

## הגברת התחרות על רכישת חברה שבקשיים – כתאוריה מאחדת לדיני פירוק ושיקום חברות

מאת

יעד רותם\*

רשימה זו מבקשת להצביע על תהליך עומק המתחולל כיום בדיני פירוק ושיקום חברות: מאמץ של בתי המשפט המוסמכים לדון בבקשות לפירוק חברה או להבראתה חרף ריק חקיקתי שהם פועלים בתוכו בהקשר זה, להקנות הסדרים למכירת חברות בקשיים למשקיעים חיצוניים, שתכליתם הגברת התחרות על רכישת חברה שבקשיים בין משקיעים אלו לבין עצמם, ולעתים אף חשוב מכך – בינם לבין בעלי השליטה הקודמים. זאת, מתוך הנחה שדינמיקה תחרותית כזו תפעל בסופו של דבר לטובת נושי החברה ובעלי מניותיה. זיהוי תכלית זו מאפשר להסביר החלטות שונות של בתי המשפט ולספק הדרכה נורמטיבית למעצבי הדין. עם זאת הרשימה מוסיפה ומראה שבתי המשפט לא מיצו את כל האמצעים העומדים לרשותם להגשמת תכלית זו.

מבוא; א. שוק רכישת חברות בקשיים – אתגרים ובעיות; 1. מיעוט משקיעים; 2. מיעוט מקורות מימון; 3. לוח זמנים דוחק; 4. מחסור במידע; 5. ניגודי העניינים של בעל השליטה. ב. הגברת התחרות על רכישת החברה – ניתוח פוזיטיבי ונורמטיבי; 1. שיקול הדעת השיפוטי-כלכלי; 2. סעיף 350 לחוק החברות והמבחן לחדלות פירעון; 3. מינוי בעלי תפקיד; 4. רגולציה על בעל השליטה; 5. מעמד מחזיקי אג"ח "פרטיים"; 6. הסדרת מעמדו של הנושה המובטח. סיכום.

### מבוא

דיני פירוק ושיקום של חברות בישראל מספקים מסגרת משפטית גמישה המאפשרת לבעלי התביעות נגד החברה בע"מ, כלומר נושים ובעלי מניות, ולבית המשפט של חדלות פירעון, השואף לסייע להם להשיא את שווי תביעתם, לבחור במתווים כלכליים

---

\* מרצה בכיר, סגן הדיקן, המרכז האקדמי למשפט ולעסקים ברמת-גן. גרסה קודמת של המאמר הוצגה בכינוס שנת המשפט תשע"ג שנערך בפקולטה למשפטים שבאוניברסיטת חיפה.

שונים להשגת מטרה זו.<sup>1</sup> אפשר שייבחר מתווה כלכלי של חיסול עסקי החברה ומכירה תמורת מזומן של נכסיה, כל אחד בנפרד; או מתווה של ארגון מחדש של מבנה ההון והשליטה בחברה שיאפשר לחברה להמשיך ולתפקד כ"עסק חי".<sup>2</sup> עם זאת ניסיון החיים מלמד כי כיום במקרים רבים המתווה הכלכלי המועדף, יהא המלבוש המשפטי של העסקה אשר יהא,<sup>3</sup> הוא זה של מכירת החברה לצד שלישי כ"עסק חי", בחלקים<sup>4</sup> או בשלמותו.<sup>5</sup> ברם דווקא בהקשר הנפוץ של מכירת חברות שנקלעו לקשיים פיננסיים כחלק משיקומן נדמה כי המחוקק כשל בהבניית מסגרת משפטית מתאימה. בחוק החברות, התשנ"ט–1999 (להלן – חוק החברות), אשר הפרק העוסק בו בשיקום חברות תוקן רבות בשנת 2012,<sup>6</sup> אין התייחסות למכשולים הרבים הנערמים בפני מכירת חברות בקשיים במסגרת הליך חדלות פירעון. כך למשל המחוקק הישראלי נמנע מלהסדיר את

- 1 שאלה המתווה הכלכלי אינה קשורה בהכרח לסוגיית המסגרת המשפטית שאליה נקלעה החברה, כגון הליך פירוק או הליך הקפאת הליכים. עקרונית ניתן לקדם כל אחד מן המתווים הכלכליים בכל אחת מן המסגרות המשפטיות.
- 2 כך, גם כניסה להליך פירוק אינה שוללת את האפשרות של גיבוש הסדר נושים לחברה שבסיומו תמשיך החברה להתקיים ולפעול. ראו: רע"א 8417/11 נמי נאמניות בע"מ נ' כונס נכסים לחברת נ.ל.י נדל"ן בע"מ (בכינוס נכסים) (פורסם בנבו, 2013) (להלן – עניין נמי), בפסקה 11 לפסק הדין.
- 3 על הפרק הן מכירת נכסים לצד השלישי, הן מכירה לצד השלישי של מניות בתאגיד המחזיק בנכסים, הן הנפקת מניות לצד השלישי בידי התאגיד המחזיק בנכסים תוך דילול בעלי המניות הקודמים. ראו למשל: רע"א 8129/02 ארגיל שירותי הובלה (1993) בע"מ נ' הנאמן על חברת דן רולידר בע"מ (בהקפאת הליכים), פ"ד נז(5) 481 (2003), שבה הועברו כלל נכסי החברה לחברת בת שמניותיה נמכרו לצד השלישי. ברשימה זו ישמש הצירוף "מכירת החברה" כדי לכלול כל אפשרות משפטית רלוונטית.
- 4 במתווה זה הנכסים נמכרים לצד השלישי באופן שיש ערך מסוים לשילובם יחדיו, במתכונת זו או אחרת, גם אם אין מדובר במערך הזהה למערך הנכסיה המקורי של החברה. לתנאים המייצרים ערך שכזה ראו: Robert Marquez and Rajdeep Singh, *Selling Assets: When is the Whole Worth More Than the Sum of Its Parts?* (WP, October 2014) [http://cefup.fep.up.pt/uploads/fin%20seminars/2014/Paper\\_Robert%20Marquez\\_06.1.2014.pdf](http://cefup.fep.up.pt/uploads/fin%20seminars/2014/Paper_Robert%20Marquez_06.1.2014.pdf).
- 5 ראו: ורדה אלשיך וגדעון אורבך הקפאת הליכים הלכה למעשה 40 (מהדורה שנייה, תש"ע); וכן דוד האן דיני חדלות פירעון (תשס"ט) בעמ' 142 ה"ש 51 ובעמ' 663–664. במילים אחרות, מדובר במצבים שבהם שווי השוק של הנכסים (כולם או חלקם) כשהם נמכרים יחד עולה על שוויים כשהם נמכרים בנפרד.
- 6 ראו: חוק החברות (תיקון מס' 18), התשע"ב–2012 וחוק החברות (תיקון מס' 19), התשע"ב–2012 (התקבלו בכנסת בתשעה ביולי 2012). תיקון מס' 18 נכנס לתוקף בחודש ספטמבר 2012 (ראו: ס"ח התשע"ב 2368, עמ' 490), ואילו תיקון מס' 19 נכנס לתוקף בחודש ינואר 2013 (ראו: ס"ח התשע"ב 2368, עמ' 493). תיקון מס' 18 עוסק בהסדרי חוב מסוג מסוים – בין חברת איגרות חוב לבין מחזיקי האיגרות. הסדרים אלו פעמים רבות מתנהלים במתכונת של pre-packaged bankruptcy, כלומר ההסדר מתנהל ברובו מחוץ לכותלי בית המשפט ורק בשלב כינוס אספות הנושים לצורך אישורו נעשית פנייה לבית המשפט.

מעמדו של בעל השליטה בחברה ולמשטר את יכולתו של זה להשפיע על תהליך המכירה תוך העדפת האינטרסים הצרים שלו על אלו של הנושים.<sup>7</sup> אין בחוק אפילו הכרעה מהו המבחן שעל פיו ייקבע אם החברה חדלת פירעון באופן המאפשר, או מחייב, התערבות של בית המשפט בתהליך התדרדרותה, כאשר קברניטיה אינם מעוניינים בכך.<sup>8</sup> בדומה לזה, אין בחקיקה הישראלית התייחסות למתכונת עריכתו של מכרז למכירת חברה בקשיים,<sup>9</sup> או לאופן שבו נושים מובטחים רשאים להשתלב במהלכים למכירת החברה.<sup>10</sup> במצב דברים זה ההתמודדות עם החלל החקיקתי הוטלה לפתחם של בתי המשפט, אשר החלו לנסות ולהסדיר, כמיטב יכולתם, את הסביבה הכלכלית המורכבת שבה נמכרות חברות בקשיים. כדרכם, בתי המשפט עושים זאת תוך התקדמות ממקרה למקרה וממכשול למכשול.

ברשימה זו אני מבקש להצביע על תהליך עומק חשוב המתחולל כיום בתחום של דיני פירוק ושיקום חברות. טענתי היא כי בתי המשפט של חדלות פירעון מנסים לאחורונה, בשל ריק חקיקתי אופייני, לגבש כללים מיטביים למכירת חברות בקשיים – "תורת לחימה", אם תרצו – וזאת בשים לב לבעיות הייחודיות המתעוררות בהקשר זה במשק הישראלי, הסובל בעיקר מקיומו של שוק דל לרכישת חברות בקשיים ומיעוט מתחרים הפועלים בו. על כן הבריה התיכון של מאמצי שופטי חדלות הפירעון הוא הניסיון להגביר – במגוון דרכים, כפי שתבקש הרשימה להראות – את התחרות בין משקיעים פוטנציאליים שאפשר שיתעניינו ברכישת החברה שבקשיים, ואולי חשוב מכך – בינם לבין בעל השליטה הנוכחי.<sup>11</sup> בדרך זו מנסים בתי המשפט לעודד את התחרות הדלה על רכישת החברה, והכול מתוך הנחה שדינמיקה תחרותית תפעל בסופו של דבר

- 7 שינוי-מה במצב דברים זה עשוי לחול בעקבות דוח הוועדה לבחינת הסדרי חוב בישראל (משרד האוצר, נובמבר 2014) (להלן – דוח ועדת אנדרון). בדוח הוועדה יש התייחסות לסוגיה זו (ראו: בעמ' 63–64), והמלצות הוועדה, בעיקר אלו המבקשות למנוע את ביצור שליטתם בחברה שנקלעה לקשיים של מי שהביאוה למצב זה, אמנם מציעות דרכים להתמודד עם בעיה זו. עם זאת דוח ועדת אנדרון אינו מתמודד עם המכשולים והקשיים המכבידים על מכירתן של חברות בקשיים.
- 8 ראו גם: הדיון להלן, פרק ב.2.
- 9 עם זאת יש להעיר כי קושי זה אינו ייחודי רק למשפט הישראלי. לדיון בקושי זה בהקשרו האמריקאי ראו: Yaad Rotem and Omer Dekel, *The Bankruptcy Auction as a Game—Designing an Optimal Auction in Bankruptcy*, 32 REV. LITIG. 323 (2013).
- 10 כך למשל, האם רשאי הנושה המובטח להשתתף במכרז למכירת חברה בקשיים באמצעות הגשת הצעה שאמצעי התשלום בה הוא מחיקת החוב אליו (credit bidding)? לשאלה זו במשפט האמריקאי ראו: RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank (Decided May 29, 2012).
- 11 להבחנה בין סוגים של מתחרים ולחשיבות התחרות בין קונים על רכישת נכסים של חברה בקשיים ראו: Jean-Marie A. Meier and Henri Servaes, *Distressed Acquisitions* (WP, August 2014) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2473123](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2473123) (המספקים בין היתר תימוכין אמפיריים להיותה של תחרות מועטה מצד מתחרים מתוך התעשייה פועלת לטובת הקונה ולרעת המוכר).

לטובת כלל בעלי התביעות.<sup>12</sup> עם זאת יש להבהיר גם כי בתי המשפט נוהגים במידת מה של ריסון עצמי ואינם ממצים את מלוא האמצעים העומדים לרשותם כדי להגשים תכלית זו של הגברת התחרות על רכישת החברה שבקשיים. אכן, אפשר שאחד הטעמים לכך הוא שטרם התקיים דיון משפטי (וציבורי) ממצה בתכלית זו ובשאלת רצינותה וחשיבותה. מכאן גם תרומתה האפשרית של הרשימה הנוכחית.

כדי שהקורא יוכל להעריך את חשיבות הדיון כאן יש להוסיף ולהעיר כי ניתוח פסיקת בתי המשפט של חדלות פירעון, מנקודת המבט של תכלית הגברת התחרות על רכישת חברה שבקשיים, מאפשר מן הסתם להבין פסיקה זו טוב יותר, ולעיתים אף לצפותה מראש. יתרה מזאת, זיהוי תהליך עומק זה שמתרחש בפסיקה חשוב אף כדי לזמן בעתיד התערבות חקיקתית, ככל שיהיה בכך כדי לסייע לגיבוש הסדרים משפטיים מיטביים. עם זאת הדיון כאן אינו בעל אופי פוזיטיבי בלבד, שכן בעצם זיהוי תכליתו זו של הדין יש כדי לפתוח פתח לשיפור מצבם של בעלי התביעות נגד חברות בקשיים. אכן, נקודת המבט המוצעת כאן אינה היחידה שאפשר לנתח בעזרתה את הפסיקה בתחום, אך יש בכוחה של התכלית בדבר הגברת התחרות על רכישת החברה בקשיים כדי לשמש עיקרון נורמטיבי מדריך לעיצוב הסדרים משפטיים. זאת ועוד, ייתכן שבזיהוי תכלית זו של הדין יהיה כדי להרתיע, כגון בהקשר של הכוונת התנהלותם של בעלי שליטה ונושאי משרה טרם גלישת החברה לקשיים פיננסיים.<sup>13</sup>

בפרק א אציג את הסביבה הכלכלית המורכבת שבה מוצעות כיום למכירה חברות בקשיים בישראל. פרק זה יצביע על הבעיות העיקריות בהקשר הישראלי המצריכות פתרון. בפרק ב אנתח את פסיקת בתי המשפט בעת האחרונה מנקודת מבטה של תכלית הדין שאני טוען שיש לזהותה – הגברת התחרותיות בין משקיעים פוטנציאליים, לרבות בעל השליטה הנוכחי, בקשר למכירת חברה בקשיים. לאחר מכן אסכם.

## א. שוק רכישת חברות בקשיים – אתגרים ובעיות

מכירת חברה שבקשיים או השליטה בה למשקיע חיצוני המזרים בתמורה הון לחברה, ובהמשך גם אולי משקיע בה הון נוסף לפיתוח עסקיה, הפכה למתווה כלכלי

12 ראו למשל טענה שהועלתה בהקשר אחד מבין מגוון ההקשרים שרשימה זו תדון בהם: איתן אבריאלי "כך פתח אורנשטיין מכרז לקניית אי.די.בי" TheMarkerOnline (26.8.2013). כאמור, ברשימה זו אראה כי מדובר בטענה שאינה מקרית, שכן היא חלק מתהליך עומק המקבל ביטוי גם בהקשרים משפטיים נוספים.

13 אם אלה ידעו שהם צפויים ברמת סבירות גבוהה לאבד את השליטה בחברה במקרה של כניסה להליכי חדלות פירעון, הדבר יהיה להם לתמריץ נוסף למנוע הגעת החברה למצב של חדלות פירעון מלכתחילה. ייתכן שאף יהיה בזיהוי ובהצהרה על תכליתו הזאת של הדין כדי לגרום לבעלי שליטה שהחברה שבשליטתם צפויה להיכנס להליכי חדלות פירעון, להזרים לחברה כספים מהונם האישי, ולו רק כדי "להרחיק" העניין מבית המשפט ולמנוע את מעורבותו, על כל הכרוך במעורבות זו – לרבות מכירת החברה.

מועדף להתמודדות עם קשיים פיננסיים.<sup>14</sup> במתווה זה נעשה שימוש בארץ ובעולם;<sup>15</sup> בין שמדובר בתאגידי ענק דוגמת אנרון,<sup>16</sup> קרייזלר או ג'נרל מוטורס<sup>17</sup> או בחברות המתפעלות עסקים קטנים ובינוניים;<sup>18</sup> בתעשיות מסורתיות או בהיי-טק;<sup>19</sup> במסגרת הליכי חדלות פירעון פורמליים או מחוצה להם. מחקרים שנערכו בארצות הברית למשל הראו כי במתווה כלכלי זה נעשה שימוש בעניינין של יותר ממחצית החברות שנקלעו לקשיים פיננסיים ונכנסו להליך חדלות פירעון.<sup>20</sup>

מהי הסיבה לשכיחותו היחסית של מתווה זה? בהנחה שפירוק הפירמה, כלומר מכירת כל אחד מנכסיה בנפרד, הוא האפשרות המועדפת פחות על בעלי התביעות, המעריכים כי לחברה יש שווי "עסק חי" מסוים, יתרון בולט של מתווה המכירה לצד שלישי על פני המתווה של ארגון מחדש של מבנה ההון של הפירמה, כגון על דרך המרת חובה לנושים למניות, נובע בוודאי מכך שמתווה המכירה חוסך את המשא ומתן המורכב והמייגע עם כלל בעלי התביעות. אלו בדרך כלל מפוזרים ולא מאורגנים, שכן הם אינם

14 ראו: לעיל, ההפניות בהערת שוליים 5.

