השליטה מחזיק בתעודות ההתחייבות משעה שהונפק לראשונה."

⁶¹ כוונתנו להבחנה שמציע POMELLI, לעיל ה"ש 1, בין הדחיית חוב מן-היושר (equitable subordination) לבין הדחיית חוב אוטומטית בלתי-מותנית (automatic subordination), ראו ה"ש 4 לעיל.

⁶² בג"צ 1273/20 משמר הדמוקרטיה הישראלית נ' הכנסת ה-22 (נבו, 9.9.2020); בג"צ 8311/21 משמר הדמוקרטיה הישראלית נ' היועץ המשפטי לממשלה (נבו, 26.12.2021); ת"פ (ראשל"צ) 22398-11-21 מדינת ישראל נ' חיים כץ (נבו, 7.2.2022).

⁶³ In re Autostyle Plastics, I., 2001. 269 F.3d 726 (6th Cir. 2001); Matthew Nozemack, *Making Sense out of Bankruptcy Courts' Recharacterization of Claims: Why Not Use 510(c) Equitable Subordination*, 56 Wash. & LEE L. REV. 689 (1999); James H.M. Sprayregen, Jonathan P. Friedland, Jo Ann J. Brighton, and Salvatore F. Bianca, *Recharacterization of Debt to Equity: An Overview, Update, and Practical Guide to an Evolving Doctrine*, ANNUAL SURVEY OF BANKRUPTCY LAW 1 (2004); Hilary A. Goehausen, *You Said You Were Going to Do What to My Loan? The Inequitable Doctrine of Recharacterization*, 4 DePaul Bus. & Com. L.J. 117 (2005); David A. Skeel Jr. & Georg Krause-Vilmar, *Recharacterization and the Nonhindrance of Creditors*, 7 EUR. BUS. ORG. L. REV. 259 (2006); James M. Wilton & Stephen Moeller-Sally, *Debt Recharacterization under State Law*, 62 BUS. LAW. 1257 (2007); Michael R.

מחדש' כהון מניות (recharacterization).⁶⁴ לפי דוקטרינה זו, בית המשפט רשאי לקבוע כי השקעה של בעל מניות אשר בעבר ניתנה כהלוואה ונרשמה כחוב, תוגדר מעתה ואילך כהון מניות. המשמעות של הפעלת סנקציה זו היא כי מעמד הלוואת הבעלים הופך לנחות עוד יותר מחוב נדחה ומשתווה כעת למעמד הון מניות, הדרגה האחרונה ביותר בסדר פירעון חובות החברה. סנקציית המרת הלוואת בעלים להון היא לפיכך סנקציה קשה ומחמירה יותר מסנקציית הדחיית החוב. מבחינה פרקטית, כיוון שבמרבית המקרים בסופו של הליך חדלות הפירעון אין בקופת החברה מספיק כספים לשלם את מלוא החובות לנושים החיצוניים, אזי במרבית המקרים אין הבדל מעשי בין הדחיית חוב לבין המרתו להון, וכל אחת מהסנקציות מאיינת את הלוואת הבעלים לחלוטין. מבחינה עיונית, כן קיימים הבדלים בין הדחיית החוב להמרה להון.

(א) תוצאת המרת החוב להון

הבדל ראשון בין שתי הדוקטרינות הנו בתוצאת הפעלתן, בנסיבות בהן קיימים בחברה מספר בעלי מניות ובקופת החברה נותרים כספים לחלוקה. נניח מקרה נפוץ שבו בעל שליטה העניק לחברה הלוואת הבעלים, ולאחר מכן החברה עוברת הליך הבראה, רה-ארגון או הסדר חוב, ובקופתה נותרים כספים לחלוקה. מה יהיה אז מעמד הלוואת הבעלים? במקרה של הדחיית חוב, הלוואת הבעלים אמנם הופכת לחוב נדחה אך היא עדיין נותרת בגדר חוב, לכן בעל השליטה יזכה לפירעון הלוואה זו לאחר הנושים החיצוניים ולפני בעלי המניות.⁶⁵ לעומת זאת, במקרה של המרת הלוואת הבעלים להון, בעל השליטה יזכה לפירעון הלוואה זו רק יחד עם כלל בעלי המניות ובאופן יחסי לשיעור אחזקותיהם בהון.⁶⁶ במילים אחרות, הלכת הדחיית החוב חלה רק במערכת היחסים בין בעל המניות המלווה לבין שאר הנושים.⁶⁷ לעומת זאת, הלכת ההמרה להון חלה גם במערכת היחסים בין בעלי המניות לבין עצמם. בישראל, הלכת הסיווג מחדש או המרה להון אינה מוזכרת בחוק החברות.⁶⁸ הלכה זו

Tucker, *Debt Recharacterization During an Economic Trough: Trashing Historical Tests to Avoid Discouraging Insider Lending*, 71 OHIO ST. L. J. 187 (2010); Lawrence Ponoroff, *Whither Recharacterization*, 68 RUTGERS U.L. REV. 1217 (2016); Paul Wallace, *Simplifying the Muddled Doctrine of Debt Recharacterization*, 86 Miss. L.J. 183 (2017); James M. Wilton & William A. McGee, *The Past and Future of Debt Recharacterization*, 74 BUS. LAW. 91 (2018); Cameron J. Schlagel, *Bankruptcy, Debt Recharacterization, and the Constitution – An Erie Relationship*, 93 AM. BANKR. L.J. 1 (2019).

⁶⁴ ראו עמיר ליכט, "מימון חברה שלא כדרכה - איפיון מחדש והדחייה של הלוואת בעלים" נקודה בסוף משפט, <https://amirlicht.wordpress.com/2019/09/18/154>.

⁶⁵ אך השוו לסעיף 237(2) לחוק חדלות פירעון, ולדיון בעניין זה להלן.

⁶⁶ אך ראו להלן בדבר הקושי הפרקטי בביצוע חישובי המרה.

⁶⁷ ראו את דברי הש' ריבלין בעניין קריספי, לעיל ה"ש 21, בעמ' 134-135, לפיו דוקטרינת הדחיית החובות מצומצמת ליחסים בין בעלי המניות לבין נושי החברה ואין חלה על מערכת היחסים שבין בעלי המניות לבין עצמם.

⁶⁸ ראו הש' רובינשטיין בעניין אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 11, פ' ל"ד: "אין בחוק אמירה ביחס למנגנונים דוגמת Recharacterization ("הגדרה מחדש")."

הוזכרה בפסקי הדין של בית המשפט העליון בעניין **אפרוחי הצפון ואבוקרט**⁶⁹ ולאחר מכן אומצה על ידי בתי המשפט המחוזיים.⁷⁰ מעניין לציין כי בישראל, בתי המשפט אינם מבחינים בין תוצאת הדחיית החוב לבין תוצאת ההמרה להון. עד היום, גם במקרים בהם בתי המשפט אימצו את הלכת ההמרה להון, הסעד המשפטי שניתן בסופו של דבר בעילה זו היה הדחיית חוב ולא המרה להון.⁷¹

כך בפרשת **סמרה**⁷² החברה נקלעה לקשיים תזרימים עקב שריפה שפרצה במשרדי החברה, ולכן בעלי המניות שלה נאותו להעניק לחברה סכומים ניכרים. למרות מתן ההלוואות, החברה נקלעה להליכי פירוק, והמנהלת המיוחדת סיווגה את הלוואות הבעלים כחוב נדחה. במסגרת הערעור על החלטת המנהלת המיוחדת, השופט אורנשטיין מבית המשפט המחוזי בתל-אביב מציין כי בעלי המניות פעלו בתום-לב ובמטרה להטיב עם החברה ועם הנושים. בנסיבות אלו לא התקיים מצב של מימון דק, ולכן הוא קובע כי לא ניתן להורות על הדחיית חוב מכוח סעיף 6(ג) לחוק החברות. יחד עם זאת, בהתבסס על אמרות האגב של בית המשפט העליון שהוזכרו לעיל, השופט אורנשטיין קובע כי הלוואות הבעלים ניתנו לחברה כתחליף להשקעה הונית, ולפיכך הוא מכריע לטובת המנהלת המיוחדת וקובע כי ההלוואות ישארו בגדר חוב נדחה.⁷³ בית המשפט המחוזי בירושלים בעניין **מקור ראשון**⁷⁴ ובית המשפט המחוזי מרכז בעניין **התחנה המרכזית**⁷⁵ ו-**רידנט-נובה**⁷⁶ נהגו באופן דומה. למרות שבפרשות הללו בתי המשפט קבעו כי השקעת בעלי המניות היתה למעשה בגדר הון ולא חוב, באופן מוזר הסנקציה שהוטלה היתה הדחיית החוב ולא המרתו להון.⁷⁷ לכן ניתן לומר כי הלכת ההמרה להון בעצם רק מרחיבה את התנאים והנסיבות בהן בית המשפט יורה על תרופת הדחיית הלוואות בעלים.

⁶⁹ **אפרוחי הצפון**, לעיל ה"ש 11, ס' ל"ד לפסק דינו של הש' רובינשטיין, וס' 53-54, 58-59 לפסק דינה של הש' פרוקצ'ה. **אבוקרט**, לעיל ה"ש 11, ס' 40.

⁷⁰ ראו להלן.

⁷¹ ראו להלן. דוגמאות בלבול ואי-הבחנה בין תרופת הדחיית חוב לבין עילת המרה להון ניתן למצוא כבר אצל ש' פרוקצ'ה בפרשות **אפרוחי הצפון**, לעיל ה"ש 11, ס' 53, 54 ו-58 וכן **אבוקרט** לעיל ה"ש 11, ס' 40.

⁷² ע"א (ת"א) 66384-05-18 **סמרה יזמות וקרימיקה בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי** (15.8.2019).

⁷³ זאת כאמור, למרות שהשופט אורנשטיין הזכיר שם במפורש כי אין בסמכותו להורות על הדחיית חוב שכן לא מתקיים מימון דק ולא חלות הנסיבות של סעיף 6 לחוק החברות.

⁷⁴ פר"ק (י-ם) 42153-05-14 **Business Systems Consultants Ltd נ' מקור ראשון המאוחד (הצופה) בע"מ** (3.1.2016). אולם במקרה זה, למרות שנקבע שם כי אכן קיימת עילה להמרת הלוואות הבעלים להון, השופט מינץ קובע כי התקיים שם גם מצב של מימון דק ולפיכך, בסופו של דבר, השופט מינץ מורה שם על הדחיית חוב.

⁷⁵ פר"ק (מרכז) 25351-01-12 **התחנה המרכזית החדשה בתל אביב בע"מ נ' נצבא החזקות 1995 בע"מ** (22.8.2017), ס' 144-155.

⁷⁶ פר"ק (מרכז) 61073-06-18 **חנן שחף נ' רידנט - נובה בע"מ** (30.9.2020). קביעה זו הוזכרה ואושרה במסגרת הדיון בית המשפט העליון במסגרת ע"א 8131/20 **חנן שחף נ' א.י. אלקטרוניקה בע"מ** (14.2.2023).

⁷⁷ ראו הסברו של האן "דחיית חובות", לעיל ה"ש 7, שם בה"ש 11, לפיה אין צורך בסעד מחמיר מידי של המרה להון וניתן להסתפק בסעד הדחיית חוב בלבד. ברם, האן מתייחס שם לסעד המתאים לנסיבות עילת המימון הדק, ולא לסעד המתאים בנסיבות הלכת ההמרה להון. השוו גם לטענה ההפוכה אצל **גושן ואקשטיין**, לעיל ה"ש 36, בשם בע' 143, 144, לפיה 'השעיית חוב' משמעותה המרת החוב להון. לכאורה, זו העמדה המשתמעת גם בסעיף 237(2) לחוק חדלות פירעון (ראו להלן).

(ב) מבחני-המשנה להפעלת הדוקטרינה

הבדל שני ואף חשוב עוד יותר בין שתי הדוקטרינות, הנו ההבדל בתנאים ובנסיבות להפעלתן. בארה"ב, דוקטרינת הסיווג מחדש להון פותחה על ידי בתי המשפט בעיקר על מנת להשלים את דוקטרינת הדחיית החוב ולשמש כסעד חלופי לה, בנסיבות בהן הדחיית חוב אינה ישימה.⁷⁸ כלומר, בתי המשפט האמריקאיים פיתחו דוקטרינה זו בדיוק עבור נסיבות בהן החוק אינו מאפשר להם להדחות חוב.⁷⁹

השאלה הבסיסית בלב דוקטרינת הסיווג מחדש להון היא כאמור, בחינה מהותית של מאפייני עסקת המימון בין בעלי המניות לבין החברה, בניסיון להתחקות אחר אופייה 'האמיתי'. כלומר, בית המשפט מנסה לבחון האם אכן מדובר בעסקת הלוואת בעלים, או למעשה בפועל מדובר בהשקעה הונית. בארצות הברית, בתי המשפט הציעו במהלך השנים רשימה ארוכה של 13 מבחני-משנה, שנועדו לסייע לבתי המשפט בזיהוי והבחנה בין השקעת חוב לבין השקעה הונית. בעניין *Autostyle Plastics*⁸⁰ בית המשפט האמריקאי קבע 11 מבחני-משנה: (1) הכינוי שנתנו הצדדים לכספי המימון; (2) קיומן או העדרן של מועדי פירעון; (3) קיומן או העדרן של תשלומי ריבית; (4) המקור ממנו צפויים להגיע תשלומי ההחזר; (5) נאותות שיעור המימון בחברה; (6) מתאם בין שיעור הבעלות בהון לבין שיעור המימון; (7) קיומן של בטחונות; (8) יכולת החברה להשיג מימון חיצוני (האם מלווה חיצוני היה מסכים להעניק הלוואה דומה בתנאים דומים); (9) האם המימון היה נדחה או כפוף להחזרי חובות אחרים; (10) האם המימון נדרש לחברה לצורך עמידה בהוצאות שוטפות (חוב) או לצורך רכישת נכסים (הון); (11) הקמת קרן שוקעת (sinking fund) שנועדה לצבירת החזר החוב. מאוחר יותר, בעניין *Outbound Marine*⁸¹ בית המשפט האמריקאי הוסיף שני מבחני-משנה נוספים: (12) היחס בין הלוואות הבעלים להון המניות; (13) שיעור השליטה של בעלי המניות.

מתי בתי המשפט בישראל יסווגו מחדש הלוואות בעלים כהון מניות? בפרשות **אפרוחי הצפון**⁸² ו**אבוקרט**⁸³ בית המשפט העליון הציעו מספר צנוע של מבחני-משנה, ויש להניח כי

⁷⁸ **אפרוחי הצפון**, לעיל ה"ש 11, ס' 54 לעמדת הש' פרוקצ'ה. לסקירת הספרות האמריקאית בנושא זה ראו ה"ש 63 לעיל.

⁷⁹ מהלך דומה בוצע על ידי השופט אורנשטיין בעניין **סמרה**, לעיל ה"ש 72.

⁸⁰ In re Autostyle Plastics, Inc., 269 F.3d 726 (6th Cir. 2001).

⁸¹ In re Outbound Marine Corp., 2003 WL 216973571 (N.D. Ill. 2003).

⁸² **אפרוחי הצפון**, לעיל ה"ש 11, סעיף 59 לדברי הש' פרוקצ'ה: "האמצעי של 'איפיון מחדש' של הלוואות הבעלים עניינו, בעיקרו, התחקות אחר האופי האמיתי של עיסקת הלוואות הבעלים, תוך בחינת יסודותיה של העיסקה. האם יסודות אלה אכן מצביעים על עיסקת הלוואה אמיתית, או שמא הלוואה זו, על-פי נסיבותיה, דומה יותר להזרמת הון בעלים לחברה שבבעלותם. שיקולים רלבנטיים לענין זה הם, בין היתר, האם עיסקת הלוואות הבעלים נעשתה במהלך העסקים הרגיל; מהו אופי הסכם ההלוואה, מהו מצבה הכספי של החברה עם מתן ההלוואה, מהו אופי הקשר בין בעל המניות לבין החברה, לאיזו מטרה שימשו כספי ההלוואה - האם לרכישת נכסים הוניים או להוצאות שוטפות; האם קיימות בטוחות להלוואה, וכיצד באלה מאפיינים. איפיון מחדש של הלוואות בעלים כרוך בראייה נורמטיבית, המסירה את המסך מעל תיאורה המילולי של העיסקה, ומתייחסת למהותה האמיתית, תוך ייחוס תוצאות משפטיות למהות זו."

⁸³ **אבוקרט**, לעיל ה"ש 11, ס' 40 לדברי הש' פרוקצ'ה: "קביעת מעמדו המשפטי של בעל המניות כנושה... תלויה במידה רבה בבחינת אופי האשראי שנתן לחברה, והרקע והנסיבות לנתינתו. קביעת מעמדו כנושה..., מחייבת

מספרם יתפח בעתיד, ככל שהלכה זו תוסיף ותתפתח.⁸⁴

(ג) הקושי בהמרה בפועל של חוב להון

הסבר אפשרי להימנעות בתי המשפט מסעד המרת החוב להון ובמקומו מורים על הדחיית החוב, הנו בקושי הגדול בישום סעד זה בפועל. לא ברור לנו כיצד בית המשפט ימיר בפועל הלוואות בעלים להון מניות, כיצד בית המשפט יקבע את יחס ההמרה בין חוב להון, והאם בית המשפט בכלל יסכים לבצע מלאכה מורכבת זו.

נמחיש זאת באמצעות דוגמה מספרית, נניח חברה ציבורית לה בעל שליטה המחזיק 50% מהון המניות ויתרת המניות מוחזקת בידי הציבור. החברה הקצתה חוב או הנפיקה אג"ח בערך נקוב של 100, מתוכם 80 בידי בעל שליטה והיתרה בידי יתר הנושים או ציבור מחזיקי האג"ח. החברה נקלעת לחדלות פירעון ושווי נכסיה 50 בלבד. בית המשפט מבקש להפעיל את דוקטרינת 'הסיווג מחדש' ולהמיר את הלוואות הבעלים להון (recharacterization). לחילופין, בית המשפט מורה על הדחיית חוב, אולם לפי סעיף (2)237 לחוק חדלות פירעון, חוב נדחה יפרע יחד עם הון המניות, כלומר יש להמירו להון (ראו להלן). כיצד בית המשפט יחלק את ה- 50?

ציבור מחזיקי האג"ח וודאי יזכה לפירעון מלא של 20. לגבי היתרה בסך 30, בית המשפט יאלץ להמיר את חוב החברה לבעל השליטה להון מניות, כלומר להגדיל את שיעור אחזקותיו, על חשבון ציבור בעלי המניות. לשם כך, בית המשפט יאלץ לחשב ולקבוע את יחס ההמרה של חוב להון. זהו הליך סבוך ומורכב, הדורש הערכות שווי שניות במחלוקת אודות שווי החוב ושווי המניות במועד הקובע. קשה להאמין כי בית משפט, בפרט במסגרת הליך חדלות פירעון, יהיה מוכן להשקיע את הזמן והמאמץ השיפוטי הניכר שיידרש לכך.

(ד) סעיף (2)237 לחוק חדלות פירעון

לעניין ההבדל בין תוצאת הדחיית חוב הלוואות בעלים לבין תוצאת המרתן להון מניות, נציין כי לפי סעיף (2)237 לחוק חדלות פירעון עלולה להתקבל טענה לפיה אין כל הבדל בין שתי הדוקטרינות, ולמעשה הלכת ההמרה להון רחבה יותר משנדמה.⁸⁵ סעיף (2)237 זה קובע כי

התייחסות לשאלות הבאות: האם עיסקת הלוואות הבעלים (או הערכות) נעשתה במהלך העסקים הרגיל; מה אופי הסכם ההלוואה; מה היה מצבה הכספי של החברה בעת מתן ההלוואה; לאיזו מטרה שמשו כספי ההלוואה; וכיצד באלה שאלות. ככל שחוב החברה כלפי בעל המניות צמח במסגרת פעילות עסקית שוטפת ורגילה שהוא ניהל עם החברה, בהיותה יציבה וסולבנטית, מעמדו כנושה יוכר, ... אולם ככל שמתברר כי הלוואות הבעלים או הערכות הם תחליף להון עצמי, שהיה מקום להזרימו לחברה כדי לקיים את כרית הבטחון ההונית שלה לצורך הגנה על נושיה, כך עלול להיות כי מעמדו של בעל המניות כנושה רגיל לא יוכר, וגם אם לא יורם מסך ההתאגדות, נשייתו עשויה להידחות עד לאחר פרעון חובות הנושים החיצוניים.

אך השווה ע"א 9025/17 A.T.S Investments Inc נ' Segal Group (Dresden) GmbH and Co.KG⁸⁴, שם, בית המשפט העליון מציין כי האבחנה המשפטית בין הלוואות בעלים להשקעה הונית היא (19.2.2020). שם, בית המשפט העליון מציין כי האבחנה המשפטית בין הלוואות בעלים להשקעה הונית היא שאלה 'רגילה' של פרשנות חוזה. ברם, במקרה שם מדובר היה בבית משפט אזרחי ובמחלוקת בין בעלי המניות לבין עצמם. לדעתנו, המבחן המשפטי עשוי להיות שונה כאשר מדובר בבית משפט של חדלות פירעון ובמחלוקת מול נושי החברה.

סעיף (7)231 לחוק חדלות פירעון קובע כי 'חובות דחויים' יפרעו בדרגה האחרונה. סעיף 237 לחוק זה קובע כי: "החובות המפורטים להלן הם חובות דחויים והם ייפרעו בסדר עדיפות זה: ... (2) לעניין חייב שהוא תאגיד - חובות לתאגיד הנובעים מהיותם חברי התאגיד וחובות לחברי התאגיד שיש עילה להשעית פירעונם לפי סעיף 6(ג) לחוק החברות או לפי כל דין אחר."

⁸⁴

⁸⁵

'חובת דחויים' יפרעו יחד⁸⁶ עם 'חובות לחברי התאגיד הנובעים מהיותם חברי התאגיד', כלומר לכאורה יחד עם החזר ההשקעה ההונית לבעלי המניות.⁸⁷ משמעות הוראה זו, אם אכן תפורש כך, היא כי כל הלוואת הבעלים שתדחה לפי סעיף 6(ג) לחוק החברות או סעיף 152ד1 לחוק ניירות ערך, תהיה באותה דרגת פירעון של הון מניות.⁸⁸ במילים אחרות, סעד של הדחיית חוב גורר בהכרח את המרת חוב זה להון מניות. לדעתנו כאמור לעיל, יש הבדל מהותי בין סעד השעיה או הדחיית חוב לבין סעד של המרת החוב להון. לפיכך, נאלץ להמתין להבהרת סוגייה זו על ידי בתי המשפט.⁸⁹

4. חוב שמקורו בערבות בעל מניות

לפי סעיפים 9 ו-12 לחוק הערבות⁹⁰ ערב לחוב שנאלץ לשלם בעצמו את החוב במקומו של החייב, רשאי לאחר מכן לחזור אל החייב ולתבוע ממנו את החזר הערבות. לענייננו, בעלי מניות נוהגים מעת לעת להעניק ערבויות אישית לטובת נושים בגין חוב של החברה. בעל מניות אשר ערב לחברה ונאלץ לאחר מכן לפרוע חוב שלה, הוא לכאורה בעל זכות נשייה כלפי החברה. מכאן עולות לדיון שתי שאלות: ראשית האם סעיפים 9 ו-12 לחוק הערבות חלים גם במקרה של ערבות אישית של בעל מניות, ושנית האם זכות הנשייה של בעל מניה שמקורה בפירעון ערבות אישית שלו, האם זכות זו כפופה אף היא לאותן סנקציות של הדחיית חוב או המרה להון?

בית המשפט העליון, הן בעניין קריספי⁹¹ והן בעניין אבוקרט⁹² מתייחס בחשדנות אל נשייה של בעל מניות שמקורה בערבות אישית באופן דומה לחוב שמקורו בהלוואת בעלים, וקובע כי חוב זה כפוף אף הוא להדחייה ולהמרה להון. בעניין אבוקרט, בית המשפט אף מתעלם משאלת תום הלב של בעל המניות.⁹³ אולם נראה כי עמדת בתי המשפט המחוזיים היא מסוייגת יותר. כך למשל בעניין ציביאק⁹⁴ ובפרשת סמרה⁹⁵, בית המשפט המחוזי בתל אביב בחר כן להכיר בזכויות הנשייה של בעל מניות לפי סעיפים 9 ו-12 לחוק הערבות.

⁸⁶ סעיף 232 לחוק זה קובע את עיקרון השוויון בדיני חדלות פירעון, לפיו חובות באותה דרגה יפרעו יחד. הכוונה היא לחובות שמקורם במסמכי ההתאגדות או בחוק החברות, ראו כהן **פירוק חברות**, לעיל ה"ש 32, בעמ' 873.

⁸⁸ לדעת האן **דיני חדלות פירעון**, לעיל ה"ש 7, בעמ' 437-441, במידה והלוואת הבעלים או האג"ח מובטח בשעבוד, אזי חוב זה יהיה נדחה ויפרע רק לאחר פירעון האג"ח המובטח לשאר ציבור הנושים אולם לפני פירעון החובות הרגילים. פרשנות כאמור מצויה לכאורה בניגוד ללשון סעיף 237(2) לחוק חדלות פירעון.

⁸⁹ פתרון משפטי מסוים עשוי להימצא בסעיף 242(2) לחוק חדלות פירעון, לפיו לאחר תשלום החובות לנושים יתרת קופת הפירוק תועבר לבעלי המניות. לדעתנו, יש לפרש את סעיף 237(2) לחוק לאור סעיף זה, כלומר חוב נדחה לנושים מקדים את החזר ההון.

⁹⁰ חוק הערבות, תשכ"ז-1967.

⁹¹ בפרשת קריספי, לעיל ה"ש 21, השופט דורנר בעמדת המיעוט שם, רואה בלקיחת הלוואות רבות על ידי החברה או כמתן ערבות אישית מטעם בעל השליטה כמצב של מימון דק המוביל להדחיית חוב (שם, בעמ' 131). אולם עמדת הרוב בפרשת קריספי דחתה את גישת דורנר לפיה כל הענקת ערבות אישית מטעם בעל השליטה משמעה מימון דק והדחיית חוב. ראו גם כהן, **פירוק חברות**, לעיל ה"ש 32, בעמ' 898-900.

⁹² פרשת אבוקרט, לעיל ה"ש 11, ס' 40 ו-46.

⁹³ ס' 47, שם.

⁹⁴ פש"ר (ת"א) 1554/89 **ציביאק יוסף נ' מפרק סריגי ציביאק בע"מ בפירוק** (22.10.03).

⁹⁵ ה"ש 72 לעיל.

5. שלילת זכות קיזוז

סנקציה משפטית נוספת המוטלת על הלוואות בעלים היא ביטול הזכות של בעל מניות לקזז חוב שהוא עצמו חייב לחברה, כנגד חוב או הלוואת בעלים שהחברה חייבת לו. הענקת זכות קיזוז לבעל מניות היא בעייתית וקשה במיוחד בנסיבות של חדלות פירעון, שכן זכות קיזוז מעניקה לבעל המניות מעמד של נושה בכיר וקדימות בסדר הפירעון ביחס לשאר הנושים.⁹⁶ **צפורה כהן** מזכירה ומבקרת פסיקה אנגלית ישנה לפיה לא ניתן כלל לקזז חוב בעלי מניות בגין הון מניות שלא נפרע, כנגד חוב של החברה.⁹⁷ לעמדתה "יש מקום להכיר בזכותו של בעל מניות שהחברה חבה לו כספים כנושה - שלא בכשירות כבעל מניות - להפעיל את זכות הקיזוז".⁹⁸ סוגיית קיזוז חובות של בעל מניה נידונה אף בפרשת **אבוקרט**. בית המשפט העליון קבע שם כי יש לבחון בחשדנות רבה טענות לקיזוז הלוואות בעלים.⁹⁹ זכות זו כפופה הן לתנאים המיוחדים של קיזוז חוב בפירוק, והן להלכות הדחיית החוב וההמרה להון שהוזכרו לעיל.¹⁰⁰ בנוסף, נטל ההוכחה בדבר לגיטימית הקיזוז הוטל על כתפי בעל המניות.¹⁰¹

6. הרמת מסך

בנוסף לסנקציות של הדחיית חוב והמרה להון, מבחינה עיונית, הלוואות בעלים עלולות להוביל אף להרמת מסך ההתאגדות והטלת חיוב אישי על בעלי המניות לפרוע את חובות החברה. הסעיף 6(א) לחוק החברות קובע כי בית המשפט רשאי להרים מסך בשורה של נסיבות הכוללות כאמור גם 'מימון דק'¹⁰² ומונח זה מפורש גם כהלוואות בעלים.¹⁰³ למעשה, סעיף 6(ג) לחוק המסמך את בית המשפט להורות על הדחיית חוב, קובע כי סעד זה ניתן באותם מקרים בהם חל סעיף 6(א) לחוק.¹⁰⁴ לכן, בכל המקרים בהן בית המשפט הפעיל את סמכותו לפי סעיף 6(ג) לחוק והורה על הדחיית חוב, בית המשפט היה מוסמך אף להפעיל את סמכותו לפי סעיף 6(א) לחוק ולהורות על הרמת מסך.¹⁰⁵ בית המשפט העליון אף הכריז

⁹⁶ **אבוקרט**, לעיל ה"ש 11, סע' 18, 23.

⁹⁷ **כהן פירוק חברות**, לעיל ה"ש 32, בעמ' 901 - 904.

⁹⁸ שם.

⁹⁹ **אבוקרט**, לעיל ה"ש 11, ס' 40.

¹⁰⁰ שם.

¹⁰¹ ס' 41, 45, 48, שם. יש להעיר כי הדיון המשפטי שם נערך על בסיס הנוסח הקודם של סעיף 74 לפקודת פשיטת הרגל [נוסח חדש], תש"ס-1980 ופרשנות בית המשפט לסעיף זה. כיום חל בעניין זה סעיף 255 לחוק חדלות פירעון. שני סעיפי החוק הללו עוסקים בזכות הקיזוז של נושה רגיל, ואינם מתייחסים באופן מיוחד לעניין זכות הקיזוז של בעל מניות בחברה חדלת פירעון.

¹⁰² פרק 1 לעיל.

¹⁰³ שם.

¹⁰⁴ אוריאל פרוקצ'ה מסביר כי אופן ניסוח זה מקורו בטעות. ראו מורן אופיר, תומר פלח ואוריאל פרוקצ'ה, *הרמת מסך: בחינה עיונית ואמפירית, עיוני משפט* מב, 199 - 238 (2019), ה"ש 3.

¹⁰⁵ מבחינה עיונית, הדחיית חוב היא מעין הרמת מסך 'חלקית'. ראו **קריספי**, לעיל ה"ש 21, בעמ' 129; פרוקצ'ה דיני חברות חדשים לישראל, לעיל ה"ש 32, בעמ' 558; **גושן ואקשטיין**, לעיל ה"ש 36, בעמ' 130; רוזמן **חוק החברות**, לעיל ה"ש 36, בעמ' 112.

והבהיר מפורשות כי מימון דק¹⁰⁶ ובפרט הלוואות בעלים¹⁰⁷ אכן עלולים להוביל לסעד של הרמת מסך.

לצד הסמכות הפורמלית לבית המשפט להורות על הרמת מסך עקב מימון דק והלוואות בעלים, ניתן עדיין לתהות האם זה רצוי כי בית המשפט יממש סמכות זו בפועל? מחד, יש הסבורים כי מימון דק לבדו אכן מהווה עילה להרמת מסך.¹⁰⁸ מנגד, אחרים סבורים כי נדרש 'דבר מה נוסף', כגון מרמה או חוסר תום לב מצד בעל המניות.¹⁰⁹ ניתן לדלג על מחלוקת זו, בכך שנציין כי למרות אמרות-האגב הרבות של בית המשפט העליון בדבר קיומה של סמכות פורמלית לכך, כמעט בלתי אפשרי למצוא מקרים בהן בית המשפט מימש סמכות זו בפועל, והורה על הרמת מסך עקב מימון דק בלבד.¹¹⁰ מעניין לציין כי תופעה דומה קיימת גם במשפט האמריקאי. אף שם, בתי המשפט מצהירים תדיר כי מימון דק הנו עילה להרמת מסך (אך אינו עילה להדחיית חוב¹¹¹), אולם בפועל בתי המשפט בארה"ב לעולם לא עושים שימוש בסמכות זו, והרמת המסך נעשית תמיד מסיבות אחרות.¹¹²

¹⁰⁶ ראו אמרות-אגב במסגרת ע"א 324/82 עיריית בני-ברק נ' ברוך רוטברד פ"ד מה(4) 102, 136 (1991); קריספי, לעיל ה"ש 21, בעמ' 134; אבוקרט, לעיל ה"ש 11, שם בס' 40.

¹⁰⁷ אבוקרט, לעיל, בס' 40, 41. ראו גם ה"ש 106 להלן.

¹⁰⁸ ראו פרוקצ'ה דיני חברות חדשים לישראל, לעיל ה"ש 32, בעמ' 75; אופיר, פלח ופרוקצ'ה "הרמת המסך", לעיל ה"ש 104, בעמ' 219-220 (2019); הש' ריבלין בפרשת קריספי, לעיל ה"ש 21, ס' 5; הש' פרוקצ'ה אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 11, ס' 51.

¹⁰⁹ ראו פלמן-בר-מור, לעיל ה"ש 32, בעמ' 124, באשר לצורך ב"דבר מה נוסף"; כהן פירוק חברות, לעיל ה"ש 32, בעמ' 712; עדו לחובסקי, דיני חברות: חברה יחידה ואשכול חברות (2014), ה"ש 53 בעמ' 80; הש' רובינשטיין בעניין דלתות חמדיה, לעיל ה"ש שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת. ס' י"ט, וכן אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 11, פס' ל', ל"ה.

¹¹⁰ בכל המקרים שמצאנו בפסיקה בהם 'מימון דק' הוזכר כעילה להרמת המסך, נקבע כי התקיימו גם עילות הרמת-מסך נוספות כגון הברחת נכסים, עירוב נכסים, או מרמה. לדוגמה רע"א 2262/13 זוז תשתיות ופיתוח בע"מ נ' פיתוח וגינון הצפון 2001 בע"מ (22.4.2013), המבוסס על ע"א (חיפה) 15247-11-12 זוז תשתיות ופיתוח בע"מ ואח' נ' פיתוח וגינון הצפון (2001) בע"מ (21.2.2013). כך גם בבתי הדין לעבודה, למרות שהסמכות שם להרמת-מסך קלה ורחבה יותר, הדרה בר-מור, הרמת מסך בדיני העבודה, ספר גרוס: מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס (2015) 343. ראו למשל ע"ב (ת"א) 3028/08 ישראל ששון נ' איתי פאר (נבו, 26.10.2009); סעש (חי') 58455-02-19 אביאל דקל ו-69 אח' - רשימת נהריה בראשות ז'קי סג (נבו, 8.8.2021); עב' (ת"א) 3028/08 ישראל ששון נ' איתי פאר והלוויה בע"מ (נבו, 26.10.09).

¹¹¹ מעניין לציין את עמדת הדין האמריקאי, לפיה 'מימון דק' כשלעצמו הנו עילה להרמת מסך (קריספי, לעיל ה"ש 21, ס' 133 לש' ריבלין) אך אינו עילה להדחיית חוב (אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 11, הש' רובינשטיין, פס' ט"ז-י"ז ומראי המקום שם). עמדה משפטית זו עשויה לעורר סתירה, שהרי אין חולק כי הרמת-מסך הוא סעד חמור יותר מהדחיית חוב. הסבר אפשרי לסתירה זו נובע עמימות הקיימת גם בדין האמריקאי בהגדרת 'מימון דק' ולגיטימיות הלוואות בעלים.

¹¹² Jonathan Macey & Joshua Mitts, *Finding Order in the Morass: The Three Real Justifications for Piercing the Corporate Veil*, 100 CORNELL L. Rev. 99, 103 (2014), ("we find no piercing cases in which a court pierces the corporate veil solely because a corporation is undercapitalized."). See also *Browning-Ferris Industries of Illinois, Inc. v. Ter Maat* 195 F.3d 953, 954 (7th Cir. 1999) ("undercapitalization is rarely if ever the sole factor in a decision to pierce the corporate veil").