15 ראו: Douglas G. Baird, *The New Face of Chapter 11*, 12 AM. BANKR. INST. L. REV. 69, (2004) (ארצות-הברית); Stephen J. Lubben, *The "New and Improved" Chapter 11*, 71 (2004) Karin S. Thorburn, *Bankruptcy Auctions*: ; 93 KY. L.J. 839, 849 (2005) *Costs, Debt Recovery, and Firm Survival*, 58 J. FIN. ECON. 337, 342–43 (2000) David Hahn, *When Bankruptcy Meets Antitrust: The Case for Non-Cash Auctions in Concentrated Banking Markets*, 11 STAN. J. L. BUS. & FIN. 28, 30 (2005) (אירופה).

16 PETER C. FUSARO AND ROSS M. MILLER, WHAT WENT WRONG AT ENRON 178 (2002).

17 Douglas G. Baird, *Car Trouble* (Univ. of Chi. Law & Econ., Olin Working Paper: (No. 551, 2011).

18 Douglas G. Baird and Robert K. Rasmussen, *Chapter 11 at Twilight*, 56 STAN. L. REV. 673, 685–89 (2003) (המנתחים מקרה כזה).

19 Scott D. Cousins, *Chapter 11 Asset Sales*, 27 DEL. J. CORP. L. 835, 835–37 (2002) (חברות דוט.קום).

20 Paul Povel and Rajdeep Singh, *Sale-Backs in Bankruptcy*, 23 J.L. ECON. & ORG. 710, 710 (2007) (המעירים כי: "only a small fraction of bankrupt firms are actually reorganized and most firms (in particular, small firms) are sold, either as going concerns or piecemeal"). בשנת 2002, 56% מתיקי ה-Chapter 11 של תאגידים גדולים נסתיימו במכירה. ראו: Baird and Rasmussen (לעיל, הערה 18) בעמ' 675–676. ראו גם: Douglas G. Baird and Robert K. Rasmussen, *The End of Bankruptcy*, 55 STAN. L. REV. 751, 751–52, 786 (2002). עם זאת יש לציין כי יש המבקשים לתאר תמונה מאוזנת יותר של השימוש בהליכי פירוק ושיקום חברות, דהיינו ש-Chapter 11 משמש גם לארגון מחדש "קלאסי" וגם למכירת החברה. ראו: Lynn M. LoPucki, *The Nature of the Bankrupt Firm: A Response to Baird and Rasmussen's "The End of Bankruptcy"*, 56 STAN. L. REV. 645, 647 (2004) (הטוען כי גם בארצות הברית עדיין נפוץ מאוד השימוש בארגון מחדש "מסורתי" של מבנה ההון של החברה, שאינו כולל מכירה של החברה).

אלא אוסף של שחקנים – בנקים, ספקים, בעלי איגרות חוב, עובדים, לקוחות וכיוצא באלו נושים – שלעתים קרובות אין להם מכנה משותף לבד מנשייתם בחברה.<sup>21</sup> כאשר המתווה הוא של ארגון מחדש, המשא ומתן בין בעלי התביעות מתנהל בתנאי חוסר ודאות ניכרים, בעיקר בעניין שווי נכסיה של החברה כ"עסק חי". כך, כל גורם רלוונטי יכול להציג הערכת שווי בקשר לנכסי החברה גם אם הערכות השווי נוקבות בסכומים שאינם נמצאים לעת הזו כהון זמין לחלוקה בידי החברה, וגם אם הפערים בין הערכות השווי גדולים. כמובן, ההכרעה, או ההסכמה, מהו השווי ה"אמתי" תקבע כיצד יעוצב מחדש מבנה ההון של החברה.<sup>22</sup> לעומת זאת מתווה המכירה לצד שלישי פותר בדיוק שני קשיים אלו – המשא ומתן הרלוונטי מתנהל עם משקיעים חיצוניים בודדים, ולמעשה השוק מצמיד תג מחיר לשווי "העסק החי" של החברה. כלומר, בפני הנושים עומדות ההצעות שהמשקיעים החיצוניים מוכנים להשקיע, ואין בלתן. תהא הסיבה אשר תהא, העדפתו השיטתית של השוק את מתווה המכירה על פני חלופות אחרות, בעיקר כאמור

21 יש להעיר כי במקרים מסוימים אפשר שלאחר תושלם מכירת החברה, או מקבצים של נכסיה שיחדיו מייצרים "שווי עסק חי", עדיין תידרש הסכמה בין בעלי התביעות באשר לאופן חלוקת התמורה שהתקבלה מן המכירה. גם במקרה כזה צפוי משא ומתן מורכב ומתיש בין ריבוי בעלי התביעות נגד החברה, האמורים להתחלק בעוגה שעל פי רוב אינה גדולה דייה כדי להשביע את תביעות כולם. אולם יש לשים לב כי במקרה כזה להתמשכות המשא ומתן ולעלויות הכרוכות בו אין השפעה על ההחלטה באשר לאופן הקצאת נכסי החברה ומקסום התמורה היכולה להתקבל מהם. זאת ועוד, משא ומתן זה מתנהל בצל "תג המחיר" שהצמיד השוק לנכסי החברה באופן המבהיר מי מבעלי התביעות במדרג הנשייה יוכל להיפרע איזה חלק של תביעתו. כך, אם נכסי החברה נמכרו בסכום של עשרה מיליון ש"ח, ולחברה מצבת חובות המורכבת מחוב מובטח של תשעה מיליון ש"ח וחוב לא מובטח של שלושה מיליון ש"ח, ברור כי כוח המיקוח של בעלי החוב המובטח במשא ומתן על אופן חלוקת הסכום של עשרה מיליון ש"ח חזק בהרבה לעומת כוחם של בעלי החוב הלא מובטח או לעומת כוחם של בעלי המניות של החברה.

22 טלו דוגמה פשוטה: נניח שמצבת החובות של החברה כוללת חוב מובטח של שבעה מיליון ש"ח וחוב בלתי מובטח של שבעה מיליון ש"ח. נניח כי כדרך לשיקומה נבחר מתווה של ארגון מחדש של מבנה ההון והשליטה של החברה באופן הפשוט ביותר: המרת כל החוב למניות. בטבלה הבאה מתוארים תסריטים אפשריים שונים של חלוקת המניות בין בעלי התביעות, לפי שווי נכסי החברה:

# תסריט	שווי נכסי החברה (במיליוני ₪)	שיעור החזקותיהם של הנושים המובטחים בחברה המשוקמת	שיעור החזקותיהם של הנושים הלא מובטחים בחברה המשוקמת	שיעור החזקותיהם של בעלי המניות בחברה המשוקמת
1	3	100%	0%	0%
2	7	100%	0%	0%
3	10	70%	30%	0%
4	14	50%	50%	0%
5	16	43.75%	43.75%	12.5%
6	20	35%	35%	30%

ארגון מחדש של מבנה ההון, מבססת במידה רבה את הטענה כי מדובר במתווה שיש ביכולתו במקרים רבים לייצר ערך לבעלי התביעות נגד החברה. לטענה זו ניתן למצוא גם תימוכין אמפיריים.<sup>23</sup>

ראוי להעיר בהקשר זה כי בניגוד לטענה שנשמעה, ולפיה לא ראוי להשתמש בהליכי שיקום חברות כדי להשתלט על חברות,<sup>24</sup> נדמה כי מיצוי הפוטנציאל הטמון במתווה המכירה מבחינת בעלי התביעות (כקבוצה) דווקא מחייב לעתים יצירת מאבק על השליטה בחברה בין בעל השליטה הקיים לבין משקיעים חיצוניים.<sup>25</sup> אכן, אם המטרה היא השאת שווי הזכויות העומדות לבעלי התביעות נגד החברה, אין מנוס מחשיפת בעל השליטה הקיים בחברה ללחצים תחרותיים. כאמור, בתחרות הנוצרת על רכישת החברה בין המשקיעים לבין עצמם ובינם לבין בעל השליטה הנוכחי יש גם כדי לגרום לבעל השליטה להזרים הון עצמי נוסף לתוך קופת החברה – כאשר יש באפשרותו והוא מעוניין לשמר את שליטתו בחברה – או כדי למשוך השקעת הון גבוהה יותר ממשקיעים חיצוניים המעוניינים להתחרות על רכישתה.

השימוש במתווה הכלכלי של מכירת החברה נעשה נפוץ ויעיל יותר ככל שמתפתחים סביבו תנאי שוק מתאימים. בין היתר נדרשים משקיעים אשר יכולים לזהות זיהוי אפקטיבי חברות בקשיים עם פוטנציאל השבחה, אם על דרך הטיפול בצד הנכסים במאזן ואם על דרך הטיפול בצד ההתחייבויות וההון העצמי; מקורות מימון שמהם ניתן לגייס במהירות ובקלות הון לרכישת החברה שבקשיים; תנאים המאפשרים למשקיעים כאלו לשללל במהירות יחסית עסקה לרכישת החברה, לרבות מעטפת משפטית מתאימה,

23 ראו: Edith S. Hotchkiss and Robert M. Mooradian, *Acquisitions as a Means of Restructuring Firms in Chapter 11*, 7 J. FIN. INTERMEDIATION 240, 243–44 (1998) (תימוכין אמפיריים לכך שמיזוג עם חברה בקשיים מייצר בהמשך שיפור ניכר ברווחים תפעוליים).

24 ראו: דברי סגנית הנשיאה (בדימוס) ורדה אלשיך בכינוס בנושא "הסדרי חוב – המצב הקיים, המצב הרצוי", שלפיהם: "בעיניי זה דבר לא רצוי להעביר חברה במסגרת הסדר נושים, זה היפוך דיני חברות על הראש. מי שרוצה לרכוש חברה שיגיש בקשת פירוק ואז ישתלט עליה", כפי שהובאו בכתבתה של אפרת פרץ "ג'רמי בלנק: מה שעשינו באי.די.בי זה לא אישי הכל זה עסקים" גלובס (31.10.2013).

25 יש להבחין היטב בין שאלת פתיחת המאבק על השליטה בחברה בקשיים פיננסיים לבין שאלה משפטית שהתעוררה בפסיקתנו והיא אם לצורך הצעת רכש כופה של מניות ניתן לנקוט הליך של הסדר נושים לפי סעיף 350 לחוק החברות במקום ההליך המקובל של "מכירה כפויה של מניות", מכוח סעיפים 336–340 לחוק החברות. ראו: פר"ק (ת"א) 35560-08 בעניין סלע קפיטל נדל"ן בע"מ (פורסם בנבו, 2010) (להלן – עניין סלע קפיטל), שם ניתנה תשובה שלילית לשאלה זו בנוגע לחברה שלא היו חולקין כי היא סולבנטית, ואין חשש לאי-עמידה בהתחייבויותיה. הרשימה הנוכחית אינה מתייחסת לשאלה זו.

במיוחד אם החברה מצויה בהליך פירוק או הקפאת הליכים.<sup>26</sup> שוק כזה צריך להיות משוכלל דיו גם כדי לייצר תחרות בין השחקנים השונים בו, אשר מקובל להניח כי יש בה כדי להגדיל את סך הרווחה החברתית.<sup>27</sup> אכן, המפתח לתפקוד השוק ויכולתו לשפר את מצבם של כלל המשתתפים בו, כקבוצה, טמון בעצמת התחרות שתפתח בו בין השחקנים השונים. דא עקא, שבהקשר אחרון זה – של תחרותיות בשוק לרכישת חברות בקשיים – נתוני הפתיחה של המשק הישראלי מעוררים דאגה. נעמוד על כמה מן הבעיות הבולטות בו.

### 1. מיעוט משקיעים

כדי שתפתח תחרות מספקת על רכישת חברה בקשיים, דרושים משקיעים במספר מינימלי מסוים, שכל אחד מהם גם ייהנה ממידה נאותה של נזילות כספית. ניסיון החיים ועדויות אנקדוטליות מגלים כי בדרך כלל מתחרים על רכישת חברה בקשיים, בוודאי כאשר זו נקלעה להליך פירוק או הקפאת הליכים, רק מספר בודד של משקיעים. תופעה זו אינה ייחודית רק לישראל,<sup>28</sup> אך היא בוודאי מחריפה בה בשל גודלו הקטן היחסית של המשק הישראלי.<sup>29</sup>

מיעוט המשקיעים שמביעים עניין ברכישת חברה שבקשיים לא רק שאינו מעודד תחרות אלא אף מגביר את הפיתוי לפגוע באורח מתואם בתחרות. כך למשל אפשר ששני מתמודדים במכרז על רכישת החברה או נכסיה להחליט כי יגישו הצעות מתואמות, והזוכה יחלוק עם המפסיד את זכייתו.<sup>30</sup>

26 ראו: B. Espen Eckbo and Karin S. Thorburn, *Bankruptcy as an Auction Process: Lessons from Sweden*, 21 J. APP. CORP. FIN. 38, 39 (2009) (המתארים את התפתחותו בארצות הברית של שוק משני למסחר בתביעות חוב נגד חברות ציבוריות).

27 ראו: לעיל, הערה 11.

28 ראו: Philippe Aghion, Oliver Hart and John Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, 8 J.L. ECON. & ORG. 523, 527 (1992); Lynn M. LoPucki and Joseph W. Doherty, *Bankruptcy Fire Sales*, 106 MICH. L. REV. 1, 35 (2007) (מחקר המראה כי מתחרים בממוצע 1.6 משקיעים על רכישת החברה, וכי ב-58% מהמקרים רק משקיע אחד מגיש הצעה לרכישה).

29 מקרים לדוגמה שבהם התחרו רק שניים או שלושה משקיעים פוטנציאליים: בש"א (ת"א) 23812/04 (פ"ר 2160/04) המפרק הזמני של החברה הגיאוגרפית לטוילים בע"מ נ' הבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ (פורסמה בנבו, 2004) (להלן – עניין מפרק החברה הגיאוגרפית); פר"ק (ת"א) 2764-09 (בקשה מס' 7) קסטנבאום נ' חלק מבעלי המניות (פורסמה בנבו, 2010); פר"ק (מרכז) 25351-01-12 התחנה המרכזית החדשה בתל-אביב בע"מ נ' הכונס הרשמי (פורסמה בנבו, 2014) (להלן – עניין התמח"ת).

30 ראו, כדוגמאות: עניין מפרק החברה הגיאוגרפית, שם; פר"ק (ת"א) 2764-09 המפרק הזמני של חברת סנט דטקשן טכנולוגיות בע"מ נ' מארוס (פורסמה בנבו, 2011).

**2. מיעוט מקורות מימון**

מחקרים מראים כי לעתים קרובות אלו המבקשים להשקיע ברכישת חברה שבקשיים נדרשים להתבסס בעיקר על הונם העצמי ואינם יכולים לגייס מימון בשוקי ההון.<sup>31</sup> לתופעה של מיעוט מקורות מימון לרכישת חברות בקשיים ניתן לספק הסברים שונים. אחת הסיבות המוזכרות תדירות היא שלעתים קרובות המשקיעים המתמודדים על רכישת חברה בקשיים משתייכים לאותה התעשייה שאליה משתייכת גם החברה הנמכרת.<sup>32</sup> אכן, דווקא הם, בעזרת הידע המקצועי הייחודי שבו הם אווזים על הפעילות העסקית-הראלית של החברה שבקשיים, יכולים להעריך אם כישלונה הוא פיננסי בלבד או גם כלכלי.<sup>33</sup> משכך, במצבים שבהם התעשייה הרלוונטית כולה, ואולי אף המשק

31 ראו: Aghion, Hart and Moore (לעיל, הערה 28) בעמ' 527 (המדגישים את העלויות הגבוהות יחסית הכרוכות בגיוס מימון בשוקי ההון); LoPucki and Doherty (לעיל, הערה 28) בעמ' 10–9 (המסכמים ספרות בנושא).

32 ראו: LoPucki and Doherty (לעיל, הערה 28) בעמ' 29–28 (המציינים כי מתחריה של החברה שבקשיים הם המועמדים המסתברים ביותר להשקיע ברכישתה); Max Huffinan, Worlds in Collision: Merger Policy in Bankruptcy (Indiana University, Robert H. McKinney School of Law Research Paper No. 2013-17)(Available at SSRN 2022191)(2012).