7. תמצית הטענות כנגד הלוואות בעלים

קיימות מעט הלכות משפטיות המעוררות דיון וביקורת עזה כפי שמעוררת הלכת הדחיית חוב בנסיבות מימון דק.¹¹³ בפרק זה לא נוכל לדון לעומק בכל הטיעונים בעד ונגד הלכה זו. מטרתנו כאן היא שונה. ראשית, כאמור אנו מבקשים למקד את הדיון בתופעת הלוואות בעלים, להבדיל מהדיון המסורתי בתופעת המימון הדק. שנית, אנו מבקשים להתמקד בטיעון העיקרי לדעתנו כנגד הלוואות בעלים, לפיו הלוואות בעלים מחריפות את ניגודי האינטרסים בחברה ומחצינות את סיכוני חדלות הפירעון על גב הנושים. זהו נושא הפרק הבא והמרכזי במאמר. להלוואות בעלים יכולות להיות מספר יתרונות לגיטימיים. ראשית, הלוואות בעלים הן אמצעי זול, זמין ומהיר להשגת מימון לחברה. עלויות המימון, הוצאות העסקה ופערי המידע הם נמוכים יותר בעסקת מימון ממשקיע פנימי בעל מניות בחברה, בהשוואה לעסקת מימון ממשקיע חיצוני. בנוסף, להלוואות בעלים עשויות להיות בנסיבות מסוימות יתרונות מס.¹¹⁴ מנגד, להלוואות בעלים עלולים להיות גם מספר חסרונות, אותם נפרט בתמצית.

ראשית, עסקת הלוואות בעלים היא עסקה בניגוד אינטרסים בין חברה לבין בעל השליטה בה. לכן מתעורר חשש כי עסקת ההלוואה נעשתה בתנאים המטיבים עם בעל השליטה על חשבון החברה, ומכאן נפגעים שאר הנושים. ברם, נזכיר כי קושי משפטי זה כבר מטופל באמצעות כללים משפטיים אחרים.¹¹⁵ מעבר לכך, קיימות בעיות קשות מאד עם טיעון זה. מהיבט הפרקטיקה, במקרים רבים למעשה ההיפך הוא הנכון. בדרך כלל הלוואות בעלים מוענקות במטרה לסייע חברה, לכן תנאי ההלוואה נוטים בבירור לטובת החברה. במקרים רבים הלוואות בעלים ('שטרי הון') מוענקות ללא בטחונות, ללא ריביות וללא מועד פירעון מוגדר.¹¹⁶ ערבויות בעלי מניות מוענקות ללא תמורה.¹¹⁷ במקרים נוספים בעל המניות הוא המשקיע היחיד המוכן לערוב או להעניק הלוואה לחברה.¹¹⁸ כלומר, בפרקטיקה ובפרט במקרים שנידונו בפסיקה, הלוואות הבעלים אינן פוגעות בחברה אלא דווקא מטיבות עמה. מההיבט המשפטי, בתיקי הדחיית חוב אין כל טענה ואף לא בדיקה מצד בתי המשפט לגבי תנאי ההלוואה.¹¹⁹ למעשה, נורמטיבית ההיפך הוא הנכון, שכן קביעה לפיה הלוואות הבעלים

¹¹³ ראו לדוגמה הספרות המשפטית הענפה העוסקת בדוקטרינה זו, בה"ש 20 לעיל.

¹¹⁴ ראו POMELLI ה"ש 1 לעיל, בעמ' 43, 49-50. בישראל, ככלל שיעור המס האפקטיבי על בעלי מניות מהותיים בחברה הוא דומה, בין שהם מספקים לחברה הון מניות ובין שהם מלווים לחברה. במקרה הראשון, שיעור המס האפקטיבי הוא 46.1% והוא נגזר משיעור מס חברות של 23% ושיעור מס על הדיבידנד על בעלי מניות מהותיים של 30%, לאור סעיף 125 ב(2) לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש] והעובדה שדיבידנד אינו מותר לחברה כהוצאה. במקרה האחרון, שיעור המס האפקטיבי נקבע לפי שיעור המס השולי של בעלי המניות, לאור סעיף 125ג(3) לפקודה והעובדה שריבית ככלל מותרת לחברה בניכוי.

¹¹⁵ בדיני החברות עסקאות מסוג זה מטופלות באמצעות כללי 'עסקאות בעלי עניין', ובדיני חדלות פירעון באמצעות כללי 'העברות מרמה'.

¹¹⁶ ראו סולומון 'מימון דק', לעיל ה"ש 20, בעמ' 1737 ("במקרים רבים הלוואות בעלים ניתנת לחברה בתנאי אשראי גמישים ונוחים כדוגמת הלוואה ללא ריבית וללא מועד פירעון מוגדר"); כך גם בנסיבות אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 11, ותיקי הדחיית חוב נוספים.

¹¹⁷ ראו נסיבות קריספי, לעיל ה"ש 21, אבוקרט, לעיל ה"ש 11.

¹¹⁸ סולומון 'מימון דק', לעיל ה"ש 20, בעמ' 1738; גושן ואקשטיין, לעיל ה"ש 36, ראו הדוגמה בעמ' 141 ו-144. נבהיר כי מימון החברה בנסיבות בהן כל משקיע חיצוני היה מסרב, משמעותה הטבה כלכלית לחברה.

¹¹⁹ כך בכל פסקי הדין שתוארו לעיל.

היא לטובת החברה תוביל לסנקציה נגדה ולסיווג ההלוואה כהון.¹²⁰ הסבר שני לביקורת בית המשפט הנו שהלוואות בעלים מעוררות תחושות אי-נוחות, חוסר הוגנות או אי-צדק,¹²¹ כיוון שהן משנות את סדר הפירעון המסורתי בחדלות פירעון. אם ברגיל, בעל מניות הנו נושה שיורי ומקומו אחרון בסדר הפירעון,¹²² ועובדה זו נתפסת כמבטיחה שבעל המניות יפעל לטובת הנושים.¹²³ הלוואות הבעלים מאפשרת לבעל המניות להתקדם במעלה סדר הפירעון ולקבל החזר יחסי כנושה רגיל או אף החזר מלא כנושה מובטח, לכאורה על חשבון הנושים 'האמיתיים'. מצד שני, לתחושה סובייקטיבית זו קשה למצוא בסיס משפטי. התקדמות בעל המניה במעלה סדר הפירעון אינה נובעת מכובעו כבעל מניות, אלא מכובעו המשפטי האחר כנושה של החברה. עבור בעל המניה, הדחיית הלוואות היא חוסר צדק כלפיו. זאת נקודת המוצא המשפטית, ותחושת צדק שונה אינה עילה משפטית להרמת מסך חלקית.

הסבר שלישי לרתיעת בתי המשפט מהלוואות הבעלים נובע מהאופן בו בתי המשפט בוחנים אותן. כאשר בתי המשפט בוחנים את לגיטימיות הלוואות בעלים, הם למעשה בוחנים את מצב החברה והנושים בהשוואה לחלופה כלשהי. חלופה אחת להלוואות בעלים יכולה להיות השקעה הונית מצד בעלי המניות. חלופה אחרת היא אי-הענקת ההלוואה או הערבות. אם נשווה בין הלוואות בעלים לבין חלופת ההשקעה ההונית, יתכן כי מצב הנושים היה יכול להיות טוב יותר. כרית הביטחון יכלה להיות גדולה יותר, ולכאורה הסיכון לחדלות פירעון נמוך יותר. ראשית נעיר לעניין זה, כי מצב החברה ישתפר רק בהנחה שפעילות החברה נשארת קבועה, כלומר שהחברה אינה משנה את אופי השקעתה. בחלק ב' להלן אנו מראים כי כאשר הנחה זו מוסרת, הרי שבדרך כלל הלוואות בעלים מרסנות את רדיפת סיכונים-היתר מצד בעלי המניות, ולכן הסיכון לחדלות פירעון לאחר הלוואות בעלים עשוי להיות נמוך יותר. יתרה מכך, בתי המשפט נוהגים כאמור לערוך השוואה בין מצב החברה והנושים לאחר הלוואות בעלים, לבין מצב היפותטי בו בעלי המניות מעניקים לחברה השקעה הונית. השוואה זו אינה הוגנת, במיוחד לאור העקרון המשפטי הבסיסי לפיו בעלי מניות אינם מחויבים להשקיע בחברה,¹²⁴ ובמיוחד בנסיבות בהן השקעה הונית היא חסרת הגיון כלכלי. אם נערוך השוואה בין מצב החברה והנושים עם הלוואות בעלים למצבם ללא הלוואות בעלים, ניווכח שמצבם דווקא טוב יותר בעקבות הלוואות בעלים. במרבית המקרים, החברה והנושים

¹²⁰ ראו הדיון בפרק 3 לעיל.

¹²¹ ראו למשל האן "דחיית חובות", לעיל ה"ש 12, בעמ' 53 ("דומה כי חוש הצדק אינו יכול להשלים עם נדיבות כה מופלגת של המשפט כלפי בעל השליטה על חשבונם של שאר הנושים").

¹²² סעיף 231 לחוק חדלות פירעון.

¹²³ ראו גושן "בעיית הנציג", להלן ה"ש 135, בעמ' 262: "הגנה חשובה יותר המוענקת לנושים הנה במתן קדימות לתביעתם הקבועה על פני תביעתם של בעלי המניות, שהיא תביעה שיווית. ... בעצם קביעת סדר הקדימויות כאמור, יש משום הגנה לנושים מפני בעיית הנציג". ראו גם Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, Voting in Corporate Law, 26 J.L. & Econ. 395 (1983). אך יש לשים לב שהטענה לפיה מקומו האחרון של בעל המניות בסדר הנשייה מגן על הנושים החיצוניים, נכונה רק במקרה בו תקבולי החברה הם וודאיים. ברם כאמור בפרק 9 להלן, במציאות הסטוכסטית שבה פרויקטים של חברה הם מסוכנים והתקבולים אינם וודאיים, מקומו האחרון של בעל המניות בסדר הנשייה היא זו שיוצרת את בעיית הנציג וגורמת לבעל המניות לדרוך אחר סיכונים-יתר.

¹²⁴ ה"ש 14 לעיל.

מעדיפים שבעלי המניות כן יעניקו לחברה הלוואות וערבויות מאשר שימנעו מכך לחלוטין, במיוחד בנסיבות של חברה בקשיים¹²⁵ והענקה בתנאים נוחים לחברה.¹²⁶ טענה נוספת הנשמעת לעיתים בספרות ובפסיקה,¹²⁷ היא כי בעל השליטה אשם בקריסת החברה. הצדקה זו מוזרה לדעתנו, שכן אחריות לקריסת חברה ראוי לבחון, ראשית, כלפי נושאי משרה ולא כלפי בעלי מניות, ושנית, בהתאם לכללי אחריות נושאי משרה בדיני חברות ולא לפי כללי הדחיית חוב בדיני חדלות פירעון.¹²⁸ טענות נוספות כנגד הלוואות בעלים הן כי בעל השליטה עשוי לנצל מידע פרטי שברשותו,¹²⁹ או כי מסמכי הלוואות הבעלים נוסחו בעמימות ואי-בהירות על מנת להסתיר מידע או להונות נושים.¹³⁰

8. הלוואות בעלים מחמירות את בעיית החצנת הסיכונים על גב הנושים

לדעתנו, הטענה המשמעותית ביותר כנגד הלוואות בעלים היא כי בעצם היותן מופע של מימון דק, הלוואות הבעלים גורמות להחרפת ניגודי האינטרסים בין בעלי המניות לנושים ולהחמרת החצנת הסיכונים כלפי הנושים. טענה זו מופיעה הן בפסיקה ובספרות הישראלית¹³¹ והן בספרות הזרה.¹³² נבהיר תחילה מושכלות יסוד. מצב של ניגודי אינטרסים בין בעלי המניות לבין הנושים והחצנת הסיכון שבקריסת החברה על גב הנושים, הנו המצב הרגיל הנוצר בכל חברה החשופה לסיכון של חדלות פירעון.¹³³ ככל שהיקף החובות לנושים החיצוניים והסיכון

¹²⁵ פרק 8 להלן.

¹²⁶ ראו לעיל.

¹²⁷ ראו פרוקצ'ה "מימון דק", לעיל ה"ש 20, בעמ' 554; האן "דחיית חובות", לעיל ה"ש 12, בעמ' 77-78; עמדת בית משפט המחוזי וכונס הנכסים הרשמי בפרשת קריספי, לעיל ה"ש 21, ע' 124, 126.

¹²⁸ ראו גם כהן פירוק חברות, לעיל ה"ש 32, בעמ' 900.

¹²⁹ ראו אפרוחי הצפון, ה"ש 11 לעיל, ס' 50 לפ"ד הש' פרוקצ'ה; וכן דברי הסבר לתיקון 44 לחוק ני"ע, לעיל ה"ש 58, לפיהם הדחיית אג"ח שנרכש על ידי בעל שליטה בשוק המשני, נובעת מפערי כוחות בין הצדדים וניצול יתרון מידע עורף המאפשר לבעל השליטה לכלכל את צעדיו. לדעתנו, קשה להבין במה דברים אמורים: אם מדובר במידע פרטי שלילי, אזי בעל השליטה מפסיד מראש בעת רכישת האג"ח. אם מדובר במידע פרטי חיובי, אזי בעל השליטה מפסיד בדיעבד כאשר בסופו של דבר החברה קורסת. יתרה מכך, לא ברור מדוע נדרשת הדחיית חוב, כאשר סוגיית שימוש במידע פנים כבר מטופלת במסגרת דיני ניירות ערך.

¹³⁰ ראו Skeel & Krause-Vilmar, לעיל ה"ש 19, בעמ' 268 – 298. חשש זה לא הופיע בפסיקה הישראלית. ¹³¹ אבורקט, לעיל ה"ש 11, ס' 39 ("כשירותו הכפולה של בעל מניות כחבר בחברה וכנושה של החברה מכח הלוואות בעלים היא בעייתית, משהיא מעלה חשש ממשי מובנה לניצול היתרון התאגידי בידי בעל המניות לצורך הסבת הסיכון העיקרי להפסדי החברה לשכם הנושים החיצוניים."); אפרוחי הצפון, ה"ש 11 לעיל, ס' 50 לפ"ד הש' פרוקצ'ה ("כשירותו המשולבת של אדם כבעל מניות בחברה וכנושה של החברה, עלולה להביא לניגוד אינטרסים חריף שיש עמו נזק רב לחברה ולציבור הנושים החיצוניים כאחד."). הספרות הישראלית מחזיקה בעמדה דומה. היא כאמור חשדנית כלפי הלוואות בעלים (לעיל, ה"ש 12 ו-17) ורואה בהן אינדיקציה ל'מימון דק' המחריף את ניגודי האינטרסים בין בעלי המניות והנושים. ראו פרוקצ'ה "מימון דק", לעיל ה"ש 20, בעמ' 547; סולומון "מימון דק", לעיל ה"ש 20, בעמ' 1719 – 1720.

¹³² Inside debt financing may directly or indirectly "exacerbate most of the agency costs of debt", לעיל ה"ש 1, בעמ' 30 (POMELLI, 1999, 274, 283).

¹³³ ראו האן דיני חדלות פירעון, לעיל ה"ש 7, בעמ' 5-6. לדיון רחב אודות בעיית הנציג של החוב ראו חלק ב' להלן.

לחדלות פירעון גבוהים יותר, כך גם גובר החשש לניגודי אינטרסים, התנהגות אופורטוניסטית ורדיפת סיכוני-יתר מצד בעלי המניות, על גב הנושים.¹³⁴ בעיה כללית זו מכונה בספרות 'בעית הנציג של החוב'. הטענה המרכזית כנגד הלוואות בעלים היא למעשה כי הלוואות הבעלים מחמירות בעיית נציג קיימת זו ומחריפות את ניגודי האינטרסים בין בעלי המניות והנושים.

חלק ב' של המאמר יוקדש לדיון ולביקורת על טענה זו. אנו מראים שם כי במקרים רבים הלוואות בעלים דווקא מצמצמות את ניגודי האינטרסים בין בעלי המניות והנושים, מקטינות את בעיית הנציג ואת החצנת הסיכונים בחברה, כך שלהלוואות הבעלים יש השפעה מרסנת וחיוכית עבור החברה והנושים.

ב. הלוואות בעלים כאמצעי לצמצום ניגודי אינטרסים בין בעלי המניות והנושים

בחלק זה אנו מבקשים לבחון לעומק את העמדה הביקורתית של המשפט כנגד הלוואות הבעלים, ובפרט לבחון את השאלה האם הלוואות בעלים אכן מגבירות את ניגודי האינטרסים בין בעלי המניות לבין הנושים? מסקנתנו היא כי הלוואות בעלים דווקא מקטינות את ניגודי האינטרסים בין בעלי המניות והנושים ומצמצמות את בעיות נציג של החוב (agency costs of debt).

בקצרה, בעיות נציג של חוב נוצרות בכל עת שחברה מקבלת מימון באמצעות חוב מנושים חיצוניים. נושי החברה מעבירים את כספם לשליטת בעלי המניות, כך שניתן לראות בבעלי המניות כ'נציג' (agent) של הנושים.¹³⁵ בעיית נציג נוצרת כיוון שבעלי המניות עלולים לכוון את החברה ואת כספי הנושים בצורה לא אופטימלית ובאופן אשר יטיב עמם על חשבון הנושים.¹³⁶ ספרות המימון מניחה כי נושי החברה הם משקיעים רצוניים ומתוחכמים, לכן הנושים מגנים על עצמם מראש ומתמחרים את עלויות הנציג של החוב, כך שבסופו של דבר עלויות אלו נופלות על כתפי בעלי המניות עצמם.¹³⁷

אנו נציג ונדון בשתי בעיות הנציג המרכזיות הנוצרות בעקבות לקיחת חוב מנושים

¹³⁴ ראו אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 11, הש' רובינשטיין ס' כ"ג, הש' פרוקצ'ה ס' 35; אבוקרט, לעיל ה"ש 11, ס' 37, 39.

¹³⁵ על מהותן של בעיות הנציג בתאגיד, ראו זהר גושן "בעיית הנציג כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטירו פרוקצ'ה 239 (1996).

¹³⁶ על בעיות הנציג של החוב ראו ע' 260 - 266, שם. ראו גם שרון חנס ואברהם טבח, "בעיות נציג וגילוי מוטת בחברות ממונפות", עיוני משפט לז' 389 (2015).

¹³⁷ לפי תאוריית הנציג שפותחה לראשונה על ידי *Jensen & Meckling*, הנושים הם משקיעים רצוניים ומתוחכמים, ובפשטות נושים רציונליים. הנושים צופים כי החברה ובעלי המניות שלה עלולים לפעול בעתיד בצורה אנוכית ולא-אופטימלית. מסיבה הזאת, הנושים פועלים להגן על עצמם מראש מפני עלויות הנציג של החוב, בין היתר באמצעות דרישה לקבל בטחונות נוספים או שיעורי ריבית גבוהים יותר. כתוצאה מכך, החברה עצמה ובעלי המניות הם אשר נושאים בסופו של דבר בעלויות הנציג. ראו: Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3.4 J. FIN. ECON. 305-360 (1976).

חיצוניים:¹³⁸ **בעיית 'השקעת החסר'** או בעיית 'החוב התלוי ועומד' - הנוצרת כאשר החברה נמצאת תחת חובות רבים וכתוצאה מכך בעלי המניות מסרבים להוסיף ולממן את החברה לטובת פרויקט טובים ורווחים, כיוון שפירות הפרויקטים הנוספים יפלו לכיס הנושים; ובעיית 'השקעת היתר' או בעיית רדיפת הסיכונים - הנוצרת עקב התמריץ של בעלי המניות לדחוף את החברה לבחור בפרויקטים גרועים ומסוכנים מדי, כיוון במקרה של כשלון החברה העלויות תיפולנה על כתפי הנושים. אנו נראה כי להלוואות בעלים יש למעשה אפקט חיובי, ראוי ומטיב בצמצום שתי בעיות נציג אלו.

1. הלוואות בעלים כאמצעי לצמצום בעיית 'השקעת החסר'

(א) בעיית הנציג מסוג השקעת-חסר

מופע אחד לבעיית הנציג של החוב הינו סירוב בעלי המניות להוסיף ולהשקיע הון בחברה לצורך מימון פרויקטים ראויים נוספים. בעיה זו מכונה "בעיית השקעת-החסר" (under-investment problem) או "בעיית החוב התלוי ועומד" (debt overhang problem).¹³⁹

נציג בעיה זו באמצעות דוגמה מספרית. נניח חברה ללא מזומנים להשקעה, והנכס היחיד שנותר לה הנו הזדמנות להשקיע בפרויקט רווחי אשר בוודאות יניב לחברה 100. על מנת להשקיע בפרויקט הרווחי, בעלי המניות נדרשים להוסיף ולהשקיע בחברה מכיסם הפרטי סכום של 40. נניח כי לאחר פרויקט זה, החברה תתפרק ותקבולי הפרויקט יחולקו בין הצדדים. האם בעלי המניות יהיו מוכנים לבצע את ההשקעה הנדרשת ולאפשר לחברה לבצע את הפרויקט היעיל והרווחי? אם מדובר בחברה ללא חוב חיצוני לנושים, יש להניח כי בעלי המניות אכן יהיו מוכנים להשקיע ולממש את הפרויקט הרווחי, שכן תמורת השקעת 40 בעלי המניות יקבלו בסוף התקופה 100. ניתן להכליל ולומר כי אסטרטגיית ההשקעה האופטימלית היא שבעלי המניות יהיו מוכנים להשקיע כל סכום הנמוך או שווה ל- 100.¹⁴⁰

כעת נניח כי לחברה קיים חוב תלוי ועומד לנושים חיצוניים (debt overhang) בסך 80. האם במצב זה, בעלי המניות עדיין יהיו מוכנים להשקיע בחברה 40 על מנת לממן פרויקט רווחי שיניב 100? כעת, בעלי המניות ידחו את הפרויקט ויסרבו להשקיע 40 מכיסם, משום שבסופו של הפרויקט 80 מתוך רווחי הפרויקט יועברו להחזר החוב לנושים, ורק 20 בלבד יגיעו בסופו של דבר לכיסם. מבחינת בעלי המניות, הם מתבקשים להשקיע 40 ולקבל בסופו של יום רק 20. אסטרטגיית ההשקעה של בעלי המניות היא להסכים להשקיע בפרויקט המניב 100, רק אם ההשקעה הנדרשת מהם שווה או קטנה מ- 20. זאת אסטרטגיית השקעה לא-

¹³⁸ Jensen & Smith מציגים ארבעה סוגים שונים של בעיות נציג של החוב: החלפת נכסים (כלומר בעיית השקעת-היתר); בעיית 'חוב תלוי ועומד' (כלומר בעיית השקעת-החסר); חלוקת דיבידנדים; ודילול החוב. במאמר זה אנו כאמור מתרכזים בשתי הבעיות הראשונות לעיל. M.C. Jensen & C.W. Smith, "Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory", RECENT ADVANCES IN CORPORATE FINANCE, 93 - 131 (1985).

¹³⁹ ה"ש 136 לעיל וכן Stewart C. Myers, *Determinants of Corporate Borrowing*, 5 J. FIN. ECON. 147, 149-155 (1977).

¹⁴⁰ קל לראות כי שיעור ההון המניות שבעלי המניות השקיעו בעבר בחברה אינו רלוונטי לסוגיה זו.

אופטימלית. החוב התלוי ועומד מרתיע את בעלי המניות מהשקעה בפרויקטים רווחיים.¹⁴¹ זאת בעיית הנציג של השקעת-חסר.

כיצד הלוואות בעלים משפיעות על בעיית נציג זו? האם הן מחריפות או דווקא מרסנות בעיה זו? כפי שנראה להלן, התשובה לכך תלויה בסוג ההלוואה, כלומר האם הלוואת הבעלים היא בגדר חוב רגיל או בגדר חוב בכיר ומובטח.

(ב) הלוואת בעלים לא-מובטחת

באופן אולי מעט מפתיע, מתן אפשרות לבעלי מניות להשקיע בחברה בדרך של הלוואת בעלים רגילה במקום בדרך של השקעה בהון מניות, אינה משפיעה על בעיית הנציג של השקעת-חסר. הלוואת הבעלים אינה מחמירה בעיה זו, אך גם אינה תורמת לריסונה.

בהמשך לדוגמה המספרית לעיל, הניחו כי בעלי המניות רשאים להשקיע את ה-40 הנדרשים בדרך של מתן הלוואת בעלים.¹⁴² במצב שכזה, בעלי המניות ככובעים כנושים יזכו להחזר חלקי בהתאם לשיעור היחסי של החובות בחברה $\left(\frac{40}{40+80}\right)$, כך שמתקבול בסך 100 בעלי המניות יזכו ל-33.3. תקבול זה אמנם גבוה יותר מהתקבול של 20 שבעלי המניות קיבלו כאשר השקעתם היתה בהון מניות, אך עדיין תקבול זה נמוך משווי ההשקעה הנדרשת מהם. בעלי המניות יסרכו להשקיע 40 בתמורה להלוואת בעלים לא-מובטחת ולהחזר של 33.3 בלבד. כתוצאה מכך, החברה לא תבצע את הפרויקט הרווחי והנושים לא יקבלו מאומה. נוכל לחשב ולמצוא כי הסכום המקסימלי שבעלי המניות יהיו מוכנים להשקיע על מנת שהחברה תבצע את הפרויקט הנו 20,¹⁴³ בדיוק אותה תוצאה שקיבלנו קודם לכן כאשר השקעת בעלי המניות היתה בהון מניות. תוצאה זו אינה מקרית, ובאופן כללי ניתן לסכם ולומר כי החלפת מימון החברה מהון מניות להלוואת בעלים רגילה אינה משנה את אסטרטגיית ההשקעה של בעלי המניות,¹⁴⁴ ולכן הלוואת בעלים רגילה אינה פותרת את בעיית השקעת-החסר.

¹⁴¹ באופן כללי, נניח כי בעלי המניות נדרשים להשקיע בחברה x על מנת שהחברה תוכל לבצע פרויקט המניב בסופו z . אסטרטגיית ההשקעה האופטימלית היא להשקיע כל עוד $x \leq z$. ברם, אם לחברה קיים חוב תלוי ועומד לנושים החיצוניים בסכום של y , בעלי המניות יירתעו וימנעו מהשקעה בחברה. אם התקבול הצפוי בפרויקט גבוה מהחוב לנושים ($y < z$) בעלי המניות ישקיעו רק כאשר $x \leq z - y$. אם התקבול בפרויקט נמוך מהחוב לנושים ($z \leq y$) ההחזר לבעלי המניות יהיה אפס והם יסרכו לכל השקעה בחברה.

¹⁴² כלומר, הצדדים צופי כי בית המשפט לא יורה על הדחיית חוב או ההמרה להון. עוד נניח לצורך פשטות הלוואה רגילה ללא ריבית.

¹⁴³ ההחזר לבעלי המניות נדרש להיות גדול או שווה לסכום ההשקעת בחברה x . סכום זה שווה ל-20, בין אם החברה בעלת כושר פירעון $(x \leq 100 - 80)$ או חדלת פירעון $100 \frac{x}{x+80}$.

¹⁴⁴ נגדיר את השקעת בעלי המניות כ- x , תקבול החברה z , החוב לנושים חיצוניים y . אם התקבול בפרויקט גבוה $(x + y < z)$ בעלי המניות ישקיעו כאשר $x \leq z - y$. אם התקבול בפרויקט נמוך $(z \leq x + y)$ בעלי המניות ישקיעו כאשר $x \leq \frac{x}{x+y} z$. שתי תוצאות הללו זהות לתוצאה הקודמת שקיבלנו בה"ש 141 לעיל, כאשר בעלי המניות השקיעו באמצעות הון מניות.

(ג) הלוואת בעלים מובטחת

התמונה משתנה במידה רבה כאשר בעלי המניות רשאים להעניק לחברה הלוואת בעלים מובטחת. כאשר בעלי המניות יודעים מראש כי הלוואת בעלים מטעמם אכן תזכה למעמד בכיר ולעדיפות בפירעון על פני שאר חובות החברה ולא תוגדר בדיעבד כחוב נדחה או כהון, בעלי המניות יהיו מוכנים להשקיע בחברה באופן יעיל ואופטימלי, והחברה לא תימנע מפרויקטים רווחיים.

אם נשוב לדוגמה המספרית לעיל, בעלי המניות יסכימו להעניק לחברה הלוואת בעלים מובטחת בסך 40 על מנת שהחברה תוכל לבצע את הפרויקט ולקבל 100. מתוכם, בעלי המניות אמנם יזכו ראשונים להחזר 40, אולם יתרת התקבול בסך 60 תועבר לנזשים. אמנם ההחזר לנזשים הנו חלקי בלבד ולא מלא, אך עדיין גבוה יותר מההחזר האפסי לנזשים כאשר בעלי המניות נדרשו להשקיע בהון מניות או בהלוואת בעלים רגילה.

כפי שעולה מדוגמה זו, הלוואות בעלים מובטחות מאפשרות לחברות בקשיים לממן פרויקטים רווחיים, וכך להגדיל הן את שווי החברה והן את שיעור ההחזר לנזשים. זאת אף מסקנה כללית¹⁴⁵ המוכרת במשפט¹⁴⁶. לכן לטענתנו, מן הראוי כי המשפט ישקול מחדש את ביקורתו ורתיעתו, לטעמנו חסרת הבסיס, מהלוואות בעלים מובטחות.¹⁴⁷

2. הלוואת בעלים כאמצעי לצמצום בעית 'השקעת-יתר'

בעית הנציג המרכזית הנוצרת בעקבות הקצאת חוב לנזשים חיצוניים מכונה "בעיית סיכון-היתר" (asset substitution או risk-shifting problem) או "בעיית השקעת-היתר" (over-investment problem).¹⁴⁸ בתמצית, כאשר לחברה יש חוב לנזשים חיצוניים, בעלי המניות הופכים לרודפי סיכון ומתומרצים לכוון את החברה להשקיע בפרויקטים

¹⁴⁵ נגדיר את השקעה הנדרשת בחברה כ- x , התקבול לחברה z , החוב לנזשים חיצוניים y . כאשר התקבול גבוה והחברה כשרת פירעון ($x + y \leq z$), בעלי המניות ישקיעו בחסר כמו קודם $x \leq z - y$, והלוואת הבעלים המובטחת אינה פוגעת בנזשים. כאשר החברה חדלת פירעון אך מסוגלת לשלם את חוב בעלי המניות ($x < x + y$), בעלי המניות ישקיעו באופן אופטימלי $x \leq z$ והנזשים יזכו לתוספת $z - x$. כאשר החברה אינה מסוגלת לשלם אף חוב ($z \leq x$) בעלי המניות שוב ישקיעו באופן אופטימלי $x \leq z$ מבלי שהנזשים יזכו לתוספת. המסקנה היא שהלוואת הבעלים המובטחת אינה פוגעת בנזשים ולעיתים אף תורמת להם.

¹⁴⁶ ראו סעיף 169(ד) לפקודת החברות [נוסח חדש], תשמ"ג-1983; האן דיני חולות פירעון, לעיל ה"ש 7, בעמ' 547-545.

¹⁴⁷ פרשת רידנט היא דוגמה טובה לכך. במקרה שם, החברה נקלעה למצוקה כלכלית קשה, והדרך היחידה להיחלץ ממנה היתה הלוואה מטעם בעל השליטה בסך מיליון וחצי ש"ח, בתמורה לשעבוד. ניסיון חילוץ זה נכשל, והחברה פנתה להליך כינוס נכסים. לצורך מימון הליך הכינוס, בעל השליטה הסכים להלוות לחברה עוד 900 אלף ש"ח ללא בטוחה. במסגרת הליך הכינוס, החברה נמכרה ובעל השליטה ביקש כעת לקבל קדימות בסדר הפירעון. בית המשפט ראה בהלוואה הראשונה המובטחת בשעבוד - כחוב נדחה אחרון בתור, ובהלוואה השנייה הלא-מובטחת - כדמי כינוס ראשונים בתור. קשה להסביר את היחס המשפטי השונה לשתי הלוואות בעלים אלו. ראו פר"ק (מרכז) 61073-06-18 חנן שחף נ' רידנט - נובה בע"מ (30.9.2020) וכן ע"א 8131/20 חנן שחף נ' א.י. אלקטרוניקה בע"מ (14.2.2023).

¹⁴⁸ Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 334-337 (1976); OLIVER HART, FIRMS, CONTRACTS AND FINANCIAL STRUCTURE 95-126 (1995).

מסוכנים מידי, על חשבון הנושים.¹⁴⁹

כפי שנראה להלן, באופן מפתיע הענקת הלוואות בעלים יוצרות בעניין זה שני אפקטים הפוכים: בתחילה וכאשר הלוואות הבעלים הן בסכומים נמוכים יחסית, הלוואות בעלים מגבירות את ניגודי האינטרסים בין בעלי המניות והנושים, מחריפות את רדיפת סיכוניי היתר מצד בעלי המניות ומרעות את מצב החברה. אנו מכנים תופעה שלילית זו בשם "אפקט רשת הביטחון". ברם, כאשר הלוואות הבעלים הן בסכומים משמעותיים והחברה קרובה יותר לחדלות פירעון, כמו למשל בנסיבות של 'מימון דק', אזי מגמה זו מתהפכת. הלוואות בעלים דווקא מקטינות את ניגודי האינטרסים בין בעלי המניות לבין הנושים, מרסנות את רדיפת הסיכון של בעלי המניות ומשפרות את מצב החברה. אנו מכנים תופעה חיובית זו בשם "אפקט התאמת האינטרסים". את שני האפקטים ההפוכים הללו נסביר באמצעות מודל פשוט.¹⁵⁰

נניח חברה שבעלי מניותיה מכוונים את פעילותה וברשותה נכסים בשווי z . החברה עומדת בפני בחירה בין להישאר עם שווי זה, כלומר פרויקט 'בטוח', או לחילופין להיכנס להשקעה בפרויקט 'מסוכן', אשר צפוי להניב לחברה שווי כלשהו המתפלג באופן אחיד בין 0 לבין 100.¹⁵¹ שימו לב, כי השווי של הפרויקט המסוכן הוא בממוצע 50. כעת נשאל, מתי החברה תבחר להישאר בפרויקט הבטוח ולקבל z , ומתי תבחר בפרויקט המסוכן ותקבל בממוצע 50? רף ההכרעה האופטימלי הוא כמובן $z^* = 50$. אם שווי החברה בפרויקט הבטוח הוא מתחת לרף 50, כדאי שהחברה תבחר להשקיע בפרויקט המסוכן. אם שווי החברה מעל לרף 50, כדאי שהחברה תבחר להישאר בפרויקט הבטוח. רף ההכרעה בין הפרויקטים משמש עבורנו כאינדיקטור לרדיפת סיכוני-היתר בחברה. רף ההכרעה בין הפרויקטים ישתנה כאשר החברה ממומנת באמצעות חוב חיצוני לנושים. נניח חברה עם חוב של 40. כעת לנוכח קיומו של חוב, בעלי המניות יכוונו את החברה לקחת סיכוני יתר, ורף ההכרעה בין הפרויקט הבטוח לפרויקט המסוכן יעלה ל- $z^* = 58$.¹⁵² כלומר, אם לדוגמה שווי החברה כיום 55, בעלי המניות יעדיפו לוותר על שווי זה ולכוון את החברה לבחור בפרויקט מסוכן המניב תמורה נמוכה יותר של 50. זאת בעיית הנציג של

¹⁴⁹ ראו ה"ש 136 לעיל.

¹⁵⁰ לניתוח פורמלי ומודל כללי, ראו: Avraham Tabbach, Barak Yarkoni, *Shareholder Loans and the Agency Costs of Debt*, available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4968299.

¹⁵¹ במחקר לעיל אנו מראים כי מסקנות המודל תקפות לכל סכום ולכל התפלגות.

¹⁵² הפרויקט המסוכן, בהסתברות 0.4 מניב בין 0 ל- 40 ובעלי המניות אינם מקבלים מאומה. בהסתברות 0.6,

הפרויקט המסוכן מניב בין 40 ל- 100, כלומר ממוצע 70. לאחר תשלום 40 לנושים, לבעלי המניות נותר 30.

תוחלת תקבול בעלי המניות היא 18. $\int_{40}^{100} (z - 40) \left(\frac{1}{100}\right) dz = 0.6 * \left(\frac{40+100}{2} - 40\right) = 18$

בפרויקט הבטוח, בעלי המניות זוכים לתקבול של 18 כאשר הוא מניב 58, זאת לאחר תשלום של 40 לבעלי החוב.

השקעת-יתר.¹⁵³

כעת אנו מגיעים אל שאלת המחקר שלנו. כיצד הלוואות בעלים משפיעות על בעיית נציג זו? כפי שנראה, בסכומים נמוכים, הלוואות בעלים מגבירות את רדיפת הסיכונים ומחריפות את בעיית הנציג. אולם בסכומים משמעותיים, הלוואות הבעלים דווקא מרסנות את רדיפת הסיכונים ומקטינות את בעיית הנציג.