33 בתורת המימון, ובעקבותיה בדיני שיקום חברות, מקובל להבחין בין כישלון פיננסי של פירמה לבין כישלון כלכלי. כישלון פיננסי משתקף בחוסר יכולתה של הפירמה לפרוע את חובותיה בהגיע מועד פירעונם. לעומת זאת כישלון כלכלי מלמד כי השאת שווי נכסי הפירמה מחייבת את פירוקה ואת מכירת נכסיה. ההנחה שביסוד דיני שיקום חברות היא כי פירמה עשויה להיכשל מן הבחינה הפיננסית מבלי להיות כישלון כלכלי. הטענה היא במקרים כאלו, שכמובן לעתים קשה מאוד לזהותם, היא כי כישלונה הפיננסי של הפירמה נובע מכך שקברניטיה קיבלו החלטות גרועות באשר לאופן מימון פעילותה, אך ארגון מחדש של מבנה ההון שלה – כגון במחיקת חוב או המרת חוב למניות – יאפשר לה לשוב לפעילות סדירה של הפקת רווחים באופן שגם יאפשר להפיק מנכסיה את שוויים כ"עסק חי", לעומת השווי שהיה ניתן להפיק מפירוקה ומכירת נכסיה. ראו: Douglas G. Baird, *Bankruptcy's Uncontested Axioms*, 108 YALE L.J. 573, 580–81 (1998) בקיצור, כאשר ניתן לזהות ולקבוע כי הבעיה בהתנהלות הפירמה, שבעטייה נקלעה לקשיים פיננסיים, נובעת מבעיה אינהרנטית בנכסים שבמאזנה, הרי שכישלונה של הפירמה הוא כלכלי. לעומת זאת כאשר ניתן לזהות ולקבוע כי הבעיה בהתנהלות הפירמה נובעת מצד מקורות המימון במאזנה, הרי שכישלונה הוא פיננסי. יש לשים לב כי ייתכן גם שמצבה של הפירמה משקף כישלון כלכלי חלקי. כישלון כלכלי חלקי הוא כישלון שאמנם מקורו בצד הנכסים במאזנה של הפירמה, אך שינוי הקסוגני – כגון במצב הכלכלה או בטעמי הצרכנים – עשוי להפוך את פעילותה של הפירמה בנכסיה לפעילות רווחית. לדוגמה לכישלון כלכלי חלקי ראו: פש"ר (ת"א) 2808/09 נאות הפסגה מודיעין עילית בע"מ נ' נאמן למחזיקי האג"ח (פורסמה בנבו, 2009) (תיק חדלות פירעון של חברה קבלנית ש"הגורם לכשלון עסקיה הינו אחד וברור – החלטה לבנות על אותו תוואי קרקע [שעליו ביקשה להקים מיזם בנייה] את גדר ההפרדה: החלטה, אשר הפכה למעשה חלוטה מכל הבחינות – מלבד האפשרות כי תהפך או תצומצם משמעותית בבית המשפט הגבוה לצדק[...]" אכן, אם תתבטל החלטת הרשויות להשתמש בתוואי הקרקע שעליו ביקשה החברה הקבלנית לבנות לצורך הקמת גדר ההפרדה, באחת תשוב החברה ותוכל להקים את מיזם הבנייה, שהוא כשלעצמו רווחי).

בכללותו, סובלים ממיתון או ממצוקת אשראי (שקלעו את החברה הנמכרת לקשיים פיננסיים), ממילא חשופים לה גם המשקיעים הפוטנציאליים ברכישת החברה שבקשיים.<sup>34</sup> אף הם יסבלו לעתים ממצוקה מימונית חרף רצונם לרכוש את החברה העומדת למכירה.

סיבה אפשרית נוספת שניתן להעלות על הדעת למיעוט מקורות המימון המוצעים בשוק היא הסיכון הרב יחסית שעלול להיות טמון בהשקעה בחברה בקשיים. אכן, לא לשווא נתפסת ההשקעה בחברה בקשיים כתחום השקעות נפרד ומתמחה, ויש המנסים לפתח בו מומחיות, ללא קשר למומחיותם בתעשייה או בענף שבהם פועלת החברה שבקשיים או להכרתם את אלה.<sup>35</sup>

### 3. לוח זמנים דוחק

מכירת חברה שבקשיים מתנהלת בדרך כלל בלוח זמנים תובעני וקצר. בעלי התביעות מעוניינים לקבל את כספם מהר ככל שניתן, משום שכל יום שחולף מגדיל את הפסדיהם בשל מעורבותם העסקית עם החברה שנקלעה לקשיים. בניגוד למכירת נכסים אשר אינה מתבצעת במצב של קשיים פיננסיים, מכירת חברה שבקשיים אי אפשר לדחות גם אם המשק כולו, או הענף, מצויים במיתון או סובלים ממצוקת אשראי, וזו אינה תקופה טובה למכירת נכסים. החלופה למכירת נכסי החברה כ"עסק חי" היא מכירתם בנפרד, כלומר פירוק החברה, ולכן משקיעים היודעים כי אם הנכס לא יימכר להם הוא יימכר לפי הערך הנמוך של שווי פירוק, מציעים עבור "העסק החי" מחירים נמוכים מלכתחילה. אלא שאי אפשר להשתמש נגדם באסטרטגיה של השהיית המכירה כדי לגרום להם להעלות את הצעותיהם.<sup>36</sup> לכך מצטרפת לעתים גם מגבלה פורמלית על התקופה שבה ניתן לנהל את מאמצי המכר במסגרת ההליך הקולקטיבי, כגון המגבלה של תשעה חודשים במקרה של

<sup>34</sup> ייתכנו מקרים שבהם ההקלה השלטונית תאפשר לעסק הנתון בקשיים מרווח נשימה, וכך לאחר זמן־מה יוכל לפעול ולהפיק רווחים גם בלא ההקלה.

<sup>35</sup> ראו: Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, *Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach*, 47 J. FIN. 1343, 1358 (1992) (המעירים כי כאשר חברה נקלעת לקשיים, תכופות גם מתחריה נקלעים למצוקה פיננסית במידה זו או אחרת, באופן המשפיע על התמורה שהחברה שבקשיים יכולה לקבל עבור נכסיה). ראו גם: Yaad Rotem, *What Is Missing in Corporate Bankruptcy Theories? Revisiting the Efficiency Rationale*, 39 ISR. L. REV. 180, 209 (2006).

<sup>36</sup> טלו כדוגמאות את קרן FIMI (First Israel Mezzanine Investors Fund), קרן FITE (First Israel Turnaround Enterprise), קרן "גדעון", קרן SKY.

<sup>37</sup> ראו: בש"א (ת"א) 24194/06 (פש"ר 2411/04) מנהל מיוחד לביצוע הסדר נושים של חברת יעד הנדסה ובנין גדעון פריזר בע"מ נ' יעד הנדסה ובנין גדעון פריזר בע"מ (פורסמה בבנו, 2007). אסטרטגיה כזו מנסה לשכנע את המציע כי כדאי לו להגדיל את סכום הצעתו, שאם לא כן המכירה לא תאושר.

הקפאת הליכים שקובע החוק.<sup>37</sup> על רקע זה גם ניתן להבין את התופעה החוזרת ונשנית של בית משפט של חדלות פירעון המסרב לאשר מכירה של נכסי חברה שבקשיים לקונה זה או אחר ומפעיל על הקונה לחץ, במישרין ובעקיפין, על מנת שזה ישפר את הצעתו.<sup>38</sup> במקרים אלה בית המשפט למעשה מפעיל בעצמו כוח מיקוח שבמצב רגיל היה לחברה אלא שכעת אין לה בגלל לחץ הזמנים.

נושים מובטחים – במיוחד אם הם מובטחים ביתר – מפעילים אף הם לחצים למכירה ב"מימוש מהיר"<sup>39</sup> של נכסי החברה המשועבדים להם כדי להיפרע את חובם תוך שהם אדישים להפרש בין סכום החוב המובטח לבין הערך שיתקבל ממכירת הנכס המשועבד, שהלוא מהפרש זה ממילא צפויים ליהנות רק הנושים הלא מובטחים.<sup>40</sup> לנושה מובטח כזה יש לעתים מנופי לחץ לא מבוטלים גם על החברה וקברניטיה – או על בעל התפקיד שמינה בית המשפט – בין היתר מכיוון שהנושה המובטח הזה מממן את תקופת השיקום של החברה,<sup>41</sup> ובישראל מכיוון שבעל התפקיד שבית המשפט מינה לחברה – למשל נאמן בהקפאת הליכים – הוא לעתים מי שהחל את מעורבותו בעניינה של החברה כנציגו של הנושה המובטח (וחפץ לעבוד עם האחרון גם בעתיד). יש מצבים שבהם לבעל התפקיד שממנה בית המשפט כדי לנהל את החברה יש אינטרס לשתף פעולה עם מכירה על דרך מימוש מהיר של נכסי החברה, וזאת כדי להימנע מן הצורך להשקיע משאבים מקופת החברה המדולדלת בשיווק נכסי החברה למשקיעים

37 שם, בפסקה 4 להחלטתה של סגנית הנשיאה ורדה אלשיך. ראו גם: סעיף 350ב(1) לחוק החברות.

38 ראו למשל: פרשת סלטי שמיר: יצחק דנון "נאמני סלטי שמיר: ההצעה הגבוהה ביותר – רבע משווי ציוד המפעל" גלובס (23.1.2006); יצחק דנון "קבוצת עמירם היא זכתה בהתמחרות על רכישת סלטי שמיר תמורת 2.7 מיליון שקל" גלובס (24.1.2006); יצחק דנון "אלשיך החליטה: קבוצת גיא-דרייזין היא הרוכשת של סלטי שמיר תמורת 3.75 מיליון ש"ח" גלובס (26.1.2006).

39 מימוש מהיר הוא מכירה של הנכס בהליך קצר ומהיר יחסית תוך העדפת מכירה וקבלת תמורת הנכס במהירות על פני האפשרות להקדשת זמן טרם המכירה כדי להתמודד עם קשיי שוק שונים: מיעוט קונים בשל היעדר פעולות שיווק, מיתון וירידת מחירים בשוק או בענף, וכך הלאה.

40 ראו: Harvey R. Miller and Shai Y. Waisman, *Is Chapter 11 Bankrupt?*, 47 B.C. L. Rev. 129, 173 (2005). לנושה שסכום החוב המובטח לו הוא מיליון דולר אין כל תמריץ להסתכן בסיכון הגלום בדחיית מכירת הנכס, אם מתקיימים התנאים האלה: (1) אפשר למכור את הנכס במימוש מהיר לקונה המופיע ומציע סכום של מיליון דולר תוך שהוא קובע מועד לפקיעת הצעתו; (2) ניתן לעכב את המכירה כדי לנסות ולקבל מחיר גבוה יותר עבור הנכס על ידי פעילות שיווק ופרסום של הנכס, וזאת באופן שהעיכוב יניב, בהסתברות שווה, מיליון ומאתיים אלף דולר או שמונה מאות אלף דולר.

41 ראו: Douglas G. Baird and Robert K. Rasmussen, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, 87 VA. L. REV. 921, 957–58 (2001).

פוטנציאליים או מן הצורך להתמודד עם התנגדויות מצד נושים.<sup>42</sup> יש המתארים מקרים שבהם בעל התפקיד משתף פעולה עם קונה מסוים המעוניין לרכוש במסגרת מכירה במימוש מהיר, מכיוון שהקונה מבטיח לבעל התפקיד תעסוקה בעתיד.<sup>43</sup> יש גם מצבים שבהם מופיע קונה המציע לרכוש את נכסי החברה במחיר נמוך יחסית ומצמיד להצעתו מועד פקיעה ונדרשת אפוא החלטה מהירה – מכירה במחיר הנמוך המובטח או הימור על ניסיון לקבל מחיר גבוה יותר בעתיד.<sup>44</sup> מכירה של נכסי החברה במהירות, אולי רבה מדי, בתנאים שאינם אופטימליים, מכונה בספרות Fire Sale, וידועה לשמצה כמשמדת ערך, מנקודת מבטם של כלל בעלי התביעות נגד החברה. זאת, משום שמכירה כזו אינה מעניקה לחברה המצויה בקשיים, או לבעל התפקיד שמונה לה – במיוחד ככל שהחברה גדולה יותר – שהות מספקת לשווק את עצמה או את נכסיה בקרב משקיעים פוטנציאליים, לשכנעם בפוטנציאל העסקי הגלום בה ולעורר עניין ותחרות סביב רכישתה.<sup>45</sup>

#### 4. מחסור במידע

בשל התנאים המורכבים שבהם מתבצעת מכירה של חברה שבקשיים, ובמרכזם סד הזמנים הלוחץ, לעתים קרובות השוק אינו מקבל מידע מספיק על החברה כדי שיוכל

42 ראו: LoPucki and Doherty (לעיל, הערה 28) בעמ' 12, 32–37. במילים אחרות, למאמץ למכור את נכסי החברה שלא במימוש מהיר יש עלויות.

43 ראו: LoPucki and Doherty (לעיל, הערה 28) בעמ' 35.

44 ראו: עניין התמח"ת (לעיל, הערה 29) בפסקה 11 וכן פש"ר (ת"א) 1371-01 זפיר נ' מבנד פאנלים מבוודים לבניה (1990) בע"מ (פורסמה בנוב, 2001). לעתים הפעלת הלחץ היא בעקיפין: כך למשל באותה פרשה המציעה הרלוונטית הבהירה כי היא מעוניינת לסיים את העסקה בתוך פרק זמן קצר, ואף שלא הציבה תאריך פקיעה להצעתה, היא הציבה כתנאי דרישה שלא ייערך משא ומתן עם צדדים שלישיים עד למתן החלטתו של בית המשפט בעניינה. ניתן להציע כמה סיבות אפשריות לתופעה זו, התואמות גם נסיבות שונות. למשל, אפשר שמדובר בניסיון לגיטימי של שחקן שוק לנצל את מצוקתה הפיננסית של החברה כדי לרכוש את נכסיה במחיר זול, ואפשר גם שהקונה משתף פעולה עם בעל השליטה בחברה כדי "לדחוק החוצה" את הנושים הלא מובטחים (על כך להלן, הערת שוליים 55 והטקסט שלידה).

45 ראו: Edith S. Hotchkiss, Kose John, Robert M. Mooradian and Karin S. Thorburn, *Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress*, in HANDBOOK OF CORPORATE FINANCE: EMPIRICAL CORPORATE FINANCE 235, 246–47 (B. Espen Eckbo ed., 2008) (הדנים בתימוכין אמפיריים לתופעה של נושים הכופים מכירה מוקדמת של נכסי החברה שבקשיים); George W. Kuney, *Hijacking Chapter 11*, 21 EMORY BANKR. DEV. J. 19, ; (2004) 69–70 (המדגיש את הבעיות הנוצרות כשניתנת שליטה לנושה המובטח בחברה שנקלעה להליך חדלות פירעון); Todd C. Pulvino, *Do Asset Fire Sales Exist? An Empirical Investigation of Commercial Aircraft Transactions*, 53 J. FIN. 939, 973 (1998) (המתאר השמדת ערך לבעלי התביעות).

להעריך את שווי נכסיה.<sup>46</sup> כך למשל ההלכות שנקבעו בדיני חדלות הפירעון בנוגע ל"פתיחת מכרז מחדש" – ובעיקר משום שפתיחה שכזו תבוצע במקרים חריגים בלבד<sup>47</sup> – באו לעולם על רקע מציאות שבה מכרזים רבים נסגרים אך אז מגיע מציע חדש ובידיו הצעה טובה יותר. מציאות זו היא תולדה של מחסור במידע על החברה ועל שווי נכסיה. גורם אשר מעוניין להציע לרכוש חברה בקשיים מתקשה להעריך את שווייה, ועל כן הוא ממתין להליך המכרז ולבחירת ההצעה הזוכה כדי לראות כיצד גורמים אחרים בשוק מעריכים את החברה. המכרז שמתנהל וההצעות שמוגשות במסגרתו הם "איתות" לשוק ולשחקנים בו בדבר הערכת משתתפי המכרז את כדאיות ההשקעה ואת שווייה, ובכך המכרז עצמו מייצר מידע על החברה שלא היה נגיש קודם לכן.

## 5. ניגודי העניינים של בעל השליטה

### (א) בחברה בודדת

הבעיות המאפיינות את יחסיהם של בעלי שליטה עם בעלי תביעות אחרים – בעיקר בעלי מניות מיעוט – בעתות שבהן התאגיד שבו השקיעו כשר פירעון ומקיים את חיוביו

46 ראו: Hotchkiss and Mooradian (לעיל, הערה 23) בעמ' 243 (המספקים תימוכין אמפיריים לטענה שנוצר לעתים אף כשל שוק של א-סימטריה במידע). לדוגמה ראו: עניין התמח"ת (לעיל, הערה 29) בפסקה 49.

47 ראו: ע"א 509/00 לוי נ' ברכה, פ"ד נה(4) 410 (2001), המזכיר הלכות שנקבעו בדבר "פתיחת" מכרזים במכירות בהוצאה לפועל ועל ידי מפרקי חברות וקובע: "התערבותו של בית-המשפט בהסכם מכר שנקשר עם זוכה בהליך תקין והוגן ובתמורה סבירה והמרתו בזוכה אחר שהצעתו גבוהה יותר הן נדירות וחריגות ביותר ויעשו בנסיבות מיוחדות בלבד. במסגרת התערבות זו על בית-המשפט לשקול זו כנגד זו את התועלת הצפויה לקופת פשיטת הרגל מול פגיעה אפשרית בצדדים שלישיים וכן את העניין הקיים בביטחון ההליכים של פשיטת הרגל ולאזן כראוי בין אינטרסים נוגדים מסוג זה העלולים להיווצר. כן עליו לשקול את המשמעות העלולה להתלוות לפגיעה בצד השלישי מבחינת ההשפעה ארוכת הטווח על הליכי מכירה, על נכונות מציעים להגיש הצעות ומבחינת השלכה של כל אלה על תקינותם ויעילותם של הליכי כינוס הנכסים ומכירתם. על יסוד כל אלה ניתן לומר, כי צד שלישי המתקשר בהסכם עם הנאמן אמנם מודע לכך כי ההסכם עמו עדיין טעון אישור בית-המשפט וכי תוקפו הסופי מותנה באישור כזה, אולם הוא רשאי לצפות לכך כי בחינת ההסכם לצורך אישור כאמור תיעשה במסגרת אמות-המידה שפורטו לעיל, וכי בית-המשפט ייתן את דעתו בשיקוליו על כל הצדדים המעורבים במימוש הנכסים, וצדדים שלישיים בכלל זה". בית המשפט הוסיף כי כאשר קיים הנאמן הליך בעל אופי מכרזי, אין להוציא מכלל אפשרות כי בנסיבות חריגות ביותר ייתכן שהיה מקום להיזקק להצעה מאוחרת אם ניתן הסבר מניח את הדעת לאיחור ובהינתן משמעות כלכלית מיוחדת להצעה החדשה, ובכפוף לכך שהייתה ניתנת למציעים אחרים הזדמנות להשוות את הצעותיהם, ומקום שלא היה בכך משום פגיעה מהותית בציפייה לגיטימית של צד שלישי שהספיק בינתיים להתקשר עם הנאמן בחוזה מכר.