(א) בסכומים קטנים, הלוואות בעלים מחריפות את בעיית הנציג

נניח כי בעבר¹⁵⁴ ובנוסף להלוואה מנושים חיצונים בסך 40, החברה לעיל קיבלה גם הלוואות בעלים המקנה לבעלי המניות שלה זכות בסכום נמוך יחסית של 10. כיצד הלוואה זו תשפיע על קבלת ההחלטות של בעלי המניות בחברה? בעלי המניות יחריפו עוד יותר את רדיפת סיכונים היתר ורף ההכרעה יעלה ל-¹⁵⁵ 60. כלומר, בעלי המניות ידרשו שווי נוכחי גבוה עוד יותר בפרויקט הבטוח על מנת להישאר בו. לדוגמה, אם שווי החברה 59, בעלי המניות יוותרו עליו ויכוונו את החברה לפרויקט המסוכן המניב 50. דוגמה זו מראה כי הלוואות בעלים בסכומים נמוכים יחסית אכן מחריפות את ניגודי האינטרסים בין בעלי המניות לבין הנושים, ותופעה זו נכונה באופן כללי.¹⁵⁶ אנו מכנים תופעה זו בשם אפקט רשת הביטחון.¹⁵⁷

¹⁵³ מבחינה כללית, נגדיר החוב לנושים כ- y . רף הכרעה z^* מוגדר כנקודת השיוון בין הפרויקטים לבעלי המניות. בצד הימני של המשוואה נמצא תקבול בפרויקט הבטוח, ובצד השמאלי התקבול בפרויקט המסוכן:

$$\int_y^{100} (z - y) \frac{1}{100} dz = z^* - y$$

כלומר, $z^* = 50 + \frac{y^2}{200}$. מנוסחה זו ניתן להיווכח כי ככל שהחוב לנושים y עולה, רף ההכרעה בין הפרויקטים עולה מעבר לרף האופטימלי של 50. כלומר, בעיית הנציג של רדיפת סיכונים-יתר מחמירה.

¹⁵⁴ מטרתנו במודל זה אינה לבחון את לגיטימיות עסקת הלוואות הבעלים ההיסטורית, אלא לבחון כיצד הלוואות בעלים קיימת משפיעה על העדפות הסיכון של בעלי המניות ובעיית הנציג של השקעת-יתר.

¹⁵⁵ סך החובות כעת $50 = 40 + 10$. בפרויקט המסוכן, בהסתברות 0.5 הפרויקט יניב בין 0 ל-50 (ממוצע 25) והחברה בחדלות פירעון, כך שתקבול בעלי המניות יהיה רק כבובעם כבעלי חוב לפי שיעורם היחסי בחוב $\frac{10}{40+10}$. בהסתברות המשלימה של 0.5 הפרויקט יניב בין 50 ל-100 (ממוצע 75) ובעלי המניות יזכו ליתרה לאחר התשלום לנושים. כלומר: $0.5 * \left(\frac{0+50}{2} \right) + \int_{50}^{100} (z - 40) \left(\frac{1}{100} \right) dz = 0.5 * \left(\frac{10}{40+10} \right) + \int_0^{50} \left(\frac{10}{40+10} \right) z \left(\frac{1}{100} \right) dz = 20$

הנכסים 60.

¹⁵⁶ לנוסחה כללית, נגדיר הלוואות בעלים כ- x . בתחום $x < \frac{(100-y)^2}{200-y}$, רף ההכרעה ניתן לביטוי בנוסחה: $z^* =$

$y + \frac{(100-y)^2 + xy}{200}$. נוסחה זו ניתן לגזור לפי x ולמצוא כי בתחום זה z^* רק עולה, כלומר הלוואות בעלים

בסכומים אלו מגביהות את רף ההכרעה ומחמירות את בעיית הנציג.

¹⁵⁷ נציע הסבר אינטואיטיבי לתופעה זו. בפרויקט בטוח וללא חשש לחדלות פירעון, הלוואות בעלים קטנה אינה מגדילה את תקבולי בעלי המניות משום שפירעון הלוואות בעלים נעשה מתוך חזון. לעומת זאת, בפרויקט

אולם כפי שנראה להלן, האפקט השלילי של הלוואות בעלים הנו מוגבל ומצומצם לסכומי חוב קטנים בלבד. כאשר הלוואות הבעלים הן בסכומים משמעותיים, האפקט השלילי של הלוואות הבעלים נעלם ובמקומו מופיע אפקט חיובי, המקטין את רדיפת הסיכון של בעלי המניות ומעלה את שווי החברה.

(ב) בסכומים משמעותיים, הלוואות בעלים מקטינות את בעית הנציג

כפי שנראה להלן, בניגוד לתפיסה המשפטית הרווחת, הלוואות בעלים בסכומים גבוהים ומשמעותיים - כלומר בנסיבות 'מימון דק', מינוף גבוה או קירבה לחדלות פירעון - הלוואות בעלים יש דווקא אפקט חיובי ומטיב עבור החברה. הלוואות בעלים מקטינות את ניגודי האינטרסים בין בעלי המניות לנושים, משככות את רדיפת סיכונים-היתר ומעלות את ערך החברה.

נניח כי הלוואות הבעלים אינה 10 אלא 40. כעת ובשל הלוואות בעלים זו, רף ההכרעה של בעלי המניות אינו עולה כמקודם, אלא דווקא יורד ועומד על 52.¹⁵⁸ כזכור, בלי אף הלוואות בעלים רף ההכרעה היה 58. בעקבות הלוואות הבעלים המשמעותית, רף ההכרעה ירד ורדיפת הסיכונים רוסנה. כלומר, להלוואות הבעלים יש השפעה חיובית, מטיבה ומועילה בריסון בעלי המניות וצמצום בעיית הנציג.¹⁵⁹ הלוואות הבעלים אף יכולות להעניק פתרון מלא לבעיה זו.¹⁶⁰ את ההשפעה החיובית של הלוואות בעלים ניתן להסביר בכך שהלוואות בעלים הופכות את בעלי המניות לבעלי חוב בעצמם. האינטרס האישי של בעלי המניות והחוב הופך לדומה יותר לאינטרס של שאר הנושים, והתמריץ של בעלי המניות לפגוע בנושים באמצעות רדיפת

המסוכן הלוואות בעלים כן מגדילה את תוחלת בעלי המניות, כיוון שבמקרה של כישלון הפרויקט הלוואות בעלים מעניקה להם 'רשת ביטחון' וזכות להחזר חלקי. כלומר, הלוואות הבעלים הופכת פרויקטים מסוכנים לאטרקטיביים יותר עבור לבעלי המניות. ראו גם POMELLI, לעיל ה"ש 1, בעמ' 76.

רף ההכרעה z^* ניתן לחישוב לפי הנוסחה הבאה, כאשר בצדה הימני התקבול בפרויקט הבטוח ובצדה השמאלי ¹⁵⁸

$$\text{התקבול בפרויקט המסוכן: } z^* = \frac{40}{40+40} \int_0^{80} \left(\frac{40}{40+40} z \right) \left(\frac{1}{100} \right) dz + \int_{80}^{100} (z - 40) \left(\frac{1}{100} \right) dz = \frac{40}{40+40} z^*$$

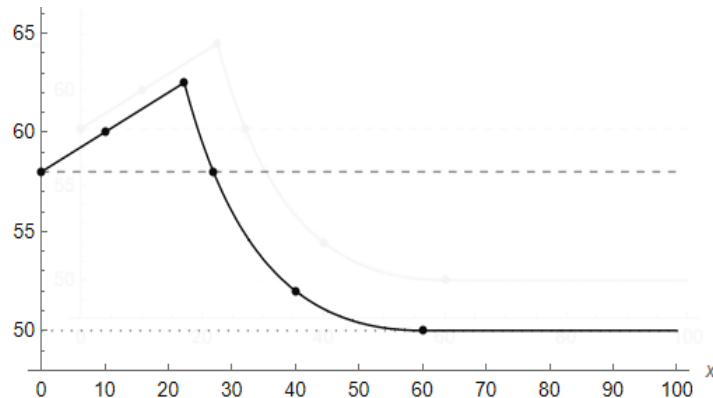
בתחום $100 - y < x < \frac{(100-y)^2}{200-y}$, רף ההכרעה ניתן לביטוי בנוסחה: $z^* = \frac{(x+y)((100-y)^2 + xy)}{200x}$. ¹⁵⁹ נוסחה זו ניתן לגזור לפי x ולמצוא כי בתחום זה, רף ההכרעה z^* יורד והלוואות בעלים מקטינות את בעיית הנציג.

בדוגמה לעיל, אם הלוואות הבעלים היא 60 או יותר, רף ההכרעה ניתן לחישוב בנוסחה להלן: ¹⁶⁰

$$\int_0^{100} \left(\frac{60}{40+60} z \right) \left(\frac{1}{100} \right) dz = \frac{60}{40+60} z^*$$

אופטימלי $z^* = 50$. הסבר האינטואיטיבי לכך הוא שכאשר הלוואות הבעלים גבוהות מאד והחברה בוודאות תקלע לחדלות פירעון, בעלי המניות והנושים נמצאים יחד 'באותה סירה' ובאותו מעמד משפטי של נושים בחברה חדלת פירעון. במצב זה, ניגודי האינטרסים נעלמים ולכן רף ההכרעה הנו אופטימלי. חשוב להבהיר כי כאשר קיים בעל מניות יחיד, פתרון מלא של דחיקת החברה אל חדלות פירעון אינו אידיאלי או אף ריאלי. לכן, הלוואות בעלים תוכלנה רק להקטין את בעיית הנציג. לעומת זאת, בחברה עם מספר בעלי מניות, הלוואות בעלים קטנות כן יכולות להעניק פתרון מלא לבעיית הנציג, מבלי לדחוק את החברה אל חדלות פירעון. ראו פרק 10 (ו) להלן.

סיכוני יתר נמוך יותר. אנו מכנים תופעה זו בשם אפקט התאמת האינטרסים.¹⁶¹ הגרף להלן מתאר את רף ההכרעה בין פרויקטים בנתוני הדוגמה לעיל, וממחיש את שתי ההשפעות המנוגדות של הלוואות הבעלים.¹⁶²



לבסוף, נעיר כי אף ביחס להלוואות בעלים מובטחות, הניתוח הכלכלי שערכנו מוביל למסקנות דומות. כלומר, בסכומים נמוכים הלוואות בעלים מובטחות מחריפות את רדיפת הסיכונים מצד בעלי המניות, אולם בסכומים משמעותיים הלוואות בעלים מובטחות מרסנות ואף הופכות את בעלי המניות לשונאי סיכון.¹⁶³ בנוסף, מצאנו כי להלוואות בעלים יש השפעה חיובית משמעותית בשורה של נסיבות נוספות אודותיהן נפרט להלן.

3. האפקט החיובי של הלוואות בעלים גובר על השלילי

עד עתה ביקרנו את הטענה העיקרית כנגד הלוואות בעלים, לפיה הלוואות בעלים מחריפות את ניגודי האינטרסים בין בעלי מניות ונושים. בחנו שני סוגים של ניגודי אינטרסים או בעיות נציג: בעיית השקעת-החסר ובעיית השקעת-היתר. ביחס לבעיה הראשונה של השקעת-

¹⁶¹ ההשפעה המרסנת של אחזקת חוב היא תופעה ידועה ומוכרת בספרות המימונית בנוגע לאחזקת חוב בידי מנהלים. לפי התיאוריה המימונית, אחזקת מניות ואופציות למניות מתמרצת את מנהלי החברה לרדיפת סיכון (risk seeking), ואילו אחזקת חוב פנימי כגון אג"ח או פיצויי פרישה גורמת לשנאת סיכון (risk averse) ולשמרנות בקרב המנהלים. ראו ה"ש 177 להלן. לטענתנו, אפקט דומה (אך לא זהה) חל אף לגבי בעלי המניות ולאחזקת הלוואות בעלים.

¹⁶² הציר האופקי מתאר את גובה הלוואות הבעלים והציר האנכי מתאר את רף ההכרעה בחברה. הקו האופקי המנוקד מתאר את רף ההכרעה האופטימלי (50). הנקודה השמאלית ביותר (0,58) והקו המקווקו מתארים את רף ההכרעה ההתחלתי ללא הלוואות בעלים ואת בעיית הנציג של החוב. הלוואות בעלים קטנות יחסית גורמות להגבהת רף ההכרעה ולהחמרת בעיית הנציג. כך בדוגמה הראשונה (10,60). הגדלת הלוואות הבעלים מביא את רף ההכרעה לשיא (22.5,62.5) ולאחריו רף ההכרעה יורד. הלוואות בעלים משמעותיות (מעל 27.085) מורידות את רף ההכרעה אל מתחת לרף ההכרעה ההתחלתי ללא הלוואות בעלים, כלומר השפעתן חיובית. כך בדוגמה השנייה (40,52). הלוואות בעלים גבוהות מאד (מעל 60) יובילו לרף הכרעה אופטימלי (50).

¹⁶³ ראו ה"ש 150 לעיל.

החסר, הראינו כי הלוואות בעלים רגילה אין השפעה על ניגודי האינטרסים, ואילו להלוואות בעלים מובטחת יש השפעה חיובית בהקטנת ניגודי האינטרסים. ביחס לבעיה השניה של השקעת-היתר, התוצאות היו מורכבות ובכיוונים מנוגדים. בסכומים נמוכים יחסית, הלוואות בעלים קיים אפקט שלילי הגורם להחרפת בעיית רדיפת סיכוני-היתר. בסכומים משמעותיים, הלוואות הבעלים יש דווקא אפקט חיובי המרסן את רדיפת הסיכונים מצד בעלי המניות. למרות כיווני ההשפעה המנוגדים הללו, בסיכומו של דבר אנו סבורים כי האפקט החיובי של הלוואות הבעלים הוא האפקט החזק, המרכזי והמשמעותי יותר. לכן לעמדתנו על המשפט לתמוך ולעודד הלוואות בעלים במקום לנסות להגבילן. להלן נציג מספר סיבות למסקנתנו זו.

(א) בעלי המניות נושאים בעלויות הנציג

ראשית, כפי שהזכרנו, תיאורית המימון גורסת כי בעלי המניות נושאים בעלויות הנציג.¹⁶⁴ בעיות הנציג של החוב גורמות להגדלת ערכויות ולהעלאת שיעורי הריבית, ובעלי המניות משלמים על כך. לכן, כיוון שבעלי המניות הם אלו אשר מעצבים את מבנה ההון של החברה ובפרט הם אלו שקובעים את שיעור הלוואות הבעלים, אזי יש להניח כי בעלי המניות יעדיפו לבחור במבנה הון ובשיעור הלוואות בעלים אשר יקטין עלויות נציג ויצמצם ניגודי אינטרסים, ולא להיפך. במילים אחרות, כאשר הלוואות בעלים מופיעות במציאות, סביר יותר להניח כי הן משמשות לתכלית חיובית של הקטנת ניגודי האינטרסים ולא לתכלית שלילית של החרפתם. תיאוריה זו נתמכת גם בראיות אמפיריות.¹⁶⁵

(ב) לקהילה העסקית עמדה חיובית כלפי הלוואות בעלים

השוק והקהילה העסקית מחזיקים בעמדה חיובית כלפי הלוואות בעלים. הלוואות בעלים הן כאמור תופעה מקובלת, רווחת ונפוצה מאד בעולם העסקי.¹⁶⁶ יחד עם זאת, נדיר מאד למצוא הסדרים חוזיים המבקשים לשנות את ברירת המחדל של הדין ולקבוע בצורה הסכמית כי הלוואות בעלים תהיינה נדחות ותפרענה רק בסוף התור.¹⁶⁷ כלומר, נושים חיצוניים 'חזקים' ומתוחכמים אינם מבקשים ואינם דורשים בהסכמי ההלוואה מטעמים את הדחיית הלוואות הבעלים. אינדיקציות אלו מחזקות את המסקנה בדבר העמדה החיובית של השוק כלפי תופעה רווחת זו, בניגוד לעמדתו השלילית של המשפט.

(ג) בסכומי חוב גבוהים האפקט החיובי משמעותי יותר

כאמור, מחקרנו זה מראה כי כאשר הלוואות הבעלים הן בשיעור נמוך ובמינוף נמוך, הלוואות הבעלים אמנם יוצרות השפעה שלילית על הנושים. ברם, לדעתנו להשפעה שלילית זו יש חשיבות נמוכה בלבד, כיוון שמדובר בסכומי ההלוואה נמוכים ומינוף נמוך, לכן החשש לחדלות פירעון הנו נמוך וכך גם הסיכון לנושים.¹⁶⁸ לעומת זאת, מחקר זה מראה כי כאשר הלוואות הבעלים הן בשיעור גבוה ובמינוף גבוה, ההשפעה של הלוואות הבעלים הופכת

¹⁶⁴ ה"ש 137 לעיל.

¹⁶⁵ פרקים 10(ב) ו-10(ח) להלן.

¹⁶⁶ ה"ש 3-1 לעיל.

¹⁶⁷ ה"ש 198 ופרק 11 להלן.

¹⁶⁸ פרק 9(א) לעיל.

חיובית, ולדעתנו עוצמת ההשפעה החיובית היא עזה ומשמעותיות הרבה יותר, כיוון שסכום ההלוואה גדול והמינוף גבוה.¹⁶⁹ במילים אחרות, כאשר מדובר בחברה יציבה ומבוססת, הלוואות בעלים קטנה אכן תגרום להחרפת רדיפת הסיכונים מצד בעלי המניות. אולם, אפקט שלילי זה מדאיג אותנו רק במידה מועטה, שכן מדובר בחברה יציבה ובסכומי הלוואה נמוכים ולכן הגדלת הסיכון לנושים היא שולית. לעומת זאת, כאשר מדובר בהלוואות בעלים בסכומים משמעותיים ובסמיכות לחדלות פירעון, להשפעה החיובית של הלוואות הבעלים בריסון בעלי המניות יש חשיבות גדולה ומשמעותית יותר.

(ד) בבעיית השקעת-החסר, להלוואות בעלים השפעה חיובית בלבד

מחקר זה מראה כאמור, כי להלוואות בעלים יש תפקיד חיובי וחשוב בצמצום בעיית הנציג הנוספת של השקעת-חסר בחברות בקשיים (debt overhang).¹⁷⁰ לפיכך, אם ניקח יחד את שתי בעיות הנציג, את בעיית השקעת-החסר יחד עם בעיית ההשקעת-היתר, אזי סך הכל להלוואות בעלים צפויה להיות השפעה כללית חיובית.