במועדם מוכרות היטב.<sup>48</sup> ביחסים עם נושי החברה כאשר היא אינה נתונה בקשיים, בעל השליטה אינו נתפס כבעל אינטרס שונה מזה של יתר בעלי המניות אלא אם כן הוא גם נושה של החברה, למשל אם העניק לה הלוואת בעלים, ולכן מקובל להתייחס לבעיות במישור היחסים שבין בעלי המניות כולם לבין נושי החברה.<sup>49</sup> פחות מוכרות, לפחות במשפט הישראלי, הן הבעיות המאפיינות את פעילותם של בעלי שליטה בחברות שנקלעו לקשיים פיננסיים ואת יחסיהם עם בעלי התביעות נגד החברה, בין שנפתח בעניינן של חברות אלו הליך חדלות פירעון פורמלי – פירוק או הקפאת הליכים – בין שלא. על נושא זה טרם ניתנה הדעת די הצורך במשפט הישראלי.

אין מחלוקת כי בדרך כלל לבעל השליטה, שמכוח מניותיו הוא (וכמוהו יתר בעלי המניות) בעל זכות שיווית בלבד בנכסי החברה, אינטרס שונה של נושיה, בוודאי בשלב שבו החברה נקלעת לקשיים פיננסיים.<sup>50</sup> כך למשל אפשר שבעל השליטה יהיה מעוניין בהשקעת נכסי החברה באופן שיש בו כדי להזכיר "הימור", כלומר תוך נטילת סיכונים עסקיים מרחיקי לכת מנקודת מבטה של החברה, בשל הסיכוי להרוויח סכום גדול יותר של כסף אם הפעילות המסוכנת תצלח.<sup>51</sup> זאת מתוך תקווה כי אירוע חיובי, גם אם ההסתברות להתרחשותו נמוכה מאוד, יהפוך את המצב והחברה תחליץ מקשייה הפיננסיים, והוא ימשיך לשלוט בה כבעבר. בהקשר המשפטי הישראלי אפשר שבעל השליטה יהיה מעוניין בהרחקת החברה מהליך פירוק כדי למנוע נבירה של המפרק בעברה של החברה ובסיבות שהביאו לקריסתה – נבירה שעלולה להתגלגל להגשת תביעה אישית נגד בעל השליטה (אולי גם בכובעו כנושא משרה בחברה).<sup>52</sup> מתווה כלכלי של ארגון מחדש יכול לאפשר לחברה שנקלעה לקשיים פיננסיים להמשיך את פעילותה כ"עסק חי", ולבעל השליטה ליהנות בעתיד במידה כלשהי מהשקעתו בחברה אם הוא נשאר בעל מניות, ואולי אף לשמר את השליטה בה. לעומת זאת במתווה כלכלי של מכירת נכסי החברה כ"עסק חי" בעל השליטה על פי רוב "יוצא מן התמונה", מאבד

48 ראו: זוהר גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקצ'יה – חיבורי משפט 239, 266–274 (1996).

49 שם, בעמ' 260–266.

50 ראו: אלעזר ברקוביץ "פשיטת רגל" הגישה הכלכלית למשפט 887, 907 (בעריכת אוריאל פרוקצ'יה, 2012). כך למשל כשחברה נתונה בהליך שיקום, ונדרש כינוס של אספות בעלי התביעות לצורך אישור הסדר נושים במובן סעיף 350 לחוק החברות, בעלי המניות יכונסו כאספת סוג נפרדת.

51 לקליטת רציונל זה בפסיקה הישראלית ראו למשל: פש"ר (ת"א) 12230-04-12 (בקשה מס' 30) בעניין דלק נדל"ן בע"מ (פורסמה בנבו, 2013), בפסקה 4 להחלטת סגנית הנשיאה ורדה אלשיך.

52 ראו: סעיפים 373–374 לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג–1983. אפשרות נוספת היא שבעל השליטה ינסה להביא את החברה להסדר נושים שבמסגרתו תותר החברה על זכויות תביעה – אם יש לה כאלה – כלפי בעל השליטה.

סופית את השקעתו בחברה ואינו צפוי ליהנות באופן זה או אחר מתמורת המכירה.<sup>53</sup> במצב דברים זה, ניגוד העניינים בין בעל השליטה לבין נושי החברה מחריף מאוד.<sup>54</sup> כך, לעתים לבעל השליטה יש אינטרס "למשוך זמן" ולמנוע את מימוש נכסי החברה, אם הוא אינו שואף להשתתף בתחרות על רכישתה, דווקא כאשר הנושים מעוניינים לקדם מתווה זה. בעל השליטה עשוי להיות מי שערב אישית לחובות החברה כלפי מי מנושיה, ומימוש נכסיה עלול להיות לא רצוי בעיניו. שכן מימוש הנכסים יותיר בקופת החברה סכום כסף סופי באופן שמגבש גם את שיעור חברותו מכוח ערכותו האישית.

במקרים רבים בעל השליטה דווקא מעוניין לרכוש מחדש את מניות החברה או את נכסיה, אך זאת תוך שבדרך הוא "נפטר" מחלק, או מכל, חובות החברה לנושיה.<sup>55</sup> בהקשר זה, לעתים בעל השליטה ישאף להשתמש בכוחו כדי לסלול, מתוך החברה, דרך בשביל "אביר לבן", כלומר בשביל קונה מסוים מבין כלל המתחרים על רכישת החברה, שבעל השליטה סבור כי ישתף עמו פעולה בעתיד. בעל השליטה עשוי לחפוף כי אותו קונה הוא שיזכה לרכוש את החברה או את נכסיה, גם אם התמורה שמציע קונה זה לנושי החברה אינה הגבוהה ביותר.<sup>56</sup> המציאות מלמדת כי במקרה כזה בעל השליטה עשוי אף לנקוט מהלכים שיבטיחו כי אותו "אביר לבן" ישתתף בתחרות על רכישת החברה שבקשיים רק באמצעות בעל השליטה.<sup>57</sup> אך מובן הוא כי הסדר כזה עלול לפגוע בחלקם של נושי החברה, משום שיש בו כדי להקצות לבעל השליטה נתח מן העוגה העומדת לחלוקה.

פוגענית, אולי אף יותר, מתסריט "האביר הלבן" היא האפשרות שבעל השליטה עצמו יופיע בזירה כקונה המתחרה על רכישת החברה, אך יעשה כן במסווה, כגון בעזרת חברת "קש" או איש "קש".<sup>58</sup> מצב זה, המכונה בספרות הכלכלית Sale Back, נתפס

53 למעט במצב שבו רכישת החברה תוכננה להשאיר אותו בעל שליטה בחברה, למשל כאשר בעל השליטה הוא הרוכש או חלק מקבוצת רוכשים של החברה, או אם הרוכש פועל מטעמו מתוך הבנה שיאפשר לבעל השליטה להישאר כזה בחברה גם לאחר הרכישה, כפי שיפורט מיד.

54 כמובן, אילו היה הדין מרחיק את בעל השליטה מזירת האירועים ומפעילות במסגרת החברה, לא היה צורך לדון בניגודי העניינים האפשריים שלו ובנזקים הנגרמים בעטיים. אלא שזו בוודאי אינה עמדת הדין כלפי כל חברה שנקלעה לקשיים פיננסיים. על כך ראו להלן: פרק ב.4.

55 ראו: רע"א 8559/11 תמיר נ' נובה ארנה (בפירוק) בע"מ (פורסמה בנבו, 2011).

56 ראו: (In re River Road Hotel Partners, LLC, 651 F.3d 642, 651 (7<sup>th</sup> Cir., 2011).

57 ראו: חן מענית ואפרת פריץ "עו"ד כספי מודה בסעיף הכובל מול משקיעים באי.די.בי" גלובס (14.8.2013). לפי המדווח בכתבה עו"ד רם כספי, אשר ייצג את אי.די.בי, הודה כי נכלל סעיף כובל במזכר הבנות עם משקיע פוטנציאלי בחברה, שלפיו קבוצת המשקיעים והקשורים בה יתחייבו לא להגיש הצעה נוגדת ו/או להתחרות בנוחי דנקנר – בעל השליטה באי.די.בי אחזקות – בקשר לרכישת החברה ו/או אי.די.בי פיתוח.

58 ראו: Povel and Singh (לעיל, הערה 20) בעמ' 711 (המתעדים את שכיחות התופעה); Per Stromberg and Karin S. Thorburn, *An Empirical Investigation of Swedish Corporations*

בדרך כלל כלא רצוי. יש הטוענים כי בהשתתפות אנשי פנים של החברה, לרבות בעל השליטה, בתחרות על רכישה יש כדי לאותת למשקיעים מבחון על שווים האמתי של נכסי החברה ועל כדאיות רכישתם.<sup>59</sup> לעומת זאת אחרים סבורים כי השתתפות בעל השליטה בתחרות על רכישה החברה שבקשיים מזיקה מכיוון שהיא "מצננת" את התחרות בין כלל המשקיעים: ראשית, לבעל השליטה גישה למידע שלעתים אי אפשר לחשוף בפני משקיעים מבחון, או מן הסוג שאי אפשר לוודא את אמתותו. טלו כדוגמה סודות מסחריים של החברה, תהליכי מו"פ שהיא מקדמת בסודיות או אפילו מצב שבו החברה היא צד להסדר כובל (האסור לפי החוק אבל עדיין יכול להיות בעל שווי לבעלי התביעות נגד החברה). במצב כזה יש אפשרות שבעל השליטה יסתיר מידע זה במכוון ממשקיעים חיצוניים, הגם שגילוי המידע עשוי להניב הצעות גבוהות יותר לרכישת החברה. צד אחר של המטבע יכול להיות שמשקיעים חיצוניים יחששו להתמודד על רכישה החברה עם בעל השליטה דווקא בשל פערי המידע שלהם לעומתו.<sup>60</sup> שנית, כאשר משקיעים חיצוניים ניגשים לתחרות על רכישה חברה בקשיים, או נכסיה, כשהם יודעים שיש הסתברות מסוימת שבעל השליטה מתחרה בהם במסווה, כגון באמצעות אנשי "קש", הם עלולים לחשוש מפני... זכייה בתחרות זו! תופעה זו ידועה כגרסה של "קללת המנצח" (The Winner's Curse): המשקיעים החיצוניים חוששים שהצעה גבוהה, שתזכה אותם בנכסי החברה בגברם על בעל השליטה, תהא למעשה הצעה מוגזמת ולא מוצדקת מבחינה כלכלית. כדי להימנע מכך, המשקיעים החיצוניים נרתעים מלכתחילה מלהשתתף בתחרות על רכישה החברה או שהם משתתפים תוך הגשת הצעות נמוכות במיוחד, כלומר כאלו שאין ספק שהן משקפות מחיר הולם עבור הנכס).

59 (1996) in *Liquidation Bankruptcy*, in EFI RESEARCH REPORT 31, 33–34 (מדווחים על תוצאות מחקר שנעשה בשוודיה, שמהן עולה כי כ-54% מן המקרים שבהם חברות בקשיים נמכרו כ"עסק חיי" היה הקונה שותפות בין אנשי פנים בתאגיד לבין נושים, ושותפות זו גם הייתה המציע ביחיד במכרז לרכישת החברה בכ-76% מן המקרים); Per Stromberg, *Conflicts of Interest and Market Illiquidity in Bankruptcy Auctions: Theory and Tests*, 55 J. FIN. 2641, 2643 (2000) (הטוען לשכיחות התופעה); Eckbo and Thorburn (לעיל, הערה 26) בעמ' 11 (המתעדים השתתפות של קואליציות בין נושים ומנהלים בחברה במכרזים לרכישת חברות בקשיים). לדוגמה ישראלית ראו: בש"א (ח"י) 12958/07 (פש"ר 449/00) סקוברוניק נ' כונס הנכסים הקבוע של סיבל נהריה בע"מ (בכינוס נכסים) (פורסמה בנבו, 2007).

59 Hotchkiss and Mooradian (לעיל, הערה 23) בעמ' 556–557 (טוענים כי השתתפותו מעלה את המחיר שבו נמכרים נכסי החברה).

60 ראו והשוו: עניין התמח"ת (לעיל, הערה 29) בפסקה 49.

סיכומו של-דבר, ניגודי העניינים של בעל השליטה פוגעים בתחרות על רכישת נכסי החברה, ובעקפיין גם בנושי החברה, כאשר חרף הנזקים הפוטנציאליים הכרוכים בפעילותו בעל השליטה אינו נרתע מלהמשיך ולפעול כדי לקדם את עניינו האישי.

### (ב) בפירמידה (חדלות פירעון "רב-שכבתית")

ניגודי העניינים של בעל השליטה מעמיקים עוד כאשר מדובר בבעל שליטה בפירמידה של חברות שנקלעו לקשיים פיננסיים. הבניית פירמות במתכונת משפטית של פירמידה גוררת עמה כידוע כמה בעיות, לרבות בעיות נציג (agency problems), בעיות שקיפות במקרים של חברות ציבוריות, קשיים רגולטוריים, ריכוזיות ופגיעה בדמוקרטיה.<sup>61</sup> אולם במצב של "חדלות פירעון רב-שכבתית", כלומר כאשר כמה משכבות בפירמידה נקלעות בעת ובעונה אחת לקשיים פיננסיים, מתעוררים קשיים ייחודיים.

כך, ההפרדה המשפטית בין החברות בפירמידה יוצרת למעשה חיץ בין נושים שהם לכאורה מאותה דרגה – לא מובטחים – ואף אמורים להיפרע מאותו מאגר נכסים ראלי, שבתחתית הפירמידה. נושים אלו הופכים במקרים מסוימים להיות בעלי אינטרסים מנוגדים. כך למשל אפשר שנושים של חברה בשכבה גבוהה בפירמידה יהפכו להיות בעלי מניות בחברת הבת שלה, ונושי חברת הבת ימשיכו להיות נושים ואף ליהנות מעדיפות על עמיתיהם הנושים בקומה העליונה. זאת ועוד, בסיטואציה מסוימת נושי הקומה הנמוכה עשויים להפוך לבעלי מניות בחברה באופן שמנתק את נושי הקומה העליונה מן היכולת ליהנות באופן כלשהו מנכסי החברה בקומה הנמוכה. באמצעות

61 ראו: אסף חמדני "ריכוזיות השליטה בישראל – היבטים משפטיים" מחקר מדיניות 78, 20–28 (המכון הישראלי לדמוקרטיה, תש"ע). חמדני מצביע במאמרו על בעיות שונות שמבנים תאגידיים פירמידאליים וריכוזיות שליטה יכולים לגרום. בין היתר טוען חמדני כי פירמידות שליטה יוצרות פלטפורמה נוחה להפעלת השפעה פוליטית. הוא מצייין כי מבנה הבעלות של תאגידיים בישראל מאפשר למספר קטן של משפחות לשלוט במרבית הפעילות הכלכלית במשק. חמדני מצביע על החשש שהעצמה הכלכלית תביא אתה השפעה פוליטית ועל החשיבות שבהסדרת יחסי הון-שלטון (שם, בעמ' 15 וכן בעמ' 30–34). בשנת 2013 פורסם חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד–2013 (להלן – חוק הריכוזיות). החוק פורסם בעקבות עבודתה של הוועדה להגברת התחרותיות במשק, שמונתה לבחון את דרכי ההתמודדות עם חלק מהבעיות המבניות שקיימות במשק הישראלי. על פי האמור בהצעת החוק: "עמדת הוועדה היא כי המשק בישראל מתאפיין בריכוזיות על-ענפית יתירה בהשוואה לשווקים אחרים ברחבי העולם. ריכוזיות זו מתבטאת, בין השאר, בכך שמספר מצומצם של אנשי עסקים שולט בשיעור ניכר של נכסים ריאליים ופיננסיים במשק. שליטה זו מושגת בחלק ניכר מהמקרים באמצעות קבוצות עסקיות המסודרות במבנה פירמידאלי. המבנה הריכוזי מעורר חשש לפגיעה באיתנות המערכת הפיננסית, לפגיעה בתחרות העסקית ואף לפגיעה בציבור החוסכים, בבעלי מניות המיעוט בחברות הציבוריות ובמחזיקי איגרות חוב בחברות איגרות חוב" (הצעת חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ב–2012, הצעות חוק ממשלה 706, 1084).

ההפרדה הפירמידאלית של מבנה ההון של הפירמה, לבעל השליטה בפירמידה מתאפשר לתקוע טריז בין נושים שהם למעשה מאותו סוג ולהפוך אותם לבעלי אינטרסים מנוגדים. כך למשל אפשר שנושי הקומה העליונה יעדיפו הערכות שווי אופטימיות יותר של נכסי הפירמידה (בקומות הנמוכות) כדי להותיר לעצמם סיכוי להיפרע איזה חלק מן החוב המגיע להם. בכך מסייעים נושי הקומה העליונה לבעל השליטה במאבק עם נושי הקומות הנמוכות, שיעדיפו כמובן הערכות שווי פסימיות יותר של שווי הנכסים המצויים בקומות הנמוכות. במילים אחרות, באמצעות ההפרדה הפירמידאלית מצליח בעל השליטה לגייס למעשה חלק מן הנושים לתמוך בעמדתו כנגד נושים אחרים, באופן המאפשר לו למשל לקדם הערכת שווי גבוהה יותר (ואולי לא מציאותית...) של שווי הנכסים במורד הפירמידה.<sup>62</sup>

### **ב. הגברת התחרות על רכישת החברה – ניתוח פוזיטיבי ונורמטיבי**

הפרק הקודם הצביע על מכשולים טיפוסיים הנערמים בדרכם של בעלי התביעות נגד החברה, כשהם – ובית המשפט של חדלות פירעון – מנסים, לצורך השאת שווי תביעותיהם, להיזקק למתווה הכלכלי של מכירת החברה שבקשיים. בפרק זה אבקש לטעון שתי טענות: ראשית, כעניין פוזיטיבי, כי בתי המשפט של חדלות פירעון זיהו, בדרך כלל בזכות אינטואיציה טובה וחושים חדים, מקצת הקשיים שתוארו לעיל, ובהחלטותיהם החלו חותרים להגברת הדינמיקה התחרותית סביב מכירת החברה שבקשיים. הם עשו כן תוך שהם יוצקים לעתים תוכן לריק חקיקתי הקיים בהקשר זה. שנית אטען, כעניין נורמטיבי, כי חרף התפתחות מבורכת זו בתי המשפט של חדלות פירעון עדיין לא מיצו את מלוא האמצעים העומדים לרשותם כדי להתקדם בכיוון הרצוי של הגברת התחרותיות סביב מכירת חברות בקשיים. בעיקר נדמה כי הם מפגינים גישה סלחנית לבעלי השליטה בחברות אלו אף שהללו מצויים בניגוד עניינים, שלעתים יש בו כדי להחריף את הפגיעה בתחרות על רכישת חברה שבקשיים. כדי לשכנע את הקורא בשתי טענות אלו אנתח סדרת שאלות משפטיות שהתעוררו בפסיקה ואת האופן שבו הוכרעו. במיוחד אדגיש בהקשר זה מהלכים שונים מצד בתי

62 עם זאת, כידוע, גם כוחן של הערכות שווי מוגבל. ראו: דברי כבוד השופטת נאור בע"א 2773/04 נצבא חברה להתנחלות בע"מ נ' עטר (פורסם בנבו, 2006), בפסקה 35 לפסק דינה (שלפיהם מבחן השווי האמתי אינו בחוות דעת תאורטיות אלא במבחן השוק, ואפילו הייתה הערכת שווי גבוהה מן השווי שהובא בחשבון בהסכם, אין פירוש הדבר שהיה ניתן להשיג בפועל מחיר גבוה יותר). ראו גם: רחלי בינדרמן וסיון איזסקו "יהודה ברלב: הערכת שווי נכתבת לפי אינטרס המזמין" כלכליסט (24.11.2008) וכן האן (לעיל, הערה 5) בעמ' 662–663.

המשפט של חדלות פירעון שניתן להסבירם כניסיון לעצב את הדין על פי התכלית של הגברת התחרות על רכישת חברה שבקשיים.

### 1. שיקול הדעת השיפוטי הכלכלי

אף שפורמלית סמכותו של בית המשפט של חדלות פירעון לכאורה מוגבלת לאישור ההסדר שהצדדים להליך מביאים לפניו – וחרף הצהרות בתי המשפט כי לא יחליפו את שיקול דעתם של הנושים בשלהם<sup>63</sup> – בפועל בית המשפט של חדלות פירעון נהנה ממרחב תמרון גדול יחסית בשעה שהוא מנווט את החברה בניסיון להגיע לחוף מבטחים, כלומר להסדר נושים שפגיעתו בכלל בעלי התביעות תהיה הפחותה ביותר האפשרית. עניין מרכזי שבו מוקנה לבית המשפט שיקול דעת רחב יחסית, גם אם לא פורמלית, הוא המתווה הכלכלי להשאת שווי נכסיה של חברה בקשיים לטובת בעלי התביעות – בעיקר ההתלבטות באשר למכירת נכסיה בחלקים, מכירתם כ"עסק חי" או ארגון מחדש של מבנה ההון שלה. שיקול דעת נרחב זה התפתח במסגרת סעיף 350 לחוק החברות, אף שהסעיף אינו מתייחס כלל לנושא המתווה הכלכלי שאליו יש לחתור. יתרה מזאת, הגם שבמקרים רבים, כאמור, המתווה הכלכלי הנבחר לצורך השאת שווי נכסי החברה שבקשיים כולל גם מכרז למכירתה, חוק החברות אינו מתייחס כלל לאופן שבו יש לעצב מכרז זה.<sup>64</sup>

פרשת אי.די.בי, שהייתה מן הפרשות המרכזיות שהעסיקו את בית המשפט של חדלות פירעון בשנה האחרונה, ממחישה היטב את הטענה בדבר מאמץ של בית המשפט להגביר את התחרות על רכישת נכסי חברה שבקשיים.<sup>65</sup> קונצרן אי.די.בי היה בתקופה הרלוונטית בנוי בצורה של פירמידה וסבל מחדלות פירעון של אחת מהשכבות העליונות – חברת אי.די.בי אחזקות בע"מ (להלן – אחזקות) – וממחלוקת באשר לחדלות פירעון של שכבה עליונה נוספת – חברת אי.די.בי פיתוח בע"מ (להלן – פיתוח).<sup>66</sup> בפרשת אי.די.בי ראינו כיצד בית המשפט, בסדרת החלטות, בונה אט-אט סביבה תחרותית למכירת השליטה בקונצרן, באפשרו לעוד ועוד משקיעים פוטנציאליים להצטרף לתחרות ולהגיש הצעות. בית המשפט פעל כך בעוד בעל השליטה נוחי דנקנר ו"אבירים לבנים" שונים שהציע נדחקים להתחרות במשקיעים אלו. כך למשל בשלב מסוים, גם לאחר שכבר כונסה אספת נושים לחברת אחזקות, שאף אישרה ברוב הדרוש לפי סעיף 350 לחוק החברות הסדר מסוים שהציעו נושי אחזקות (שכונה "הסדר החלוקה בעין", מכיוון

63 ראו, למשל: פר"ק (ת"א) 49085-11-11 קווי אשראי לישראל שירותים פיננסיים משלימים בע"מ (בפירוק) נ' מפרקי קווי אשראי (פורסם בנבו, 2012).

64 לדיון נרחב בנושא זה ראו גם: Rotem and Dekel (לעיל, הערה 9).

65 לדוגמה נוספת, שלא תידון כאן בשל הצורך בקיצור: עניין התמח"ת (לעיל, הערה 29) בפסקה 51.

66 באשר למחלוקת אם בכלל חברת פיתוח היא חדלת פירעון ראו: להלן הדיון בפרק ב.2.

שעיקרו היה העברת נכסיה של אחזקות – מזומנים ומניות חברת פיתוח – לידי נושי אחזקות), נעתר בית המשפט לבקשת החברה והאריך את המועד להגשת הצעת הסדר נושים מטעמה.<sup>67</sup> לכאורה מדובר בהחלטה בעייתית, שכן מדובר ב"פתיחת" הליך שכבר הושלם על פי הוראות החוק. אולם במהלך זה פתח בית המשפט מחדש את התחרות על רכישת השליטה בקונצרן. בית המשפט העיר כי אמנם קבע קודם לכן "לוח זמנים סדור לקיום ההליכים להסדר נושים", וכי "הנטייה היא, ככלל, שלא להיעתר לבקשות ארכה ודחיות, אלא אם הדבר מחויב המציאות", אך הוסיף כי "דחיית המועד להגשת הצעות הסדר נושים בחברת אחזקות רק מיטיבה עם הנושים... [היא]... פותחת תחרות להשאת ההצעות... ולא ניתן לשלול, כי יוגשו הצעות נוספות, שימקסמו את התמורה לנושים".<sup>68</sup> בהקשר זה של הבניית ההליך למכירת חברה שבקשיים או נכסיה יש המבקרים את בתי המשפט של חדלות פירעון על ששיקול הדעת, המוקנה להם, שהם מפעילים – מוטעה.<sup>69</sup> נטען למשל כי בתי המשפט מתירים לעתים למציעים שהצעותיהם מפותקות להשתתף בתחרות על רכישת חברה שבקשיים.<sup>70</sup> ברם את נטייתו של בית המשפט של חדלות פירעון לאפשר למשקיעים פוטנציאליים להצטרף לתחרות על רכישת חברה שבקשיים גם בלא שהם משלמים "דמי רצינות" ובלא שנבדקו יכולותיהם הפיננסיות, אפשר להסביר בדרך אחרת. לפי דרך הסבר זו, זהו ניסיון לייצר תרחיש של ריבוי משקיעים ודינמיקה של תחרות בין המשקיעים הללו בסביבה שהיא בדרך כלל, כאמור, לא תחרותית בעליל. ביקורת מדויקת יותר צריכה אפוא להתמקד באופן שבו בתי המשפט מתמודדים עם המציאות המורכבת של מכירת חברות בקשיים במשק הישראלי, כפי שתוארה בפרק הקודם. טענת המבקר, אם בכלל, צריכה להתמקד בשאלה אם ההימנעות מהצבת תנאי סף ומכשולים בפני המתעניינים בהשקעה בחברה שבקשיים אכן

67 ראו: פר"ק (ת"א) 13-04-36681 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' אי די בי לחברה לפתוח בע"מ (פורסמה בבנו, 26.8.13) (להלן – עניין אי.די.בי (26.8.2013)), בפסקה 5 להחלטת השופט איתן אורנשטיין.

68 שם, בפסקה 6.

69 ראו: עמית טסלר "לא יודעים למכור חברות", גלובס (30.8.2013), המזכיר את הקשיים בפרשות בטר פלייס (הזוכה במכרז למכירת החברה לא העביר כספים כפי שהתחייב, ובית המשפט נאלץ להכריז על הצעה נחותה כזוכה), ומעריב (הרוכש התחייב להעסיק מספר מינימלי של עובדים ובכך גבר על הצעה מתחרה שהוגשה לרכישת העיתון, אך בהמשך הפר את התחייבותו, ובית המשפט נאלץ להשלים עם הדבר); מציע כי משקיעים פוטנציאליים ישלמו דמי רצינות ושיכולותיהם הפיננסיות ייבדקו.

70 שם. מנגד, אפשר שהתנהלות בית המשפט בעניין אי.די.בי יכולה לשמש דוגמה הפוכה, שכן באותו מקרה חייב בית המשפט את קבוצת המשקיעים שהסדר הנושים שהציעה התקבל ברוב קולות באספות הנושים, לגלות מידע על מצבה הכלכלי ועל מבנה הקבוצה בטרם יאשר את הסדר הנושים. בית המשפט אישר את הסדר הנושים לפי הצעת אלשטיין-אקסטרא תוך קביעה שפסק הדין לא ייכנס לתוקף אלא רק בכפוף להחלטה כי ניתן מידע מספק על בעלי השליטה, ועל פי ההוראות שבפסק הדין (פר"ק (מחוזי ת"א) 13-06-11478 אי.די.בי חברה לאחזקות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסמה בבנו, 17.12.13) (להלן – עניין אי.די.בי (17.12.2013))).

מסייעת בסופו של דבר להיווצרות דינמיקה תחרותית סביב נכסי חברה שבקשיים, או שמא הנזק מהיעדר סינון מספק של משקיעים עולה על התועלת התחרותית שאולי מופקת מזאת.

## 2. סעיף 350 לחוק החברות והמבחן לחדלות פירעון

שאלה שהתעוררה בפסיקה עניינה במבחן להפעלת סעיף 350 לחוק החברות,<sup>71</sup> במיוחד (אך לא רק) בנסיבות שבהן ההסדר בין החברה לבין נושיה מוצע שלא על דעת החברה ואולי אף בניגוד לדעתה. האם מהלך שכזה אפשרי? וכלום נדרש המבקש לכפות על החברה הסדר לפי סעיף 350 לחוק החברות להוכיח, כתנאי להפעלת הסעיף, כי החברה חדלת פירעון? ואם כן – מהו המבחן לקביעת חדלות הפירעון?<sup>72</sup> בפרשת אפריקה ישראל, שבה החברה עצמה היא שהגישה בקשה לאישור הסדר הנושים ואף גרסה כי היא חדלת פירעון "הלכה למעשה",<sup>73</sup> נחלקו הצדדים להליך בשאלה אם אמנם החברה חדלת פירעון אם לאו.<sup>74</sup> בית המשפט, מפי השופט ורדה אלשיך, קבע כי סעיף 350 לחוק החברות נועד לטפל "במצב של עסקים ההולכים ומדרדרים, הנושאים עימם סיכון הולך וגדל לקריסה, ובוודאי שאין הוא מחייב להמתין לקריסה עצמה". נקבע אפוא כי הסעיף אינו דורש "הוכחה פוזיטיבית, עובדתית וימדעית" של חדלות פירעון כתנאי הכרחי להגשת בקשת הסדר.<sup>75</sup> ואמנם, דומה כי הפסיקה מציגה עמדה אחידה בעניין זה: לפחות בשלושה מקרים מאוחרים, שבהם החברה היא שפנתה בבקשה לפי סעיף 350 לחוק החברות, שב בית המשפט המחוזי ופסק כי בנסיבות כאלו אין הסעיף מחייב הוכחה של חדלות פירעון,<sup>76</sup> בעיקר מכיוון שהמחוקק עצמו לא הציב תנאי שכזה.<sup>77</sup>

71 המונח "סעיף 350 לחוק החברות" כולל בהקשר זה את כל הוראות הפרק השלישי לחלק התשיעי של חוק החברות, שעניינו "פשרה או הסדר", לרבות "פשרה או הסדר שמטרתם הבראת החברה", כלומר את הוראות סעיפים 350–351 לחוק החברות (לרבות סעיפים 350א, 350ב, וכו').

72 לשימושים נוספים בסעיף 350 לחוק החברות ראו: עניין סלע קפיטל (לעיל, הערה 25).

73 ראו: פר"ק (ת"א) 10344-11-09 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' הרמטיק נאמנות (פורסמה בנבו, 2009), בפסקה 8.

74 ראו: שם, בפסקאות 8–11. נושים מכוח איגרות חוב שמועד פירעונן התקרב ("בעלי איגרות החוב הקצרות") טענו כי החברה אינה חדלת פירעון, ולכן לא ראוי להשתמש בסעיף 350 לחוק כדי ליצור הסדר נושים. נושים אלו קיוו כמובן בדרך זו להביא לפירעון מלוא חובם במועדו.

75 ראו: פר"ק (ת"א) 10344-11-09 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' הרמטיק נאמנות (פורסמה בנבו, 2009), בפסקה 10.

76 ראו: פר"ק (ת"א) 40886-06-13 הוק מדיקל טכנולוגיס בע"מ נ' רוזנברג (פורסמה בנבו, 2013), בפסקה 7 להחלטה; פר"ק (ת"א) 1804-02-14 פרוטאולוגיקס בע"מ נ' כונס

ברם שאלה אחרת היא מה הדין כאשר הבקשה לפי סעיף 350 לחוק מוגשת בניגוד לדעת החברה. בפרשת אי.די.בי התעוררה שאלת סמכותו של בית המשפט להתערב בנעשה בחברה, על יסוד סעיף 350 לחוק החברות, בעניין חברת פיתוח, שכזכור נמצאת בקומות העליונות של הפירמידה בקונצרן זה, כשמניותיה מוחזקות במלואן בידי חברת אחזקות. נאמני איגרות החוב של סדרות שמועד פירעונן בשנים 2018 ו-2025 גישו לבית המשפט של חדלות פירעון עתירה לאישור תכנית הבראה לחברה לפי סעיף 350 לחוק החברות. ברם חברת פיתוח לא פנתה כלל למי מנושיה בבקשה לדחות את מועד פירעון חובו,<sup>78</sup> ואף היה מוסכם על הכול כי החברה מסוגלת לעמוד בהתחייבויותיה לפחות עד תום שנת 2013. על רקע זה נתגלעה בין נושי סדרות האג"ח ה"ארוכות" (שמועד פירעונן רחוק) לבין החברה ונושים אחרים מחלוקת בשאלות אם חברת פיתוח חדלת פירעון, ובאיזה מובן, ואם ניתן כלל להפעיל את סעיף 350 לחוק החברות בנסיבות שבהן חברה, או רוב בעלי מניותיה, אינם מסכימים לכך.<sup>79</sup>

ראוי להבהיר בהקשר זה כי למבחן להפעלת סעיף 350 לחוק החברות משמעויות מרחיקות לכת, שכן אפשר שכניסת חברה להליך לפי סעיף 350 לחוק החברות תיחשב, ביחסיה עם נושה זה או אחר, הפרה של תנאים שעל יסודם ניתן לחברה אשראי, עילה להעמדת הלוואות שקיבלה לפירעון מידי, עילה למימוש נכסיה, עילה לשינוי מתכונת הממשל התאגידי בחברה ואף עילה לפירוק החברה.<sup>80</sup> סעיף 350 לחוק החברות גם מעניק לבית המשפט סמכויות מרחיקות לכת להתערב בנעשה בחברה, עד כדי סילוק נושאי המשרה והשתלטות על אופן ניהולה.<sup>81</sup> אין תמה אפוא כי באותו מקרה חברת פיתוח, וכן חלק מנושיה שהיו אמורים להיפרע את חובם בתוך זמן קצר, התנגדו בתוקף לבקשה להפעיל את סעיף 350 לחוק החברות בעניינה.