(ה) רכישת חוב קיים מנושה חיצוני

מחקרנו מצביע על חידוש נוסף. בניתוח הכלכלי שערכנו מצאנו גם כי בנסיבות בהן הלוואות הבעלים נוצרות שלא באמצעות עסקת מימון בין בעלי מניות לחברה, אלא כאשר בעל מניות רוכש חוב קיים מידי נושה צד שלישי, אזי האפקט השלילי של הלוואות הבעלים נעלם לגמרי וחל רק האפקט החיובי של ריסון ניגודי האינטרסים.¹⁷¹ דוגמה בולטת היא כאשר בעל שליטה רוכש אג"ח בשוק המשני מידי מחזיקים אחרים. זהו המקרה בו עוסק סעיף 152 ד' לחוק ניירות ערך, הקובע הדחיית חוב אוטומטית לאג"ח הנרכש.¹⁷² הניתוח הכלכלי שערכנו מגלה לראשונה כי כל רכישת חוב מידי נושה חיצוני יש לה השפעה חיובית בלבד בריסון בעלי המניות והקטנת ניגודי האינטרסים, ללא כל השפעה שלילית בצידה. לכן בנסיבות אלו אין הצדקה להדחיית חוב, ויש לעודד רכישות חוב ואג"ח מידי נושים ולא להגבילן.

(ו) בעלי שליטה

עד עתה עסקנו במקרה בו בעל מניות יחיד או קבוצת בעלי מניות המחזיקים יחד בכל מניות החברה. אולם סוג מקרים נפוץ אחר הנו בעל מניות המחזיק בשיעור הון נמוך יותר, כגון בעל שליטה. בניתוח הכלכלי שערכנו מצאנו ממצא חדש נוסף, לפיו ככל ששיעור האחזקה בהון של בעל המניות נמוך יותר, כך גם נשחק ונחלש האפקט השלילי של הלוואות הבעלים.¹⁷³

¹⁶⁹ פרק 9 (ב) לעיל.

¹⁷⁰ פרק 8 לעיל.

¹⁷¹ להסבר אינטואיטיבי, היזכרו כי רכישת חוב קיים מקטינה את סך החוב לנושים החיצוניים, ושיעור החוב לנושים קובע את חומרת בעיית רדיפת סיכונים-היתר. לכן ההשפעה הישירה והמרכזית של רכישת חוב קיים היא הקטנת בעיית נציג זו.

¹⁷² פרק 2 לעיל.

¹⁷³ להסבר אינטואיטיבי, נניח משקיע דואלי המחזיק במקביל גם בהון וגם בחוב של החברה. באופן כללי, אחזקות המשקיע בהון מניות דוחקות משקיע זה לרדיפת סיכונים ואילו אחזקותיו בחוב דוחקות אותו לשמרנות ושנאת סיכון. ככל שיעור שיעור האחזקה של המשקיע בהון, כך יורד המשקל היחסי של אחזקות ההון ועולה המשקל

ואילו האפקט החיובי של הלוואות הבעלים נותר משמעותי. כלומר, בחברות ציבוריות ובחברות פרטיות רבות בהן קיים בעל שליטה, להלוואות בעלים יש השפעה חיובית דומיננטית וברורה.

יתרה מכך, הצלחנו לראשונה להוכיח כי באמצעות החזקה בשיעור זה של הון וחוב ניתן להגיע לפתרון מלא של בעיית הנציג של השקעת-היתר וביטול מוחלט של רדיפת סיכונים-יתר מצד בעלי המניות.¹⁷⁴ ניתן להסביר זאת בכך שכאשר בעל שליטה מחזיק בשיעור זה של הון וחוב, לבעל השליטה אין אינטרס להעדיף סוג אחזקה אחד על פני אחר. לדוגמה מספרית, נניח בעל שליטה המחזיק ב- 20% מהון המניות והחברה ממומנת בחוב חיצוני של 40. ללא הלוואות בעלים, רף ההכרעה נותר 58.175 אך כעת, די בהלוואת בעלים קטנה יחסית בשיעור של 10, על מנת להקנות לבעל השליטה שיעור זה של 20% בהון ובחובות החברה, ורף ההכרעה בין הפרויקטים יורד חזרה לרף האופטימלי של 50.176

(ז) מנהלים

טענתנו, כי באופן כללי האפקט המצטבר של הלוואות בעלים הנו חיובי והלוואות הבעלים מרסנות את ניגודי האינטרסים ורדיפת הסיכונים מצד בעלי המניות, מתחזקת ומשתלבת היטב עם הספרות הקיימת ביחס לתגמולי מנהלים בחברה. ההנחה הרווחת בספרות המימונית היא כי אחזקת חוב פנימי על ידי מנהלים (כגון פנסיות) יש לה אפקט ברור של שמרנות ושנאת-סיכון.¹⁷⁷

(ח) מחקרים אמפיריים אודות 'אחזקה דואלית' של משקיעים מוסדיים

לבסוף, טענתנו במחקר זה לגבי האפקט המצטבר החיובי של הלוואות בעלים אף עולה בקנה אחד עם הראיות האמפיריות הרבות שנאספו בספרות המימונית בשנים האחרונות, בנושא אחזקה דואלית (dual holding) כלומר אחזקת הון וחוב יחד בידי משקיעים פאסיביים

היחסי של האחזקות בחוב. עבור משקיע זה, 'כובע' הנושה הופך לכובע דומיננטי יותר ומשקיע זה יטה יותר לשמרנות ושנאת סיכון.

ראו ה"ש 150 לעיל.¹⁷⁴

רף ההכרעה ניתן לחישוב בנוסחה: $\int_{40}^{100} (\frac{20}{100})(z - 40) \frac{1}{100} dz = \frac{20}{100} (z^* - 40)$ הזוהה למעשה¹⁷⁵

לה"ש שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת..

רף ההכרעה ניתן לחישוב בנוסחה להלן, כאשר הפרויקט הבטוח בצד הימני של המשוואה והפרויקט המסוכן¹⁷⁶

$$\int_0^{40+10} \left(\frac{10}{40+10} z \right) \frac{1}{100} dz + \int_{40+10}^{100} \left(10 + \left(\frac{20}{100} \right) (z - 40 - 10) \right) \frac{1}{100} dz = 10 + \frac{20}{100} (z^* - 40 - 10)$$

Sundaram, R., Yermack, D., 2007. *Pay me later: inside debt and its role in managerial compensation*. JOURNAL OF FINANCE 62, 1551–1588; Cory A. Cassell et al. *Seeking Safety: The Relation between CEO inside Debt Holdings and the Riskiness of Firm Investment and Financial Policies*, 103(3) JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 588 (2012). Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson Jr., *Executive Pensions*, 30 J. CORP. L. 823, 830-831 (2005); Steven Freund, Hien T. Nguyen, Hieu V. Phan, Hien T. Tang, *CEO* 101974 (2021)., 68 J. CORP. FIN., *inside debt and internal capital market efficiency*¹⁷⁷

ומוסדות פיננסיים.¹⁷⁸ הממצא המרכזי של מחקרים אלו היא כי אחזקה דואלית של הון וחוב אכן מועילה ומטיבה עם החברות ועם כלל הנושים, שכן אחזקה דואלית מרסנת סיכונים בפעילות העסקית.¹⁷⁹ אחזקה דואלית אף נמצאה כאסטרטגיית השקעה בעלת ביצועים עודפים.¹⁸⁰

לאור מכלול הסיבות לעיל, אנו סבורים כי ההשפעה הכוללת של הלוואות הבעלים היא חיובית ולא שלילית, ולכן ראוי היה לו הדין המשפטי היה נמנע מהדחיית הלוואות בעלים או המרתן להון.

ג. הדחיית חוב אינה ישימה

בחלק ג' זה נטען כי גם כאשר בית המשפט רוצה להטיל תרופות וסעדים כנגד הלוואות הבעלים, במקרים רבים סעדים אלו לא יהיו ישימים. אנו נצביע על שתי בעיות מרכזיות בעניין זה: מעגליות בסדר פירעון חובות החברה בנסיבות בהן קיימים נושים שונים ונרצה להעניק להם יחס שונה, והדרכים הרבות בהן בעלי המניות יכולים לעקוף ולחמוק בנקל מאותן סנקציות. לשם נוחות, הדיון בפרק זה יתרכז בסעד של הדחיית חוב שהיא התרופה הנפוצה ביותר להלוואות בעלים. יחד עם זאת, הדברים אמורים להלן נכונים גם ביחס ליתר התרופות שתוארו לעיל.

1. מעגליות בהדחיית חוב

סנקציית הדחיית חוב לבעל המניות משמעותה המעשית היא סעד של הקדמת חוב לטובת נושה. אנו נטען כי מבחינת דין רצוי, ראוי להבחין בין נושים שונים ומקרים שונים. יש נושים שבידם טענה חזקה יחסית להקדמת חובם - נושה מוקדם, לא רצוני, לא מתוחכם, ללא כוח

¹⁷⁸ פ' ורמלית, למשקיע מוסדי או פאסיבי אין זכות להשפעה ישירה על הנעשה בחברה ועל מידת לקיחת הסיכונים בה. למרות זאת, קיימות ראיות ואינדיקציות רבות לכך כי למשקיעים דואליים יש השפעה על הנעשה החברה. ראו הראיות הרבות להלן ודיון בשאלה דומה: Einer Elhauge, *The Causal Mechanisms of Horizontal Shareholding*, 82 OHIO ST. L. J. 82, 1–66 (2021).

¹⁷⁹ Jiang, W., Li, K., & Shao, P., *When Shareholders are Creditors: Effects of the Simultaneous Holding of Equity and Debt by Non-Commercial Banking Institutions*, REV. FIN. STUDIES 3595 (2010); Liu, Y., *CORPORATE RISK-TAKING AND THE SIMULTANEOUS HOLDING OF EQUITY AND DEBT* (2015) (University of Rochester); Chu, Y., *Shareholder-Creditor Conflict and Payout Policy: Evidence from Mergers between Lenders and Shareholders*, REV. FIN. STUD. 3098–3121 (2018); Yang, H., *Institutional Dual Holdings and Risk-Shifting: Evidence from Corporate Innovation*, 70 J. CORP. FIN. 102088 (2021); Tao Chen, Li Zhang & Qifei Zhu, *Dual Ownership and Risk-Taking Incentives in Managerial Compensation*, 27 REV. FIN. 1823 (2023).

¹⁸⁰ Victoria Ivashina & Zheng Sun, *Institutional Stock Trading on Loan Market Information*, 100 J. FIN. ECON. 284 (2011); João A.C. Santos & Kristin E. Wilson, *Does Banks' Corporate Control Lower Funding Costs? Evidence from U.S. Banks' Control Over Firms' Voting Rights*, 51 J. FIN. SERV. RES. 283 (2017); Miguel Anton & Luca X. Lin, *The Mutual Friend: Dual Holder Monitoring and Firm Investment Efficiency*, 9 Leila Peyravan, *Financial Reporting Quality and Dual* - REV. CORP. FIN. STUD. 81 (2020); Holding of Debt and Equity, 95 Acct. Rev. 351 (2020); Stefano Bonini & Ali Taatian, *Dual Holding and Bank Risk*, 58 FIN. REV. 735 (2023).

מיקוח, שלא ידע ולא הסכים להלוואת הבעלים. לעומת זאת, יש נושים שבידם טענה חלשה מאוד להקדמת חובם - נושה מאוחר, רצוני, מתוחכם, בעל כוח מיקוח, שידע והסכים להלוואת הבעלים ואף קיבל תמורה בשל כך. על מנת ליישם כראוי את דוקטרינת הדחיית חוב, בית המשפט נדרש להפעיל שיקול דעת ולהעניק סעד זה רק בנסיבות המתאימות ורק לנושים הזכאים לכך.

ברם, כפי שנראה להלן, הבחנה משפטית בסיסית והכרחית לדעתנו בין נושים שונים ונסיבות שונות, תיצור בהכרח מעגליות ו'מעגל שוטה'¹⁸¹ בסדר פירעון חובות החברה. מעגליות זו אינה מאפשרת יישום זהיר ומושכל בסעד זה, לפי שיקול דעת בית המשפט ובהתאם לנסיבות. בית המשפט למעשה נאלץ לבחור האם לדחות או לקבל סעד זה באופן זהה, אחיד וגורף, עבור כל חובות החברה וכלפי כל הנושים, ללא יכולת הבחנה ביניהם.

(א) הבחנה בין נושים שונים

לעניין סעיף 6(ג) לחוק החברות, כאשר בית המשפט שוקל האם להדחות חוב לבעל מניות, קיימת הסכמה רחבה כי בית המשפט נדרש לקחת בחשבון את שלל נסיבות המקרה, את המורכבות והשונות של הנושים השונים, ובמיוחד את מידת ההסכמה או רמת המודעות של הנושה להלוואות הבעלים.¹⁸² נזכיר כי תכלית סעד הדחיית חוב היא צדק מתקן והגנת הנושה. במקור זהו סעד 'מן היושר' (equitable subordination) התלוי בנסיבות ובשיקול דעת בית המשפט. לפיכך, לדעתנו ומבחינת דין רצוי,¹⁸³ הדחיית חוב צריכה להיות פרטיקולרית ותלויה בנסיבות, ויש להעניק סעד זה רק לנושה הזכאי לכך.

כפי שנפרט להלן, נושי חברה אינם עשויים מקשה אחת ולעיתים קרובות הם שונים זה

¹⁸¹ סוגיית המעגליות בסדר פירעון של מספר שעבודים היא סוגיה משפטית ישנה וותיקה ביותר. ראו למשל: Note, *The Three Cornered Priorities Puzzle*, 8 VA. L. R-v. 550 (1922); Carville D. Benson Jr., *Circuity of Lien - A Problem in Priorities*, 19 MINN. L. REV. 139 (1935); Kocourek, Albert, *A First-Rate Legal Puzzle-A Problem in Priorities*, 29 ILL. L. REV. 952 (1935); Note, *Circuity of Liens - A Proposed Solution*, 38 COLUM. L. REV. 1267 (1938); Lawrence L. Otis, *Circuity of Liens - A First-Rate Legal Puzzle*, 1956 A.B.A. Sec. REAL PROP. PROB. & TR. PROC. 5 (1956); Note, *Circuity of Priorities and Liens under Section 67(c)(1) of the Bankruptcy Act*, 66 YALE L.J. 784 (1957); Cobb, Miles A., *Bankruptcy: Liens: Circuity Of Priority*, 45(3) California Law Review, 369 (1957); Grant Gilmore, *Circular Priority Systems*, 71 Yale L.J. 53 (1961); Bertram K. Wolfe & Leon S. Forman, *Circuity of Liens and Priorities*, 38 J. NAT'L ASS'N REF. BANKR. 36 (1964).

לדין עדכני יותר בסוגיה זו ראו: George A. Nation II., *Circuity of Liens Arising From Subordination Agreements: Comforting Unanimity No More*, 83 B.U. L. REV. 591 (2003); דוד האן, "השעבוד הצף בעדיפויות מעגליות מחקרי משפט טו 117 (1999) (להלן: האן "מעגליות"). אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 11, ס' 78 לפסק-דינה של הש' פרוקצ'ה ("מבחינת הנושים - ראוי לתת את הדעת לטיבם ולמעמדם, ולשאלה האם ניתן לייחס להם הסכנות מדעת בהתקשרויותיהם עם החברה ויכולת ממשיית להבטיח את עצמם מפני הסכנות הכרוכות בהתקשרות עם החברה שמבנה הונה אינו מבטיח את יכולתה לפרוע את חובותיה."). ראו גם זוהר ואקשטיין, לעיל ה"ש 36, בעמ' 140; רוזמן חוק החברות, לעיל ה"ש 36, בעמ' 106.

¹⁸³ מבחינת דין מצוי, הספרות המשפטית והפסיקה הקיימת אמנם מציינים כי הלוואת בעלים תדחנה לאחר פירעון כל חובות החברה, לכאורה ללא הבחנה ביניהם. ברם, ספק האם הפסיקה והספרות ערות לעניין הצורך בהבחנה בין נושים ולקושי הנובע מכך.

מזה בהבדלים המהותיים לשאלת הדחיית החוב. ראשית, יש להבחין בין נושה רצוני אשר הסכים מרצון להפוך לנושה של החברה בין היתר על ידי חוזה או אגרת חוב, לבין נושה לא רצוני אשר נשייתו אינה רצונית ונוצרה עקב הוראה אחרת בדיון. נושים לא רצוניים הם בין היתר נושי חוב נזיקי, רשויות מס, ובמידה מסוימת אף חובות לעובדים. בנוגע לנושה הרצוני, לגביו ניתן לטעון שההגנות המשפטיות היחידות להן הוא זכאי הן הגנות חוזיות בלבד, שכן נושה זה לקח על עצמו את הסיכונים הגלומים בהלוואת הבעלים.¹⁸⁴ יש להניח כי בתי המשפט ייאותו להגן יותר על נושים לא רצוניים, ולהגן פחות על נושים רצוניים.¹⁸⁵

הבחנה בסיסית נוספת החשובה לענייננו היא בין נושה מודע, כלומר נושה שידע או היה עליו לדעת אודות המימון הדק והלוואת בעלים קיימת או עתידית, לבין נושה לא-מודע, אשר לא ידע או לא היה עליו לדעת אודות המימון הדק או הלוואת הבעלים.¹⁸⁶ מן הסתם בתי המשפט ייאותו להעניק סעד של הדחיית חוב לטובת נושים לא-מודעים, אך יהססו להורות על הדחיית חוב כלפי נושים מודעים.¹⁸⁷

הבחנה קרובה ודומה היא האם מדובר בנושה מוקדם להלוואת הבעלים. כלומר, האם תחילה נוצר החוב לנושה החיצוני והלוואת הבעלים היא מאוחרת יותר. במקרה כזה, החברה שינתה בדיעבד את מבנה ההון שלה למינוף גבוה עם הלוואת בעלים. זאת להבדיל מנושה מאוחר אשר נשייתו נוצרה לאחר יצירת הלוואת הבעלים. עבור הנושה המאוחר, מבנה ההון בחברה כלל לא השתנה. כיוון שבאופן מסורתי דיני חדלות הפירעון מעניקים משקל לסדר הכרונולוגי של יצירת החובות,¹⁸⁸ יש להניח כי בתי המשפט ייאותו יותר להגן על הנושים המוקדמים, ויתקשו להגן על נושים מאוחרים.