התנגדות זו נדחתה. בית המשפט קבע, ראשית, כי ניתן להיזקק לסעיף 350 לחוק החברות אף כאשר החברה מתנגדת להסדר נושים המוצע לה, אם היא חדלת פירעון, למצער אם קמו עילות לפירוקה.<sup>82</sup> שנית, והגם שנמנע מלהכריע במישרין במחלוקת

הנכסים הרשמי (פורסמה בנבו, 2014); פר"ק (ת"א) 1664-04-14 אירו-סאט השקעות בע"מ נ' חסון (פורסם בנבו, 2014).

77 ראו: פרשת פרוטאולוגיקס, שם.

78 פר"ק (מחוזי ת"א) 13-04-36681 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ הנאמן לסדרות ז' וט' נ' אי די בי חברה לפיתוח בע"מ (פורסמה בנבו, 4.5.13) (להלן – עניין אי.די.בי (4.5.2013)), בפסקה 8.

79 שם, בפסקאות 7–8.

80 יש שהגדירו את המשמעויות האלו "רעידת אדמה". ראו: שם, בפסקה 17.

81 ראו: סעיף 350 לחוק החברות.

82 פר"ק (מחוזי ת"א) 13-04-36681 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ ואח' נ' אי די בי חברה לפתוח בע"מ (פורסמה בנבו, 9.6.2013) (להלן – עניין אי.די.בי (9.6.2013)), בפסקאות

בעניין המבחן הנכון לקביעת חדלות פירעון – ובשאלה אם יש כלל צורך להוכיח חדלות פירעון<sup>83</sup> – הכפיף בית המשפט הלכה למעשה את חברת פיתוח למסגרת של הליך קולקטיבי מכוח סעיף 350 לחוק החברות, עיכב תשלום שהיה אמור להיות משולם למקצת הנושים זמן קצר לאחר מכן, ואף מינה לחברה שני בעלי תפקיד: משקיף ומומחה כלכלי שיסייע בידיו, לרבות על דרך בחינת מצבה הפיננסי של החברה ויכולתה לפרוע את חובותיה.<sup>84</sup> אשר לסוגיית כושר הפירעון של חברת פיתוח, וכאמור מבלי להכריע חד-משמעית מהו המבחן שיש לאמץ, התייחס בית המשפט למקצת "סימני האזהרה" שניתן להבחין בהם בדבר יכולת החברה לפרוע את חובותיה: היעדר יכולת מעשית לגייס הון נוסף, מינוף גבוה,<sup>85</sup> קיומו של גירעון בהון והעמקתו הדרמטית בזמן קצר, שוויין הבורסאי הנמוך של החברות הבנות – בהשוואה לרשום בספרי החברה – לעומת התחייבויות החברה, ההורדה הנמשכת של דירוג איגרות החוב של החברה, השעייתן המוסכמת של תניות פיננסיות (covenants)<sup>86</sup> שהחברה קיבלה על עצמה כלפי מוסדות פיננסיים, קשיים במימוש נכסים ומכירת החזקותיה בחברת בת בהפסד לעומת השווי הבורסאי של חברת הבת.<sup>87</sup> לבסוף קבע בית המשפט:<sup>88</sup>

6.5–6.6 (בנוגע לחברת פתוח); עניין אי.די.בי (17.12.2013) (לעיל, הערה 70) בפסקה 16 (בנוגע לחברת אחזקות).

83 שאלה נוספת שבית המשפט הכריע בה בפרשת אי.די.בי הייתה אם ניתן לברר סולבנטיות של חברה שלא במסגרת הליך לפירוקה. שכן, טענת חברת פתוח הייתה כי רק בהליך פירוק הסמיך החוק את בית המשפט לברר סוגיה זו. בית המשפט דחה עמדה זו וקבע כי אי אפשר להכריז על פירוק חברה מהטעם שהיא חדלת פירעון אלא לפי ההוראות הקבועות בפקודת החברות, אך ניתן לברר את שאלת כושר הפירעון של החברה גם במסגרת הליך לפי סעיף 350 לחוק החברות. ראו: החלטה אי.די.בי (9.6.2013) (לעיל, הערה 82) בפסקה 6.7.

84 פר"ק (ת"א) 36681-04-13 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' אי די בי חברה לפתוח בע"מ (פורסמה בנבו, 30.4.2013) (להלן – עניין אי.די.בי (30.4.2013)), בפסקה 15 (מינוי בעלי התפקיד); עניין אי.די.בי (9.6.2013) (לעיל, הערה 82) בפסקה 7.6 (עיכוב פירעון חובות).

85 כידוע, ניתן לממן את נכסי העסק באמצעות הון עצמי או זר. מינוף גבוה מתאר מצב שבו נכסי העסק ממומנים באמצעות יחס גדול של הון זר (למשל הלוואות מנושים) להון עצמי. ראו: בן-ציון ברלב חשבונאות פיננסית – תיאוריה ויישומים 513–514 (תשנ"ו).

86 Covenants הן התחייבויות של לווה (כגון מנפיק איגרות חוב לציבור) שתכליתן הגנה על הונו העצמי (הון המשמש את הנושים המחזיקים באיגרות החוב כמעין "כרית ביטחון" המגבירה את הסיכוי שהחוב אליהם ייפרע). כך למשל עשוי הלווה להתחייב כי לא יחלק דיבידנדים לבעלי המניות טרם פירעון ההלוואה, כי לא ייטול הלוואות נוספות או כי ישמור על יחס מינוף מסוים. ראו: WILLIAM A. KLEIN AND JOHN C. COFFEE, JR., BUSINESS ORGANIZATION AND FINANCE—LEGAL AND ECONOMIC PRINCIPLES 252–256 (9<sup>th</sup> ed., 2004).

87 עניין אי.די.בי (30.4.2013) (לעיל, הערה 84) בפסקה 13.

88 עניין אי.די.בי (9.6.2013) (לעיל, הערה 82) בפסקה 10.

בנסיבות המקרה, יש לקבוע את כושר הפירעון של חברת פיתוח לא רק על יסוד השווי הנקי של נכסיה, שנמצא חיובי מובהק, אלא גם בקיום ודאות מספקת, שהחברה תוכל לשרת את מלוא התחייבויותיה עד תום שנת 2014. זאת, לא רק על יסוד חוות דעת המומחה, אלא גם בשים לב להיקף הניכר של התחייבויותיה העתידיות, והסממנים שקבעתי בהרחבה בהחלטה המצביעים על קשיים לא קלים, בלשון המעטה, שהחברה נתונה בהם. נקודת האיזון, לטעמי, המעוגנת בממצאים השונים השזורים בהחלטה, תלויה בעיקר ביכולת חברת פיתוח לממש את נכסיה, כך שיוכסח תזרים ברמה הנדרשת, שאם לא כן, יורע באופן מהותי מצבה של החברה, ויש להניח, שלא תוכל עוד לפרוע את חובותיה עד לתום השנה הבאה.

עם זאת בית המשפט ריכך במידת־מה את עמדתו כאשר הבהיר כי "מוכן אני לקבל את גישת חברת פיתוח והמתנגדים להסדר ההבראה, שלפיה במקרה של חברה סולבנטית, אין מקום להסדר כפוי לפי סעיף 350 לחוק החברות"<sup>89</sup>. בכך הבחין בית המשפט את המקרה שנדון לפניו בעניין אי.די.בי מהחלטתו בפרשת אחרת, שבה קבע כי אי אפשר להזקק לסעיף 350 לחוק החברות בניגוד לדעת החברה (שם) – כדי לבצע השתלטות עוינת על החברה) ושבה לא הייתה מחלוקת כי החברה הייתה כשרת פירעון.<sup>90</sup>

על כל פנים, כצפוי, מהלך זה של בית המשפט להכפפתה של חברת פיתוח להסדר לפי סעיף 350 זכה לביקורת על אקטיביות יתרה מצדו.<sup>91</sup> מבין כל המחלוקות בדבר פירוש סעיף 350 לחוק החברות כדי לקבוע אם ניתן להפעילו חרף התנגדות החברה,<sup>92</sup> חשובה במיוחד המחלוקת על מבחן חדלות הפירעון

89 שם, בפסקה 6.6.

90 עניין סלע קפיטל (לעיל הערה 25). ראו גם: דברי בית המשפט בפסק הדין בעניין אי די בי אחזקות: עניין אי.די.בי (17.12.2013) (לעיל הערה 70) בפסקה 16 לפסק הדין: "... לפיכך, השאלה האם ניתן לכפות הסדר נושים על חברה שקיימת מחלוקת כנה על היותה חדלת פירעון, טרם הוכרעה. בהבדל, סבורני, כי שעה שלא קיימת מחלוקת על היותה של החברה חדלת פירעון, או שטענתה לפיה היא סולבנטית מושתתת על אדנים רעועים, אין מניעה לכפות עליה הסדר נושים בניגוד לרצונה".

91 ראו: חן מענית "עו"ד פנחס רובין: 'שום דבר לא יקרה למשק אם אי.די.בי תפורק. הקריסות יימשכו, זה קיים בכל העולם'" גלובס (28.8.2013) (המביא את התייחסותו של עו"ד פנחס רובין להחלטות בית המשפט בעניין אי.די.בי: "רובין מכנה את ההחלטות האלו, בדיפלומטיות, 'מאד נחשוניות'. לדבריו, 'השופט אורנשטיין מינה בעלי תפקידים באי.די.בי ונוהג בה בקפידה רבה למרות שהחברה סולבנטית. זהו מהלך לא פשוט, ויש כאן שאלה של סמכות – האם במצב שבו חברה עדיין סולבנטית בית המשפט רשאי לקחת את המושכות לידיו'").

שבו יש להשתמש. כאמור, בית המשפט לא הכריע במדויק מהו המבחן שיש לאמץ בהקשר זה (אם כי בוודאי ניתן לומר כי גישתו לפירוש סעיף 350 לחוק החברות הייתה מרחיבה).

טענתי בהקשר זה היא כי המבחן הנכון להפעלת סעיף 350 לחוק החברות איננו מבחן מאזני, מבחן נזילות, מבחן "הערת עסק חי"<sup>93</sup> או כיוצא באלו מבחנים הנוהגים בהקשרים משפטיים אחרים.<sup>94</sup> במקום זאת המבחן הראוי הוא אם החברה מנסה למכור את נכסיה, כולם או חלקם, כ"עסק חי" או להימכר בעצמה, והכול כדי להימנע מחדלות פירעון. אם התשובה לכך חיובית, דעתי היא כי פירוש סעיף 350 לחוק החברות מתוך הבנת הצורך החיוני בהגברת התחרות על רכישת נכסי החברה שבקשיים, בתנאי השוק הישראלי המורכבים – מחייב את המסקנה כי במצב זה לבית המשפט של חדלות פירעון מוקנית מכוח הסעיף 350 הנ"ל סמכות לפעול כדי לסייע בקידום המכירה.<sup>95</sup> לא זו בלבד שמבחן זה קל יחסית ליישום מבחינה עובדתית, למצער בהשוואה למבחני חדלות פירעון אחרים, כגון המבחן המאזני, המבקש להעריך את שווי נכסי החברה, אלא שהוא אף משרת היטב את תכלית סעיף 350 לחוק החברות לסייע בגיבוש הסדר או פשרה עם בעלי התביעות נגד החברה.

92 כאמור, אפשר להציג ארבע כאלו לפחות: (1) האם ניתן להפעיל את סעיף 350 לחוק החברות בניגוד להסכמת החברה? (2) האם נדרש להוכיח חדלות פירעון של החברה כתנאי לכך? (3) האם רק במסגרת הליך פירוק ניתן לבחון את כושר הפירעון של חברה? (4) מהו המבחן לבדיקת חדלות פירעון בהקשר של סעיף 350 לחוק החברות?

93 כללי החשבונאות מבוססים על ההנחה כי העסק הוא עסק חי ופועל, שאם לא כן, נשמט הבסיס מתחת לכללים ולהיגיון שעליו הם מבוססים. הנהלת החברה ורואה החשבון המבקר של החברה מחויבים על פי כללים אלו, ועל פי הדין, לתת ביטוי בדוחות הכספיים של החברה לספקות שיש בדבר יכולתו של העסק להמשיך ולפעול, וזאת בטווח הזמן של 12 חודשים מסוף תקופת הדיווח. ביטוי זה, שאין מתכונת אחידה לאופן שבו הוא מנוסח, מכונה "הערת עסק חי". ראו: שלומי שוב חשבונאות פיננסית חדשה: 414 IFRS 2010 (כרך א, 2009).

94 ראו: סעיף 6(א)(1) סיפה לחוק החברות המסמין את בית המשפט לייחס חוב של החברה לבעל מניה בה, כלומר "להרים מסך", וקובע כי על בית המשפט לעשות כן "בבשים לב ליכולת החברה לפרוע את חובותיה"; או סעיף 98(א) לפקודת פשיטת הרגל [נוסח חדש], התש"ם–1980, המוחל בפירוק חברות מכוח סעיף 353 לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג–1983, ומקנה לבית המשפט סמכות לבטל העדפת נושים במקרה של חייב (לרבות חברה) "שאינו יכול לפרוע מכספו את חובותיו כשמגיע זמן פרעונם...".

95 יודגש כי הענקת הסמכות לבית המשפט אין משמעה שעל בית המשפט בהכרח להשתמש בה. למשל, אם נושה יפנה לבית המשפט במסגרת סעיף 350 לחוק החברות בטענה כי החברה לא פרעה את חובותיה אליו ויש למכרה, ואילו בעל השליטה סבור כי ניתן לגבש תכנית פעולה שתאפשר לחברה להשיב את החוב מבלי למכרה, יוכל בית המשפט לאפשר לבעל השליטה להציע את תכניתו, ואם השתכנע כי יש בה ממש – לדחות את בקשת הנושה.

### 3. מינוי בעלי תפקיד

בפרשת אי.די.בי מינה בית המשפט של חדלות פירעון משקיף לשתי החברות – תחילה לחברת פיתוח ולאחר מכן לחברת אחזקות – וכן מומחה כלכלי – תחילה לחברה אחזקות ולאחר מכן גם לחברת פיתוח.<sup>96</sup> עם זאת דחה בית המשפט בקשות להקנות לבעל תפקיד זה או אחר סמכויות ניהוליות.<sup>97</sup> בית המשפט אף סירב למנות לתפקיד המומחה הכלכלי מועמדת שהייתה מוסכמת על החברה מן הצד האחד ועל נאמני איגרות החוב מן הצד השני, מכיוון שסבר כי קיים חשש להימצאותה בניגוד עניינים.<sup>98</sup> דרך אחת לנתח החלטות אלו, נכון למועד המינוריים, היא מנקודת מבטם של נושי שתי החברות. ניתוח מנקודת מבט זו יבחן את תרומת המינויים להגנה על האינטרסים של הנושים, בעיקר כלפי בעל השליטה ונושאי המשרה בפירמידת החברות, ובסיוע לנושים בקבלת החלטה אם להסכים או לסרב להסדר הנושים שיוצע להם. אישוש שזו נקודת המבט שהמחוקק ראה לנגד עיניו ניתן לקבל למשל מהוראת חוק החברות, הקובע בסעיף 350ד(א) כי בית המשפט לא יחליט שלא למנות בעל תפקיד ליישום הליכי הבראה, או יחליט למנות דווקא נושא משרה מתוך החברה כבעל תפקיד, רק אם "...שוכנע, לאחר שנתן לנושי החברה הזדמנות לטעון את טענותיהם לעניין זה, כי יהיה בכך כדי לסייע להבראת החברה וכי אין בכך כדי לפגוע בנושים כאמור". מעיון בהחלטותיו של בית המשפט בעניין אי.די.בי ניתן להבין כי אמנם זו הייתה אמת המידה להחלטה.<sup>99</sup> ברם דרך אחרת לנתח סוגיה זו, ואף לקבל הכרעה בשאלת מינוי בעל תפקיד זה או אחר, היא מנקודת מבטו של השוק לרכישת חברות בקשיים. כאמור, אחת הבעיות בשוק זה היא פערי המידע בין אנשי הפנים בחברה לבין משקיעים מבחוץ, שאפשר שיתעניינו

96 ראו: פר"ק (ת"א) 12-12-52083 (בקשה מס' 7) רוניק-פז נבו נאמנויות בע"מ נ' אי די בי חברה לאחזקות בע"מ (פורסמה בנבו, 28.1.2013) (מינוי מומחה כלכלי לאחזקות); עניין אי.די.בי (30.4.2013) (לעיל, הערה 84) בפסקה 15 (מינוי משקיף ומומחה כלכלי לפיתוח); עניין אי.די.בי (9.6.2013) (לעיל, הערה 82) בפסקה 8 (מינוי משקיף לאחזקות).