כמובן שבעניין זה ניתן להעלות על הדעת עוד ועוד הבחנות רלוונטיות נוספות. כך למשל, הבחנה בין נושה בעל כוח מיקוח אשר יכול לערוך משא ומתן מול החברה על תנאי ההלוואה שהוא מעניק לחברה (כגון בנק או ספק גדול), לעומת נושים חסרי כוח מיקוח (כגון צרכנים, מחזיקי אג"ח או נושים נזיקיים).¹⁸⁹ הבחנה נוספת היא לגבי נושה שהוא משקיע מתוחכם (כגון בנק, גוף מוסדי, או ספק בעל ניסיון וידע עסקי), לעומת נושה ללא ניסיון, ידע או מקצועיות מיוחדת (צרכנים, עובדים).

לבסוף, נעיר כי בהדחיית חוב לפי סעיף 152 לחוק ניירות ערך, ההבחנה בין הנושים נקבעה בחוק עצמו. סעיף זה מורה על הדחיית אג"ח בעל שליטה כלפי ציבור מחזיקי האג"ח

¹⁸⁴ ראו הדיון בפרק 5(ב) לעיל.

¹⁸⁵ טענה זו נתמכת אף בראיות אמפיריות. ראו אופיר, פלח ופרוקצ'יה "הרמת המסך", לעיל ה"ש 104, בעמ' 233.

¹⁸⁶ ראו לעיל. ראו גם את נוסח לשון סעיף 6(א)(2) לחוק החברות, לפיו לכאורה קיימת חזקת מודעות להלוואת בעלים גם מצד נושה החושד בלבד באפשרות זו.

¹⁸⁷ *In re Lifschultz Fast Freight*, 132 F.3d 339, 1997 ("if a creditor could have known about an insider's debt claim on a company, a bankruptcy court will not reward the creditor by lowering the insider's claim to equity status.")

¹⁸⁸ ראו למשל האן "מעגליות", לעיל ה"ש 181, בעמ' 121.

¹⁸⁹ *In re Lifschultz Fast Freight*, 132 F.3d 339, 1997 ("The presumption of caveat creditor is certainly not absolute. For example, the situation could be different for a creditor who does not have 'a meaningful opportunity given [it] to bargain for higher interest rates as compensation for the extreme risk of default.' ... Consumer creditors would also generally fall into a more protected category. ... (Tort claimants, of course, typically have no opportunity to bargain at all.)").

בלבד, ואינו מורה על הדחיית אג"ח ביחס לחובות אחרים. כלומר, חלק מנושי החברה זוכים לסעד זה וחלק לא.

לסיכום, ההכרעה המשפטית בעניין הדחיית חוב חייבת להיות תלויה בנסיבות האישיות ובמאפיינים הייחודיים של כל חוב וכל נושה, ובעיקר בשאלה האם מדובר בנושה שלקח על עצמו סיכון מודע בהלוואה לחברה שיש בה הלוואת הבעלים. כאשר מדובר בנושה מאוחר, רצוני, מודע ומתחכם, בית המשפט יקבע כי מדובר בנושה שקיבל על עצמו את הסיכון הכרוך בהלוואה לחברה עם הלוואת בעלים ולכן ידחה את תביעתו. פרשת קונטרולגארד היא דוגמה לכך.¹⁹⁰ ברם, כפי שנראה להלן, ההבחנה הנדרשת בין הנסיבות השונות והנושים השונים, יוצרת מעגליות בלתי פתירה בסדר פירעון חובות החברה.

(ב) מעגליות בקביעת סדר הפירעון

על מנת להמחיש את בעיית המעגליות, נבחן דוגמה מספרית פשוטה ביותר.¹⁹¹ נניח חברה המצויה בחדלות פירעון ושווי נכסיה 150 ₪. לחברה שלושה נושים לא מובטחים: נושה חיצוני א', נושה ב' שהוא בעל המניות בחברה והעניק לה הלוואת בעלים, ונושה חיצוני ג'. כל אחד משלושת הנושים הללו מחזיק בנשייה בסכום זהה של 100 ₪.

נניח כי נושה א' הוא נושה מוקדם, לא-רצוני, לא-מודע ולא מתחכם. לאחר יצירת החוב כלפי נושה א', בעל המניות מעניק לחברה הלוואת בעלים, מבלי שנושה א' ידע, הסכים או קיבל כל פיצוי בקשר לכך. בשלב השלישי נוצר החוב לנושה ג', שהוא נושה מאוחר, רצוני, מודע ומתחכם כגון בנק. נושה ג' יודע אודות הלוואת הבעלים, מסכים לכך, ואף מקבל פיצוי בשל כך באמצעות ריבית גבוהה יותר.¹⁹² בשלב האחרון החברה נקלעת לחדלות פירעון ואינה יכולה לפרוע את חובותיה. שני הנושים החיצוניים א' ו-ג' טוענים כי יש להדחות את נשיית בעל המניות עקב מימון דק או המרה להון. בית המשפט מקבל את טענת נושה א' ואכן מורה על הדחיית הלוואת הבעלים לטובת נושה א'. ברם ביחס לנושה ג', בית המשפט מסרב לבקשתו להדחיית החוב, שכן נושה ג' הנו נושה מאוחר, מתחכם ומקצועי, ידע מראש על הלוואת הבעלים, הסכים לה ואף קיבל ריבית גבוהה בגינה. הקדמת חוב לטובת נושה ב' אינה מוצדקת בנסיבות העניין.

כעת, בית המשפט או בעל התפקיד מטעמו, ניגשים למלאכת חלוקת כספי החברה. עקרונות החלוקה הם כדלקמן: נקודת המוצא המשפטית היא כי כל שלושת הנושים הם נושים בעלי אותו מעמד ואותה דרגה, כך שלפי עקרון השוויון יש לבצע חלוקה שווה ביניהם. עיקרון השוויון נכון במיוחד בנוגע ליחסים בין נושה א' לנושה ג', שכן שניהם נושים חיצוניים בעלי אותה דרגה ולכן נשייתם צריכה להיות זהה. בדומה לכך, גם נשיית נושה ג' ובעל המניות צריכה להיות זהה, שכן כאמור בית המשפט סירב לבקשת נושה ג' להדחיית חוב לטובתו.

¹⁹⁰ פר"ק (ת"א) 26813-04-10 קונטרולגארד טכנולוגיות תוכנה בע"מ (בכינוס נכסים) נ' מרדכי זהבי (20.7.2013).

¹⁹¹ כמובן שבמציאות, הנסיבות עשויות להיות מורכבות יותר ומסובכות פי כמה. כך למשל, מספר הנושים וסוגיהם עשוי להיות גדול משלוש. בין הנושים עשויים להתקיים קשרים, התחייבות, הסכמות וכללי קדימות ודחייה שונים. בנוסף, אף שאלת הדחיית החוב עצמה לנושה מסוים עשויה להיות מורכבת מאד, כאשר כל אחת מנסיבות השונות מטה את הכף לכיוון אחר. לדוגמה, נושה שהוא מאוחר אך לא מתחכם, וכולי.

¹⁹² מעגליות דומה יכולה להיווצר אף לנוכח הוראות סעיף 152 לחוק ני"ע, כאשר קיים ציבור מחזיקי אג"ח (דומים לנושה א'), בעל השליטה המחזיק באג"ח (נושה ב'), ונושה נוסף, רגיל, מאוחר ומתחכם (נושה ג') הטוען כי זכותו לנשייה באותה דרגה של ציבור מחזיקי האג"ח.

מאידך, בית המשפט קיבל את בקשת נושה א' והורה על הדחיית חוב כלפיו בלבד. לטענתנו, במצב דברים שכזה אף סדר חלוקה אינו אפשרי.¹⁹³

ניתן להעלות על הדעת מספר שיטות או אפשרויות בניסיון עקר לפתור את בעיית החלוקה. אפשרות אחת היא לחלק תחילה לכל אחד משלושת הנושים סכום זהה של 50 ₪, לפי עקרון השוויון ובהתעלם לרגע מטענת הדחיית החוב של נושה א'. לאחר שכל נושה קיבל 50 ₪, נושה א' מעלה את טענתו האישית להדחיית חוב כלפי בעל המניות בלבד, ולכן נושה א' יקבל דיבידנד נוסף בסך 50 ₪ מבעל המניות בלבד. סיכום הדברים בדרך חלוקה זו הוא שנושה א' קיבל את מלוא חובו בסך 100 ₪, בעל המניות לא קיבל מאומה ונושה ג' קיבל 50 ₪ בלבד.¹⁹⁴ ברם, בחלוקה זו נפגע עקרון השוויון בין שני הנושים החיצוניים א' ו-ג' וכן בין נושה ג' לבעל המניות.¹⁹⁵ נושה א' מקבל לכאורה 'דיבידנד כפול'.¹⁹⁶

אפשרות שניה היא תחילה להדחות את חוב בעל המניות כלפי כלל הנושים, ומכאן לחלק את כל הסכום בקופת החברה באופן שווה בין שני הנושים החיצוניים א' ו-ג' שיקבלו 75 ₪ כל אחד. בשלב הבא, כיוון שבמערכת היחסים בין בעל המניות לנושה ג', שניהם נושים בסכום זהה ובעלי אותה דרגת נשייה, נחלק את ה-75 ₪ של נושה ג' בינו לבין בעל המניות. התוצאה במקרה זה תהיה שנושה א' יקבל 75 ₪ ואילו נושה ג' ובעל המניות יקבלו 37.5 ₪ כל אחד. גם כאן נפגע עיקרון השוויון בין שני הנושים החיצוניים א' ו-ג'. בנוסף, אף הענקת 37.5 ₪ לבעל המניות היא בעייתית, שכן כל עוד החוב לנושה א' לא נפרע במלואו לכאורה בעל המניות אינו זכאי למאומה.

אפשרות שלישית לחלוקה היא באמצעות ביצוע הדחיית חוב נוספת לא רק כלפי בעל המניות אלא גם כלפי נושה ג'. לפי אפשרות זו, נושה א' יקבל החזר מלא של 100 ₪ ואילו את היתרה יש לחלק באופן שוויוני בין בעל המניות ונושה ג', 25 לכל אחד. הנימוק לשיטת חלוקה זו היא שנושה ג' הנו נושה מתוחכם שהשקיע בחברה לאחר שידע על הלוואת הבעלים, לכן היה עליו לדעת או לצפות מראש כי בית המשפט ידחה את חוב נושה א', ונשיית נושה א' תוקדם ביחס לכלל הנושים. הבעיה בשיטה זו היא כמובן הפגיעה בזכות השוויון בין נושה א' ל-ג', כמו גם התהייה מדוע בעל המניות ונושה מתוחכם ג' יסכימו בכלל להעניק הלוואה דחוייה לחברה, כאשר הם יודעים שנשיית נושה א' זוכה למעמד של חוב בכיר. אפשרות זו כמובן אף אינה אפשרית אם החוב לנושה ג' (הבנק) היה ראשון בזמן ואילו החוב לנושה א' אחרון בזמן.

¹⁹³ מבחינה לוגית, נגדיר נושה א' = a, נושה ב' בעל המניות = b, נושה ג' = c. כללי הפירעון המסורתיים הם: a=c, b=c, אבל הדחיית הלוואת הבעלים פירושה a>b. חלוקה כאמור נוגדת את עיקרון הטרנזיטיביות.

¹⁹⁴ דרך אחרת לתאר אופן חלוקה זה היא להניח כי נושה ג' המאוחר והמתוחכם מודע היטב להיקף חובות החברה ולהלוואת הבעלים, אך אינו מודע להחלטתו הצפויה של בית המשפט להדחות את חוב בעל המניות (כלפי נושה א') או לאפשרות כי להדחיית החוב תהיינה השלכות על נשייתו שלו. במצב דברים זה, נושה ג' צופה לקבל 1/3 מקופת הפירוק ולא יותר מכך, כלומר 50 בלבד. ביחס ל-100 הנותרים בקופת החברה, הם יעברו במלואם לנושה א' בשל הדחיית הלוואת הבעלים. ראו לעניין זה את 'נוסחת דיקסון', האן "מעגליות", לעיל ה"ש 181, בעמ' 123-124.

¹⁹⁵ דרך חלוקה זו היא אפקטיבית אם נניח כי הדחיית החוב היא מעין סוג של הסכמה פרטית דו-צדדית בין נושה א' לבעל-המניות, ואין מדובר בכלל חלוקה בעלת תחולה קולקטיבית. ראו גם האן "מעגליות", לעיל ה"ש 181, בעמ' 119-121.

¹⁹⁶ ראו POMELLI, לעיל ה"ש 1 לעיל, ע' 57.

מספר מסקנות עולות מדיון זה. ראשית, הדחיית חוב כלפי נושים ספציפיים בהתאם לנסיבות נשייתם עלולה ליצור מעגליות בסדר פירעון החובות. בעיית המעגליות היא קשה מאד להתרה ולמעשה אין דרך טובה להכריע בין האפשרויות השונות לחלוקה, בכל אחת מהן קיים מחד הגיון מסוים ומאידך שרירותיות ופגיעה בלתי מוצדקת בנושים.¹⁹⁷ שנית, בעיית המעגליות בסדר הפירעון עשויה לדעתנו להסביר מדוע במציאות כמעט ואין אנו רואים תניות חוזיות להדחיית חוב.¹⁹⁸ כל הסכם דו-צדדי שכזה להקדמה או הדחיית חוב אינו מחייב צדדים שלישיים, ולכן יגרור מעגליות בסדר הפירעון. שלישית, בעלי העניין השונים המשתתפים במימון חברה, חייבים לדעת מראש את המצב המשפטי בשאלת הדחיית חוב ומה יהיה סדר פירעון החובות. לידיעה מראש של סדר החלוקה ישנה חשיבות קריטית מבחינה עסקית עבור החברה ועבור הנושים, על מנת לאפשר להם לתכנן את מבנה ההון ולדרוש בטחונות ושיעורי ריבית נאותים. לידיעת סדר החלוקה מראש ישנה חשיבות גם מבחינה משפטית, לצורך קביעת מודעות הצדדים ולהכרעה בסדר החלוקה בדיעבד. מסקנתנו היא כי עקב בעיית המעגליות בסדר הפירעון, סעד הדחיית חוב אינו יכול להיות סעד אישי עבור נושה מסוים, אלא חייב להיות סעד כללי וגורף, המוטל באופן זהה וקולקטיבי כלפי כל נושי החברה, בהתעלם מהבדלי הנסיבות ביניהם. סעד הדחיית חוב אינה אומל משפטי עדין, אלא היא פטיש רחב וחסר הבחנה.

2. פיצול אחזקות (decoupling)

סיבה נוספת מדוע לדעתנו הסעדים המשפטיים כנגד הלוואות בעלים עלולים להיות בלתי ישימים, היא שהמשקיעים המחזיקים בהון ובחוב יחד יכולים בקלות רבה ובאמצעות תמרונים משפטיים פשוטים יחסית, להתחמק מהטלת הסנקציות כנגדם. כל אשר נדרש מהם הוא לבצע פיצול החזקות (decoupling). פיצול אחזקות זה יכול להיעשות דרך מכירת הון המניות או מכירת החוב. כפי שנראה, די בעסקה מסחרית פשוטה ולעיתים פורמלית זו, על מנת לחמוק מהטלת סנקציות. דרך נוספת לחמוק מסנקציות אלו היא באמצעות עיצוב מתוחכם מראש של מבנה ההון של החברה, כך שהמשקיע יחזיק בפוזיציה שתעניק לו זרם תקבולים ה הזהה לאחזקה דואלית של הון וחוב, מבלי להיות בעל מניות או בעל חוב באופן פורמלי.

¹⁹⁷ ראו האן "מעגליות", לעיל ה"ש 181, בעמ' 139 ("כל התרה של מעגל עדיפויות מחייבת פעולה שרירותית כלשהי"). ראו גם פר"ק (מחוזי מרכז) 49258-07-12 עו"ד פלמר נ' ב.מ. פלד הספקה טכנית בע"מ (21.8.2014)

¹⁹⁸ שם בפסקה 6.5, מציין בית המשפט כי אין הצדקה להדחות חוב כדי להעדיף קבוצת נושים אחת על פני רעותה. לעניין נדירות תופעת הדחיית חוב הסכמית, ראו POMELLI, לעיל ה"ש 1 לעיל, ע' 589. לעניין בעיית המעגליות בהדחיית חוב הסכמית ראו: James L. Lopes, *Contractual Subordinations and Bankruptcy*, 97 BANKING L.J. 204, 220-221 (1980); Bruce MacDougall, *Subordination Agreements*, 32 OSGOOD HALL L.J. 225, 261-262 (1994); Roderick J. Wood, *Circular Priorities in Secured Transactions Law*, 47 ALTA. L. REV. 823, 830-831 (2010); George A. Nation II., *Circuity of Liens Arising From Subordination Agreements: Comforting Unanimity No More*, 83 B.U. L. REV. 591 (2003).

(א) מכירת הון המניות

בפרשת **ליטו גרופ**,¹⁹⁹ בית המשפט עסק בעניין סעיף 152 לחוק ניירות ערך הקובע כאמור הדחיית חוב אוטומטית לאג"ח המוחזק בידי בעל שליטה. בעלת השליטה שם החזיקה במניות השליטה בחברה וכן בכמחצית מאגרות החוב שהנפיקה. בשלב מסוים, החברה נקלעה לחדלות פירעון ולא הצליחה לפרוע את מלוא חוב האג"ח. בנסיבות אלו ממש נולד התיקון לחוק ניירות ערך. כוונת יוזמי החוק היתה להביא להדחיית האג"ח שבידי בעלת השליטה, וכך להגדיל את שווי האג"ח שבידי שאר המחזיקים.²⁰⁰ ברם, לאחר כניסת החברה לחדלות הפירעון, בעלת השליטה הודיעה כי היא מוכרת את מניות השליטה שלה לידי צד שלישי. מיד לאחר מכירת מניות השליטה, בעלת מניות השליטה לשעבר טענה כי היות והיא כבר אינה עוד בעלת שליטה, האג"ח שברשותה חדל מלהיות הלוואת בעלים וסעיף 152 לחוק ניירות ערך אינו חל עוד בעניינה, ולפיכך האג"ח שברשותה אינו נדחה. מנגד, הנאמן על האג"ח טען כי כיוון שמדובר בבעלת שליטה לשעבר, אשר לה הכוח לשלוט במהלכי החברה ולכלכל צעדיה בהתאם, לפי תכלית החוק יש להורות על הדחיית האג"ח שברשותה.²⁰¹ בנוסף, טען הנאמן כי קבלת טענת בעלת השליטה תגרום לעקיפת בנקל של הוראות החוק.

ברם, בית המשפט בפרשת **ליטו גרופ** דחה את טענות הנאמן וקיבל את טענות בעלת השליטה לשעבר, וקבע כי הדחיית האג"ח הקבועה בסעיף 152 לחוק ני"ע אכן לא חלה לאחר שבעל השליטה מוכר את מניותיו. בית המשפט אף מציין במפורש כי ברורה לו המשמעות של החלטתו, במתן היתר והכשר כללי עבור כל בעל שליטה לעקוף ולהתחמק מסנקציית הדחיית האג"ח.²⁰² בית המשפט אף מציין כי החלטתו רלוונטית אף בנוגע להדחיית חוב רגילה לפי סעיף 6 לחוק החברות.²⁰³ המשמעות של הלכת **ליטו גרופ** היא כי

¹⁹⁹ בפרשה זו ניתנה החלטות דומות במסגרת צו-מניעה זמני בה"פ (ת"א) 3655-07-11 **הרמטיק נאמנות** (1975) בע"מ נ' **MBM ACQUISITION INC** (27.7.2011); פסק דין בה"פ (ת"א) 3655-07-11 **הרמטיק נאמנות** (1975) בע"מ נ' **MBM ACQUISITION INC** (29.2.2012); וע"א 3195/12 **הרמטיק נאמנות** 1975 בע"מ נ' **NBM ACQUISITION INC** (24.7.2013), (להלן: **ליטו גרופ**)

²⁰⁰ מעניין לציין כי היוזמה לתיקון 44 לחוק ני"ע היתה יוזמה פלילית לצורך ספציפי של הדחיית האג"ח בעניין **ליטו גרופ** ממש. כלומר, יוזמי התיקון או מקורביהם החזיקו בכמות גדולה של אג"ח בחברה זו, וככל הנראה תוכניתם היתה כי לתקן את חוק ניירות הערך ובדרך זו להעלות שווי האג"ח שברשותם. ראו גיא בן סימון "מואשם בשוחד: כך גרף לכאורה שר הרווחה רווח מהיר של 200 אלף שקל בשבוע", *Bizportal* (27.5.2018), <https://www.bizportal.co.il/capitalmarket/news/article/743318>. ברם בדיעבד ולמרות ההצלחה בתיקון מהיר של החוק, התוצאה הסופית בפרשה היתה שבעלת השליטה הצליחה להתחמק מתחולת הוראה זו.

²⁰¹ סעיף 20 להחלטת **ליטו גרופ**, שם.

²⁰² סעיפים 15 ו-20 להחלטה וסעיפים 17, 20, 54 ו-58 לפסק הדין בעניין **ליטו גרופ**, לעיל ה"ש 199. מעניין לציין כי קיומה של פרצה משפטית זו של מכירת מניות השליטה לאדם אחר, אפילו צוינה על ידי יוזם התיקון עצמו מעל בימת הכנסת, טרם קריאה שניה ושלישית: "אוסף ואציין כי החוב לפי תעודת ההתחייבות עומד בעינו, אך כל עוד לא יעביר בעל השליטה את החזקה בה לידי אחר, הרי הוא יזכה לפרוע אותו רק אחרי מחזיקי תעודות ההתחייבות". ראו פרוטוקול ישיבה 189, הכנסת השמונה-עשרה (3.1.2011), ע' 112, <https://main.knesset.gov.il/activity/plenum/pages/sessionitem.aspx?itemid=404270>.

²⁰³ ראו ס' 22 להחלטת **ליטו גרופ**, לעיל ה"ש 199.

בעל שליטה יכול להמנע מכל סנקציה של הדחיית חוב, בדרך קלה ומהירה²⁰⁴ של מכירת מניות השליטה שברשותו.²⁰⁵

(ב) מכירת החוב

דרך נוספת שבה בעלי מניות יכולים לעקוף בנקל את הסנקציות המוטלות עליהם, היא בדרך של מכירת הלוואת הבעלים לצד שלישי כלשהו. ברגע שהחוב יועבר לאדם אחר, חוב זה יפסיק להיות הלוואת בעלים או אחזקה דואלית של הון וחוב, ולפיכך בית המשפט לכאורה לא ידחה חוב זה.

בפרשת **ליטו גרופ** שהוזכרה לעיל, השופטת רונן מבהירה שם במפורש, כי מכירת חוב לצד שלישי היא אכן דרך נוספת²⁰⁶ להתחמק מהסנקציה של הדחיית חוב.²⁰⁷ מכירת החוב לאדם אחר מבטלת את הדחיית החוב והופכת את החוב הנדחה לחוב רגיל, ולא ניתן לעקוב אחר מגבלת הדחיית החוב ולהעביר מגבלה זו למחזיקים הבאים בתור.²⁰⁸ חשוב לציין כי מלבד עלויות עסקה, בעל המניות צפוי לקבל תמורה מלאה עבור החוב הנמכר, כאילו מדובר בחוב רגיל שמעולם לא עמד בפני סכנת הדחיית חוב.²⁰⁹

²⁰⁴ השפטת רות רונן טוענת, בסעיף 15 להחלטת **ליטו גרופ** לעיל, כי לא בכל מקרה בעל השליטה ירצה או יצליח למצוא קונה לרכישת מניות השליטה. דעתנו שונה. זכור, אנו עוסקים במקרה בו החברה כבר מצויה בחדלות פירעון ולא מסוגלת לפרוע את חובותיה, ובנסיבות כאמור להון מניות החברה אין ערך כלכלי. בדרך כלל, לבעל השליטה אין אינטרס בהמשך החזקה במניות שערכן אפסי, ויש לצפות כי תמיד יוכל למצוא צד שלישי כלשהו ולהעביר לו את מניות השליטה, אף אם בהעברה ללא תמורה או בתשלום לקונה. לכאורה די בעסקה פורמלית זו כדי למנוע את הדחיית האג"ח ולהפיכתו לחוב רגיל.

²⁰⁵ השוו בפרשת **קריספי**, לעיל ה"ש 21, שם בעל השליטה מכר את מניות השליטה שלו ארבעה חודשים טרם כניסת החברה להליכי חדלות פירעון, ולמרות זאת בית המשפט הורה שם על הדחיית חוב. ברם, בית המשפט שם הסתמך על דוקטרינת הדחיית חוב שפותחה בפסיקה טרם חקיקת חוק החברות. כמו-כן, סוגית מכירת המניות והפסקת החברות בחברה לא נידונה שם.

²⁰⁶ העברת הלוואת בעלים לאדם אחר היא קלה במיוחד לביצוע כאשר החוב המדובר הוא אג"ח סחיר ומטרת מכירת האג"ח היא לחמוק מהדחיית החוב בסעיף 152ד' לחוק ני"ע). כאשר מדובר בחוב לא סחיר ומטרת המכירה היא לחמוק מהדחיית חוב לפי סעיף 6 לחוק החברות, יש להניח כי הליך מציאת קונה שיהיה מוכן לרכוש זכויות נשייה בחברה חדלת פירעון יהיה מסובך יותר. אולם עדיין, בהעדר מגבלה אחרת בדין, ברירת המחדל המשפטית היא, בעל השליטה רשאי להעביר את זכות הנשייה שלו לאדם אחר. ראו גם סעיף 1(א) לחוק המחאת חיובים, תשכ"ט-1969.

²⁰⁷ סעיף 20 להחלטה וסעיפים 15, 17, 20, 25, 69-77 לפסק הדין בעניין **ליטו גרופ**, לעיל ה"ש 199. מעניין לציין שאף חברי ועדת הכנסת היו ערים לפרצה משפטית זו בעת הדיון על הצעת החוק. ראו פרוטוקול ישיבת ועדת העבודה, הרווחה והבריאות, 14.12.10, ע' 12.

²⁰⁸ ראו סעיף 26 להחלטה וסעיפים 70-73 לפסק הדין בעניין **ליטו גרופ** לעיל. מנגד, ניתן לטעון כי כאשר מדובר במקרה של חוב לא סחיר, המסקנה עשויה להיות שונה ואולי אז כן ניתן לפקח על מגבלת הדחיית החוב כאשר החוב מועבר לידיים אחרות.

²⁰⁹ קל להבין זאת ביחס לאג"ח סחיר. מכירת האג"ח בבורסה תעניק לבעל השליטה תמורה זהה למחיר הרגיל של האג"ח בשוק, כאילו מדובר בחוב לא נדחה, שהרי המסחר בבורסה עיוור לזהות המחזיק באג"ח. בנוסף, השוק צופה כי בעל השליטה ישכיל להפטר מהאג"ח (או ממניות השליטה), לפיכך בסופו של יום אג"ח זה לא יהיה נדחה. מעניין לציין שגם בחוב בלתי-סחיר או עסקת מכירה פרטית, התוצאה צפויה להיות זהה. בשוק משוכלל, בעל השליטה יכול למכור את הלוואת הבעלים לכל אדם, לכן כוח המיקוח של הקונה הנו אפסי, ובעל השליטה המוכר צפוי לקבל את מלוא ערך החוב, כאילו אין מדובר בחוב נדחה.

(ג) פיצול אחזקות מראש

לקראת סיום, ניתן לציין עוד מספר אפשרויות לעקוף את הסנקציות המופעלות כנגד הלוואות בעלים, וזאת על ידי תכנון מראש של מבנה ההון של החברה. בעלי המניות יכולים לעצב פיננסית את מבנה הון של החברה ולהעניק למשקיעים זכויות משפטיות שונות אשר מבחינה פורמלית אינן מהוות אחזקה דואלית של הון וחוב יחד ולכן אינן מאפשרות הדחיית חוב, אולם מבחינה כלכלית-מהותית משקיע זה ימשיך לשמור על פוזיציה כלכלית הדומה למחזיק דואלי.

(i) הענקת הלוואה באמצעות חברה קשורה - דרך ראשונה ופשוטה יחסית, היא אחזקה בהון מניות או בחוב של החברה שלא במישרין אלא באמצעות אדם אחר או חברה קשורה.²¹⁰ הניחו לדוגמה כי בעל שליטה המחזיק בנוסף לחברה, גם במניות חברה אחרת והאחרונה היא זו אשר מחזיקה בחוב החברה הראשונה. לכאורה, לפי לשון סעיף 6(ג) לחוק החברות, לא ניתן להדחות חוב של חברה הקשורה שכן האחרונה אינה בעלת מניות בחברה ולא ניתן לבצע הרמת מסך חלקית כלפיה. ברם, יכולה להיות עמדה משפטית אחרת בנושא.²¹¹

(ii) הענקת הלוואה באמצעות מתווך פיננסי - דרך מתוחכמת יותר לפצל אחזקות היא הענקת ההלוואה לחברה באמצעות חברה שאינה קשורה לבעל השליטה אך תשמש כמתווך פיננסי בעסקה. החברה המתווכת תקים חברה יעודית לעסקה (SPV) והיא זו שתעניק הלוואה או תרכוש את אג"ח החברה. במקביל, בעל השליטה יעניק לאותה חברה יעודית את המימון הדרוש לרכישת החוב, וזאת בדרך של הלוואת גב-אל-גב המובטחת רק בתקבולים מפרעון החוב או האג"ח.²¹² באמצעות תכנון העסקה כאמור, החברה היעודית היא זו אשר מבחינה פורמלית מעניקה הלוואה או מחזיקה באג"ח, אולם מבחינה כלכלית-פורמלית בעל השליטה הוא הנהנה האמיתי משיעורי הריבית על החוב.

(iii) החזקת מניות באמצעות אופציית רכש (call option) - דרך נוספת לפצל מראש את אחזקות בעל המניות היא להחזיק בחוב של החברה בלבד יחד עם אופציות רכש בלבד על מניות החברה. בדרך זו, במקרה של הצלחת החברה המשקיע יוכל לממש את האופציות שברשותו ולזכות ברווחים המגיעים לבעלי המניות בחברה, ובמקרה של כישלון וחדלות פירעון המשקיע יוכל לדרוש את פירעון החוב שברשותו מבלי הסיכון שהחוב ידחה, כיוון שהמשקיע אינו בעל מניות בחברה. החיסרון בדרך זו הנו שאופציות הרכש אינן מעניקות לבעליהן יכולת שליטה על החברה.

(iv) הקצאה לנושים אג"ח CoCo - דרך מתוחכמת נוספת להשוות את מצב בעל השליטה למצב זהה של בעל אחזקה דואלית של הון וחוב, היא שבעל השליטה לא יחזיק

²¹⁰ דרך זו ככל הנראה לא תעבוד בנוגע להדחיית אג"ח לפי תיקון 44 לחוק ניירות ערך, לנוכח ההגדרות הרחבות ל"שליטה" ו"החזקה" שם.

²¹¹ בפר"ק (מחוזי ת"א) 26813-04-10 קונטרולגארד טכנולוגיות תוכנה בע"מ (בכינוס נכסים) נ' מרדכי זהבי (20.7.2013) נקבע כי סעיף 6(ג) לחוק מאפשר הדחיית חוב כלפי בעלי מניות אפקטיביים בלבד, כאשר הכוונה המקורית בתנאי זה היא להימנע מהדחיית חוב כלפי בעלי מניות פאסיביים. אולם מכאן הסיקה השופטת קרת מאיר כי ניתן להורות על הדחיית חוב גם כלפי חברות אחרות בקבוצת השליטה בחברה. בנוסף, לעניין הדחיית אג"ח בידי בעל שליטה לפי סעיף 52 לחוק ניירות ערך, ראו את הגדרת המונח "החזקה" בסעיף זה, וכן את דברי ההסבר בהצעת החוק בעניין זה (ה"ש 128 לעיל): "דחיית הפירעון תהיה גם כלפי מחזיק בתעודת התחייבות הנשלט בידי בעל השליטה באמצעות תאגיד".

²¹² ראו בר-מור "הדחיית חוב", לעיל ה"ש 20, שם בה"ש 38 ובטקסט הנלווה.

בהלוואות בעלים כלל, אלא רק ידאג כי החוב המוקצה לנושים החיצוניים יהיה מסוג של אג"ח (Contingent Convertible Bond) CoCo. מכשיר זה מתנהג כחוב אג"ח רגיל, אך בתנאים מסוימים הנקובים בו (למשל, כניסה לחדלות פירעון) האג"ח מומר בכפייה להון מניות. בדרך זו, במקרה של הצלחה בעל השליטה נהנה לבדו ממלוא הרווחים, ובמקרה של כישלון בעל השליטה מתחלק באופן שווה עם שאר הנושים שכעת יהפכו לבעלי מניות כמוהו, בדומה לבעל אחזקה דואלית של הון וחוב.

לסיכום פרק זה, למרות שחוק החברות, חוק ניירות ערך ופסיקת בתי המשפט מטילים על הלוואות בעלים סנקציות של הדחיית חוב והמרה להון, בעל מניות יכול לעקוף ולהתחמק מסנקציות אלו בנקל רב, ועומדות לרשותו מגוון רחב של דרכים משפטיות שונות לעשות כן. העובדה כי בעניין זה קיימות פירצות משפטיות כה רבות, מגוונות וקלות ליישום, אשר חלקן אף נידונו ואושרו כחוקיות ומותרות ליישום, מערערת עד מאד את הטעם והתכלית המשפטית בהטלת סנקציות אלו.

ד. סיכום

למרות שמימון חברות פרטיות וציבוריות באמצעות הלוואות בעלים היא תופעה רווחת ונפוצה ביותר, המשפט הקיים נוקט בחשדנות ובביקורתיות רבה כלפי תופעה זו. קיימת שורה ארוכה של הלכות משפטיות שונות שנועדו לשלול מבעלי המניות את היכולת להיפרע מחובות או מהלוואות שהעניקו לחברה בבעלותם.

הנימוק המרכזי בספרות ופסיקה לתמיכה בגישה הביקורתית כלפי הלוואות בעלים, נובע מהסברה לפיה הלוואות בעלים מחמירות את ניגודי האינטרסים בין בעלי המניות לבין הנושים, ומגבירות את החשש כי בעלי המניות יחצינו את סיכוני הפעילות העסקית על גב הנושים. במאמר זה מראים כי בניגוד לתפיסה רווחת זו, הלוואות בעלים דווקא מקטינות ומצמצמות את בעיות הנציג וניגודי האינטרסים בחברה.

עסקנו בשתי בעיות הנציג המרכזיות המתעוררות בעקבות לקיחת חוב מנושים חיצוניים: בעיית 'השקעת החסר' (בעיית 'החוב התלוי ועומד') ובעיית 'השקעת היתר' (בעיית הרדיפה אחר סיכוני-יתר). הראנו כי להלוואות בעלים יש דווקא אפקט חיובי המרסן את שתי בעיות הנציג הללו. הסיבה לכך היא, בתמצית, שהלוואות בעלים הופכות את בעלי המניות להיות חלק מנושי החברה, ולכן אינטרס בעלי המניות הופך לתואם יותר לאינטרס החברה ושאר הנושים.

החידוש השלישי במאמר הנו טענתנו כי הסנקציות המשפטיות כנגד הלוואות בעלים הן למעשה בלתי ישימות. הלוואות בעלים עלולות ליצור מעגליות בלתי-פתירה בסדר הפירעון בחברה, כאשר חלק מנושי החברה הם נושים מתוחכמים המודעים להלוואות הבעלים ואילו חלק אחר מנושי החברה הם נושים לא-מתוחכמים ובלתי מודעים. נוסף על כך, הראנו כיצד בעלי המניות יכולים לעצב את מבנה ההון של החברה בדרך אשר תאפשר להם לעקוף ולחמוק מתחולת אותן סנקציות, בין היתר על ידי מכירת האחזקות בהון או בחוב לידי אדם אחר.

לאור כל זאת, אנו סבורים כי אין הצדקה מהותית ואין תוחלת פרקטית להטלת סנקציות משפטיות כנגד הלוואות בעלים. אנו ממליצים למחוקק ולבתי המשפט לשקול מחדש את גישתם השלילית והביקורתית כלפי הלוואות בעלים. לדעתנו, מן הראוי לבטל או לכל הפחות

לצמצם במידה ניכרת את ההלכות הקיימות כיום בדבר הדחיית חוב וההמרה להון של הלוואות בעלים, ולהסתפק בכלים המשפטיים הקיימים כבר כיום בדיני חדלות הפירעון ונועדו להגן ולשמור על זכויות הנושים ושאר בעלי העניין בחברה.