97 ראו: עניין אי.די.בי (4.5.2013) (לעיל, הערה 78) בפסקה 17, שבה מינה השופט אורנשטיין משקיף לחברת פיתוח, אך הבהיר כי אין במינוי כדי להפקיע סמכויות של מי מנושאי המשרה בחברה.

98 פר"ק (ת"א) 12-12-52083 רוניק-פז נבו נאמנויות בע"מ נ' אי די בי חברה לאחזקות בע"מ (פורסמה בנבו, 2013). באותה פרשה כיהנה המומחית המוצעת, הגב' דורית סלינגר, בדירקטוריון של חברה בשליטת שותפו של בעל השליטה באי.די.בי נוחי דנקנר (אם כי לא מטעם אותה בעל שליטה, והיא אף התעתדה להתפטר מכהונתה), החזיקה באופציות של אותה חברה, ובעבר גם ביצעה כמה הערכות הקשורות לאי.די.בי. עם זאת בית המשפט היה מוכן להניח כי על פני הדברים אופציות אלו אינן מקימות לה אינטרס כספי, בוודאי לא במתכונת ההופכת אותה בעלת עניין באיזו מן החברות.

99 ראו: עניין אי.די.בי (4.5.2013) (לעיל, הערה 78) בפסקה 17, שבה הבהיר השופט אורנשטיין כי קיים חשש לניגוד עניינים של נושאי המשרה בחברה, ודומה שיש להבטיח שזכויות הנושים לא ייפגעו, שעל כן הוא ממנה בעל תפקיד לחברה – פתרון שלדבריו אינו פוגע יתר על המידה בחברה ובבעלי התביעות נגדה.

ברכישת החברה שבקשיים. פערי מידע אלו אף מחריפים לעתים בשל לוח הזמנים הדחוק שבו נמכרת החברה שבקשיים ופעילות בעל השליטה, מתוך ניגוד העניינים שהוא מצוי בו, למצער בהקשרים שבהם הוא מעוניין להיוותר בעל שליטה. מינוי בעלי תפקיד לחברה שבקשיים, אפילו אם בית המשפט אינו מציידם בסמכויות ניהוליות אלא מסמך אותם לשמש "משקיפים" בלבד – כפי שאירע בפרשת אי.די.בי – למעשה ממסד ערוץ עצמאי ואפקטיבי להזרמת מידע על החברה אל משקיעים חיצוניים. מידע זה משכלל כמובן את השוק לרכישת החברה שבקשיים.<sup>100</sup>

#### 4. רגולציה על בעל השליטה

חברה בע"מ נקלעה לקשיים פיננסיים. מהו מעמדו של בעל השליטה בה לעניין השימוש בנכסיה? במשפט הישראלי ניתן להבחין בין שלושה הקשרים משפטיים שונים: ההקשר הראשון הוא מצב שבו חרף קשייה הפיננסיים אין נפתח בעניינה של החברה הליך חדלות פירעון – פירוק או הקפאת הליכים – אלא החברה עושה מאמצים, שלא במסגרת הליך קולקטיבי, להגיע להסדר עם נושיה. במצב זה בעל השליטה ממשיך לשלוט בחברה ללא הפרעה, אם כי עשויה להתעורר השאלה אם חובות האמונים והזהירות של נושאי משרה בחברה מופנות רק כלפי החברה ובעלי מניותיה, או שמא גם כלפי נושי החברה. כך למשל בארצות הברית, שבה מנהלי החברה ממשיכים לכהן גם אם החברה נכנסת להקפאת הליכים (Chapter 11), נפסק כי חובות הזהירות והאמונים המוטלות על הדירקטורים והמופנות ברגיל כלפי החברה ובעלי מניותיה, מקבלות תפנית במצב של חדלות פירעון, ומופנות גם כלפי נושי החברה.<sup>101</sup> כמובן יש לזכור כי גם אם חובות האמונים והזהירות של נושאי המשרה בחברה מופנות כלפי נושי החברה, אין בהן לספק אלא הגנה מוגבלת למדיי לנושים, וזאת בשל היותן במתכונת של "כלל אחריות" (liability rule).<sup>102</sup>

100 על רקע זה גם ניתן להבין את ההקפדה על היעדר ניגוד עניינים של בעל התפקיד עצמו.  
101 ראו: Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp., 1991 Del. Ch. Lexis 215 (1991).  
Justin Wood, *Director Duties and Creditor Protections in the Zone of Insolvency: A Comparison of the United States, Germany, and Japan*, 26 PENN. ST. INT'L L. REV. 139 (2007).

102 מתכונת זו של הגנה על זכות מוקנית מאפשרת לפגוע בזכות מוקנית תוך תשלום פיצוי שאת שיעורו קובע צד שלישי, כגון בית המשפט. במשפט הישראלי מתכונת הגנה זו נתפסת כלא מספקת בהקשר של הגנה על בעלי מניות מיעוט במצבים שבהם בעל השליטה בחברה ציבורית מבצע עסקת בעלי עניין. למעשה, הדין מעניק לבעלי מניות מיעוט בחברה הגנה במתכונת של "כלל קניין" (property rule), כלומר הדין דורש את הסכמת בעלי מניות המיעוט כדי שהעסקה תצא אל הפועל. ראו: סעיפים 270(4) ו-275 לחוק החברות. כן ראו: ה"פ (מחוזי ת"א) 646-12-12 נפקו סטאר בע"מ נ' קרל גאוס בע"מ (פורסם בנבו, 2013), בפסקאות 23 ו-30. כמובן, ההבחנה בין "כלל אחריות" לבין "כלל קניין" היא מבית מדרשם של גוידו קלברזי ודאגלס מלמד. ראו: Guido Calabresi and A. Douglas Melamed,

ההקשר המשפטי השני הוא הקשר הפירוק. אם החברה נכנסת להליך פירוק כפוי, לבעל השליטה אין מעמד פורמלי כאשר על הפרק החלטה בדבר אופן השימוש בנכסי החברה.<sup>103</sup> לחברה מתמנה בעל תפקיד – מנהל מיוחד או מפרק – הנכנס לנעליהם של בעלי המניות, ושל הדירקטורים והמנהלים מטעמם, בכל הנוגע לניהול החברה.<sup>104</sup> ואמנם, הליך פירוק כפוי טיפוסי נפתח כאשר החברה חדלת פירעון, כלומר אינה יכולה לפרוע את כלל חובותיה לנושיה.<sup>105</sup> במצב דברים זה לבעל השליטה, כמו ליתר בעלי המניות, אין עוד זכות לחלק מנכסיה, מכיוון שזכותו לנכסים שיוורת וכפופה לזכויות הנושים. ניהול הנכסים לטובת הנושים מופקד במצב זה בידי בעל התפקיד שממנה בית המשפט.

בהליך פירוק ניתן לצפות כמובן למכירת נכסי החברה תמורת מזומן, שיחולק לפי מדרג העדיפויות בין בעלי התביעות נגד החברה – נושים ובעלי מניות. עם זאת מכיוון שמטרת-העל של הפירוק היא השאת שיעור הסכום שיוכלו נושי החברה להיפרע, ייתכנו מצבים שבהם יירקם הסדר נושים לחברה.<sup>106</sup> הסדר שכזה עשוי להירקם למשל במצב שבו הנושים מעדיפים את המשך פעילות החברה כ"עסק חי"; או במצב שבו משקיע חיצוני מסכים להזרים לחברה, תמורת הון מניות, סכומים שיוכלו לשמש מקור לפירעון

*Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089 (1972).

103 לבעלי המניות עשוי להיות מעמד פורמלי לפנות לבית המשפט כדי להגן על עניינם כבעלי מניות, אם הדבר רלוונטי (ראו למשל: סעיף 271(א) לפקודת החברות, או סעיף 310(ג) לפקודת החברות). הם גם עשויים לפעול בשמם, לטובת החברה, במסגרת "הגנה נגזרת" בעניין מצומצם – נגד מתן צו הפירוק. ראו: סעיף 205 לחוק החברות וכן ע"א 1938/11 מגדל הזוהר לבנין בע"מ נ' גוב גיא בע"מ (פורסם בנבו, 2011) (להלן – עניין מגדל הזוהר), בפסקה 12 לפסק דינו של השופט סלים ג'ובראן. בעל המניות אף רשאי להביע את משאלתו ב"כל ענין הנוגע לפירוק" בפני בית המשפט, שרשאי – אך אינו חייב – להתחשב בה (ראו: סעיף 273 לפקודת החברות). עם זאת בית המשפט גם רשאי להתעלם ממנו. ראו למשל: סעיף 275(ב) לפקודת החברות, הקובע כי "בית המשפט רשאי לוותר על רשימת משתתפים, אם ראה שלא יהיה צורך בדרישות תשלום או בתיאום זכויות משתתפים". כמובן, אם בסיומו של הליך הפירוק ופירעון כלל חובות החברה לנושיה נותרת יתרה, "בית המשפט יתאם את זכויות המשתתפים בינם לבין עצמם ויחלק כל יתרה בין הזכאים לה" (סעיף 284 לפקודת החברות).

104 ראו: סעיף 300 לפקודת החברות וכן למשל: ע"א 7602/09 בנק הפועלים בע"מ נ' Cibel Financiere S.A (פורסם בנבו, 2011) בפסקה 6 לפסק הדין; עניין מגדל הזוהר (לעיל הערה 103) בפסקה 11 לפסק דינו של השופט סלים ג'ובראן.

105 אמנם סעיפים 257(4) ו-258 לפקודת החברות, המגדירים "חודל פירעון" של חברה, מאפשרים פירוק כפוי גם של חברה שאיננה חדלת פירעון לפי מבחן מאזני למשל, המשווה את כלל נכסיה לכלל חובותיה. אולם מכיוון שלבית המשפט שיקול דעת אימתי להורות על פירוק חברה ומתי להימנע מכך, בפועל צו פירוק ניתן רק כאשר החברה היא בפועל חדלת פירעון.

106 ראו: ע"א 6010/99 ששון נ' כונס הנכסים הרשמי, פ"ד נו(1) 385, 397–398 (2001).

החוב לנושים.<sup>107</sup> כלום יש לבעל השליטה במצבים שכאלו מעמד להתנגד להסדר הנושים?

לאחרונה קבע בית המשפט העליון, בעניין נמי,<sup>108</sup> כי ייתכנו מצבים שבהם לבעל השליטה יהיה מעמד באישור הסדר הנושים. כך למשל אם בעל השליטה הוא שיזם והניע את מהלך הסדר הנושים, מן הסתם כדי שגם הוא יוכל להיוותר בסיומו עם לפחות חלק מזכויותיו בחברה; אם קיים סיכוי סביר שאימוץ הסדר הנושים יותיר בקופת החברה סכומי כסף גם לאחר פירעון כל חובותיה; אם בעל השליטה ערב לחובות החברה באופן שפירעונם בהיקף זה או אחר משליך ישירות על היקף ערבותו שתמומש;<sup>109</sup> או אם בעל השליטה מתחרה – "תחרות אמתית", בלשון בית המשפט – עם צדדים שלישיים המוכנים להשקיע כספים בחברה או עם נושיה המוכנים להמיר את חובותיהם במניותיה.<sup>110</sup> מנגד קבע בית המשפט כי אפשר שעמדתו של בעל השליטה בדבר הסדר הנושים, אם בכלל תינתן לו אפשרות להצביע בעניינו, תידחה על יסוד עקרון תום הלב:<sup>111</sup>

במקרה שבו אין בנמצא אפשרות קונקרטית לאימוץ הסדר אשר "ישאיר בתמונה" את בעלי השליטה הנוכחיים בחברה גם לאחר הניסיון לשקמה, הנושים הם שנותרים במרכז הבמה, כשהמטרה העיקרית בהסדר היא טובתם שלהם, קרי להביא להגדלת שיעור פירעון החוב כלפיהם.

...

כבר נפסק לגבי נושה המתנגד להסדר, כי "כאשר מתברר כי לנושה, המתנגד להסדר, לא היה ממילא סיכוי כלשהו לקבל דיבידנד במקרה של פירוק, הרי גלוי לפנינו כי סירובו הוא בלתי מוצדק ואינו אלא שימוש לרעה במעמדו כנושה בקבוצה נפרדת. במקרה זה, יש נטייה להתעלם מהתנגדותו של נושה כזה, וזאת כאמור על יסוד עקרון תום-הלב" ... אם דברים אלו נאמרו לגבי נושה, הרי שהם יפים, מקל וחומר, גם לגבי בעל

107 ראו: עניין נמי (לעיל, הערה 2) בפסקה 12. בפרשה זו נדון הסדר נושים לחברה בפירוק (מגדל הזוהר), אשר אושר בבית המשפט. במסגרת הסדר הנושים רכש משקיע נכס מקרקעין שהוחזק בידי חברת בת של החברה (נ.י.ל.), שלחברה 99% ממניותיה, תמורת סכום של 235 מיליון ש"ח. נכס המקרקעין שועבד לטובת בנק תמורת הלוואה שלא נפרעה, ועל כן מונה כונס נכסים קבוע לנכסי חברת הבת. נוסף על כך, במסגרת הסדר הנושים העביר המשקיע 95 מיליון ש"ח בתמורה לקבלת 100% ממניות החברה.

108 ראו: לעיל הערה 2.

109 שם, בפסקה 14 לפסק דינו של הנשיא גרוניס.

110 שם, בפסקה 13 לפסק דינו של הנשיא גרוניס.

111 שם, בפסקה 13 לפסק דינו של הנשיא גרוניס.

מניות בחברה העומדת בפני פירוק או בפני הסדר שבמסגרתו הוא עתיד  
לאבד את מעמדו ככזה בחברה...

באותה פרשה סירב בית המשפט המחוזי, ובעקבותיו גם בית המשפט העליון, לשעות  
להתנגדות בעל השליטה בחברה שגובש לה הסדר נושים במסגרת הליך פירוק. בין היתר  
נקבע כי הצעות מתחרות שהעלה בעל השליטה להסדר נושים שיתירו אותו כבעל  
השליטה בחברה נותרו "הצעות לא קונקרטיות", ואילו הסדר הנושים, שבסופו של דבר  
אושר, ואשר כלל הזרמת כספים ממשקיע חיצוני לטובת הנושים (בלבד), זכה לתמיכת  
כל הנושים פה אחד ולא היה ולו נושה אחד שטען נגדו.<sup>112</sup> בית המשפט אף סירב לקבל  
את טענת בעלי השליטה כי בית המשפט לא חילק את אספת הנושים לאספות סוג, וזאת  
משום שהנושים אישרו את הסדר הנושים המוצע פה אחד, ולא הייתה כאן סיטואציה של  
כפיית דעת הרוב על המיעוט.<sup>113</sup>

ההקשר המשפטי השלישי, המורכב מכולם, הוא זה של בקשת הבראה, כלומר בקשה  
לפשרה או להסדר מכוח סעיף 350 לחוק החברות שמטרתה הבראת החברה, בין שניתן  
צו הקפאת הליכים כדי לסייע להבראה ובין שלא.<sup>114</sup> במצב דברים זה הותר המחוקק  
לבתי המשפט של חדלות פירעון שיקול דעת רחב אם למנות בעל תפקיד, ואילו סמכויות,  
אם בכלל, להקנות לו.<sup>115</sup> כך למשל ראינו בפרשת אי.די.בי כי בית המשפט נמנע מלמנות  
לחברות אחזקה ופיתוח בעל תפקיד המחזיק בסמכויות ניהול, ובמקום זאת אפשר  
להנהלות החברות, שמינה בעל השליטה, להמשיך ולכהן בתפקידן. בית המשפט הותר  
מצב דברים זה בעינו חרף טענות שבעל השליטה, נוחי דנקנר, פועל באופן המתיישב עם  
האינטרסים הצרים שלו, ולא דווקא כדי להיטיב את מצב החברות שנקלעו לקשיים,<sup>116</sup>  
ותחת החלפת ההנהלה מינה משקיף ומומחה כלכלי לחברה.<sup>117</sup>

112 שם, בפסקה 15 לפסק דינו של הנשיא גרוניס.

113 שם, בפסקה 17 לפסק דינו של הנשיא גרוניס.

114 סעיף 350(ב)(1) לחוק החברות קובע כי אם "הוגשה בקשת הבראה, רשאי בית המשפט,  
אם שוכנע כי יהיה בכך כדי לסייע להבראת החברה" לתת צו הקפאת הליכים. גם אם הוגשה  
בקשת הבראה, מתן צו הקפאת הליכים אינו אוטומטי אלא עניין הנתון לשיקול דעתו של  
בית המשפט.

115 ראו: סעיף 350(א) לחוק החברות, הקובע כי "בית המשפט רשאי למנות לחברה בהקפאת  
הליכים בעל תפקיד ליישום הליכי ההבראה, כולם או חלקם (בסימן זה – בעל תפקיד)", וכן  
סעיף 350(ב) לחוק החברות, הקובע כי "בית המשפט יקבע את סמכויותיו וחובותיו של  
בעל תפקיד, ובכלל זה רשאי הוא לקבוע כי לבעל התפקיד יינתנו הסמכויות והחובות, כולן  
או חלקן, הדרושות לשם ביצוע אחד או יותר מתפקידים אלה: (1) גיבוש תכנית להבראת  
החברה; (2) הסדרת החובות לנושי החברה; (3) ניהול החברה".

116 ראו: איל גבאי דוח המומחה – אי די בי חברה לאחזקות בע"מ (28.7.2013): "פערי  
התמריצים בין בעלי השליטה הנוכחיים לבין הנושים הם כה משמעותיים עד כי קיים חשש  
שיקטינו את גודל העוגה, וזאת חרף כישוריהם הפיננסיים והניהוליים של יחיד קבוצת  
השליטה" (עמ' 9); "דירקטוריון אי די בי אחזקות, שמונה על-ידי בעלי מניותיה ובפרט  
על-ידי בעלי השליטה בה, והנהלתה, שמונתה על-ידי אותו דירקטוריון, נדרשו כולם להשיא

בעל שליטה בחברה שנקלעה לקשיים לעולם נתון בניגוד עניינים בין טובתו האישית לבין טובת החברה והנושים. זהו מצב עניינים שיטתי ומוכנה. כאמור, לאחרונה אף בית המשפט העליון, בפרשת נמי נאמנויות,<sup>118</sup> הכיר בניגודי עניינים אלו. דא עקא, שכאשר עומד על הפרק המתווה הכלכלי של מכירת החברה שבקשיים כ"עסק חי", או את השליטה בה, למשקיע חיצוני, ניגודי העניינים של בעל השליטה פוגעים – כפי שהוסבר בפרק הקודם – בתחרות שיכולה להתפתח על רכישת החברה. דוגמה מובהקת לכך קיבלנו כאשר התברר כי בעל השליטה בקונצרן אי.די.בי מנסה לסלול את דרכו של "אביר לבן" (בכל פעם היה זה משקיע אחר), ובכל מקרה דורש להיוותר בעל שליטה בחברה.<sup>119</sup> בהמשך התברר כי בעל השליטה אף סיכם עם משקיעים שונים שניסה לגייס

את ערכם של נכסי החברה ולפעול להבראתה, והכל לטובת מוטבים אחרים – הם נושי אי די בי אחזקות. בה בעת, ניהלה אותה הנהלה משא ומתן על הסדר חוב עם הנושים וייצגה את ענייניו של בעל השליטה מולם. בעקבות ההתפתחויות במשא ומתן עם בעלי השליטה בקבוצה, כשלון המגעים עם המשקיע, חוסר הודאות והדלדלות האמון בין הצדדים, כלה ונחרצה עם נאמני אג"ח אחזקות לשים סוף לבעיית הנציג, המתמסכת בנייהול הבראת אי די בי אחזקות וליטול אחריות לכספם – בעצמם" (עמ' 129–130); "פרופ' בכצ'וק מראה בניתוחו... כי בהינתן חובותיה העמוקים של בעלת השליטה באי די בי אחזקות, למעשה לבעלי השליטה הנוכחיים בקבוצה יש 'אופציה מחוץ לכסף', שמייצרת תמריץ חזק לדחיינות ולהרווחת זמן. בהינתן התנודתיות בערך נכסי הבסיס של הקבוצה, שמן ומזל עשויים להביא לבעלי השליטה את הישועה. במצב עניינים זה, דחיית לוחות הזמנים מאפשרת לבעלי השליטה אפשרות להרוויח מהאופציה, שכעת עדיין נמצאת 'מחוץ לכסף', ובה בעת, מקנה להם את יתרונות השליטה וההטבות הכרוכות בה בתקופת הדחייה. פרופ' בכצ'וק ממשיך ומראה בניתוחו כי בין בעלי השליטה בקבוצה לנושי אי די בי אחזקות ונושי אי די בי פתוח פערי תמריצים משמעותיים: נניח למשל שתעלה אפשרות למכור את נכסי אי די בי פתוח במחיר השווה למלוא חובותיהן של אי די בי פתוח ואי די בי אחזקות גם יחד – לנושי שתי החברות, תהא זו הזדמנות פז. אך לבעל השליטה מכירה במחיר כזה אינה כדאית כלל ועיקר: היא משקפת את סיום המשחק עבורו ושוללת את נגישותו להטבות הכרוכות בשליטה. שלישיית, מנתח פרופ' בכצ'וק, עניינם של בעלי השליטה הנוכחיים נוגד את עניינם של הנושים גם בהיבט התזרימי. בהינתן רמת המינוף הגבוהה, בעלי השליטה צפויים להעדיף הזדמנויות עסקיות שיצרו נזילות עכשווית או קצרת טווח בחברה, על פני הזדמנויות המייצרות ערך לטווח ארוך. פערי התמריצים בין בעלי השליטה הנוכחיים לבין הנושים הם כה משמעותיים, עד שקיים חשש שישפיעו על היקף הנכסים והזכויות העומדים לחלוקה, ויקטינו את גודל העוגה, וזאת חרף כישוריהם הפיננסיים והניהוליים המצוינים של יחיד קבוצת השליטה" (עמ' 133–134). כן ראו רותם שטרקמן "מנהלים חמדנים, מפקחים חלשים, משקיעים עלובים – 9 דברים שלמד גבאי בחצי שנה" THEMARKERONLINE (29.7.2013).

117 ראו: עניין אי.די.בי (4.5.2013) (לעיל, הערה 78).

118 עניין נמי (לעיל הערה 2).

119 ראו גם: איתי לשם, נתי אגמון ונועה גלרמן "האם באי.די.בי מוותרים על הצלת הקונצרן בניגוד לחוק?" THEMARKERONLINE (9.9.2013) (המדגישים כי כל הצעות אי.די.בי להסדר

לטובת השקעה בחברות העליונות בפירמידה שנקלעו לקשיים, כי משקיעים אלו יימנעו מלהתחרות בו בהשתלטות על החברה.<sup>120</sup> המומחה שמינה בית המשפט העיר בהקשר זה בדין וחשבון שפרסם כי אמנם "...לא התבצע חיפוש מעמיק אחר משקיע, ללא מגבלות ותנאים ובלי כבילה בהסכמי שליטה קיימים או עתידיים".<sup>121</sup> ברי כי במצב דברים שכזה, ובשל הצורך בהגברת התחרות על רכישת החברה שבקשיים – נוכח חולשתו מלכתחילה של שוק רכישת החברות בקשיים – היה על בית המשפט להפעיל את שיקול דעתו כדי לנטרל את בעל השליטה, ככל שניתן, מיכולתו להשפיע מתוך החברה על יישום מתווה המכירה, לרבות באמצעות נושאי המשרה שמונו מטעמו. כמובן, ראוי לאפשר לבעל השליטה להתחרות בעצמו על רכישת השליטה בחברה או על רכישת נכסיה, אך זאת ככל משקיע אחר מן המניין, הגם שלבעל השליטה מן הסתם יתרונות על מתחריו, כגון מידע טוב יותר על החברה ופעילותה. למצער היה בית המשפט יכול להורות כי איתור המשקיעים וניהול משא ומתן עמם ייעשה באמצעות ועדה מקצועית לא תלויה (מטעם הנושים למשל);<sup>122</sup> או להגביל את משך הזמן שבו בעל השליטה יכול להציע בלעדית הסדר לנושי החברה מתוכה.

דוגמה נוספת להשפעה השלילית שיש לניגוד העניינים שבו מצוי בעל השליטה על התחרות למכירת החברה קיבלנו (בעקיפין) בפרשת בורגר ראנץ',<sup>123</sup> אם כי בשלב שבו בית המשפט כבר לא היה יכול למנוע את הנזק לתחרות על רכישת החברה שבקשיים. באותה פרשה התברר כי כשנתיים וחצי לפני שנפתח הליך לפירוק החברה מכרה בעלת השליטה, פז חברת נפט בע"מ (להלן – פז), 100% מהון המניות המונפק של החברה, שהייתה נתונה אותה עת בגירעון של כ-40 מיליון ש"ח, לאחד בשם יוסף חושינסקי. בין השניים סוכם כי חושינסקי יקבל את המניות ללא תמורה, אך יזרים לחברה סכום של 20 מיליון ש"ח כנגד שטר הון שיונפק לו, ואת ההון הזה ישיג באמצעות הלוואה מבעלת השליטה, פז. באותה עת החזיקה בעלת השליטה פז בשטר הון שהנפיקה החברה, וזאת בשל הלוואה בסך של כ-43 מיליון ש"ח שבעלת השליטה העמידה בעבר לחברה. בד

נושים כללו שני רכיבים קבועים: השארת נוחי דנקנר בקבוצת השליטה וקבלת פטור מתביעות אישיות נגדו ונגד יתר נושאי המשרה).

120 ראו: אפרת פרץ וחן מענית "עו"ד כספי מודה בסעיף הכובל מול משקיעים באי.די.בי" גלובס (14.8.2013).

121 איל גבאי, דוח המומחה בעניין אי די בי חברה לאחזקות בע"מ ואי די בי חברה לפתוח בע"מ (יולי 2013) בפסקה 364.

122 ראו והשוו: ת"צ (מחוזי ת"א) 11-01-26809-01 כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ (פורסם בנבו, 2011), בפסקאות 4(ג) ו-4(ה) להחלטה; כן ראו: האן (לעיל, הערה 5) בעמ' 286 (שם מפרט המחבר חלופה למינוי בעל תפקיד השולט בחברה בעת הבראתה, והיא המשך שליטה של הנהלת החברה בחברה תוך מינוי ועדת נושים לייצוג עניינם של כלל הנושים).

123 ראו: פר"ק (ת"א) 08-2325 בעניין בורגר ראנץ' מרכז (1983) בע"מ (בפירוק ובכינוס נכסים) (פורסם בנבו, 2013).

בבד עם העמדת ההלוואה של פז לחושינסקי, נרשם בספרי החברה כי פרעה הלוואה של 20 מיליון ש"ח שניתנה לה מבעלת השליטה. כן נרשם כי חושינסקי העמיד לחברה הלוואת בעלים, כנגד שטר הון, של 20 מיליון ש"ח. במילים אחרות, בפועל לא הוזרם הון לחברה, וממילא גם לא הזרים חושינסקי לחברה מאומה, אך רישום ההלוואה בסך של כ-43 מיליון ש"ח מבעלת השליטה פז השתנה ופוצל, כש-20 מיליון ש"ח נמחקו ונרשמו כהלוואה מבעל השליטה החדש, שלהבטחתה רשמה החברה שעבודים קבועים על המוניטין שלה, על מניות חברות בנות, על ציוד ונכסים ספציפיים, וכן שעבוד צף על כלל נכסי החברה. חושינסקי אף התחייב כי החברה לא תפרע את ההלוואה שנתן כל עוד לא נפרעה במלואה ההלוואה שקיבל מפז. עם זאת נקבע כי חושינסקי יהיה רשאי לקבל מן החברה כספים, ובלבד שאלו יועברו ישירות לפז למטרת פירעון ההלוואה שקיבל מפז לרכישת השליטה בחברה. במהלך השנתיים שקדמו לקריסת החברה פרע חושינסקי בדרך זו – כלומר מכספים ששילמה החברה – סכום הגבוה מחמישה מיליון ש"ח. שטר ההון של פז, בסך של כ-23 מיליון ש"ח, לא נפרע למעט סכום של 100 אלף ש"ח. כן התברר כי גם לאחר מכירת השליטה לחושינסקי, המשיכה פז להיות מעורבת בניהול החברה עד כדי כך שהייתה לה זכות וטו על כל הוצאה של שעלתה על 10,000 ש"ח. פרשה זו הובאה להכרעת בית המשפט כאשר נתבקש לאשר הסדר נושים, שכלל נושי החברה הסכימו לו פה אחד, ואשר בגדרו סוכם – כפשרה עם פז, שתייתר כל מאבק מצדה – כי פז תקבל סכום של כשמונה מיליון ש"ח (שהוא כ-40% מכלל הסכום שעמד לטובת פירעון לנושים). בית המשפט סירב לאשר הסדר נושים זה בקבעו כי הגם שהמפרקים הזמניים תמכו בהסדר זה, הוא אושר בידי נושי החברה תוך שהללו סבורים, אף שאפשר שאין לכך כל יסוד, כי פז היא נושה מובטחת, ולמעשה ייתכן כי החוב אליה צריך להיות במעמד נדחה.<sup>124</sup> כמה חודשים לאחר מכן דחה בית המשפט גם בקשה לאישור הסדר נושים שני ומשופר לכאורה שהגישו המנהלים המיוחדים של החברה לאישורו. בקשה זו נדחתה הן בשל הפערים בין שני ההסדרים שהוצעו לנושים, וגם מאחר שאף ההסדר המשופר לא שיקף, לדעת בית המשפט, את הבעייתיות במעמדה של פז (הפעם כנושה רגילה), שתביעת החוב שלה עדיין לא הוכרעה ובכל זאת הייתה צפויה לקבל בקירוב את אותו הסכום שיועד לה לפי ההסדר הראשון. במסגרת החלטתו העלה בית המשפט תהיות בדבר מניעיהם של המנהלים המיוחדים וציין כי "למעשה, מתקבל הרושם, כי נשתכחה מבעלי התפקיד העובדה כי עליהם לפעול למען כלל ציבור הנושים ונראה כי הם פועלים בעיקר מטעם פז".<sup>125</sup> מאוחר יותר הפך בית המשפט העליון את

124 ראו: שם, בפסקה 5 החלטת השופטת ד"ר מיכל אגמון-גונן. בית המשפט קבע, בין היתר, כי "אין לאפשר מצב בו נושים אלו [העובדים והנושים הרגילים – י"ר] נדחים מפני בעל שליטה קודם, שבהעברה סיבובית של הלוואות הצליח לקבל בטוחות, ולאחר שנתיים וחצי לחזור כנושה מובטח, לחברה שמכר במצב גרוע עם חובות גבוהים וללא כל תמורה. למצער, אין לאפשר זאת מבלי שהנושים יהיו מודעים לכך במפורש ובמודגש" (פס' 6 להחלטה).

125 ראו: עניין בורגר ראנץ (לעיל, הערה 123).

החלטתו של בית המשפט של חדלות פירעון. בית המשפט העליון קבע כי הברור העובדתי בבית המשפט של חדלות פירעון לא מוצה, ולא ניתנה לפז זכות טיעון במישור העובדתי והמשפטי, וכי קשה להלום כי בית המשפט ידחה הסדר נושים מיזמתו ללא בקשה של נושה כלשהו, מבלי לשמוע את בעלי התפקיד, בעיקר כאשר הוא מתח ביקורת על תפקודם של האחרונים. לגופו של עניין ציין בית המשפט כי הסדר הנושים השני שיפר את מצבם של הנושים הרגילים, ובדיון בפני בית המשפט העליון העלתה פז הצעה ששיפרה את מצבם עוד יותר. בית המשפט התייחס לשיעור הדיבידנד המכובד שיקבלו הנושים הרגילים ולדרך החתחתים הצפויה להם אם יהיה צורך לברר את תביעת החוב של פז, שאף יכולה להימצא נושה מובטחת. בית המשפט הוסיף כי ככל הנראה נפלה אי-הבנה בין בית משפט קמא לבין בעלי התפקיד, אך אין לזקוף זאת לחובתם של האחרונים.<sup>126</sup>

בלא קשר להכרעת בית המשפט, ראוי לדעתי להדגיש את ניגוד העניינים של בעל השליטה ואת יכולתו לדאוג לאינטרסים שלו על חשבון מכירת החברה למשקיע חיצוני "אמתי", שיזרים לה הון לשיקומה. אכן, גם אם נניח כי המכירה של החברה והשליטה בה לחושינסקי הייתה אמיתית ולא תעלול משפטית שתכליתו העדפת נושים, עדיין ראינו בפרשה זו, חלף התסריט הרצוי של מכירה תחרותית של החברה למרבה במחיר, כיצד בעלת השליטה מוכרת את שליטתה בחברה ל"אביר לבן" באופן שמאפשר לה לשדרג את מעמדה מנושה רגילה לנושה מובטחת. כמוכך, בית המשפט של חדלות פירעון סבר כי בפרשה זו נוצרו נסיבות קיצוניות שאילצו אותו למלא את שהחסירו המפרקים ולמנוע חלוקה לא מוצדקת של כספי הסדר הנושים לבעלת השליטה, והחלטתו הובילה להגשת הסדר נושים משופר. אך אני מבקש להדגיש לא סוגיה חלוקתית זו אלא את האירועים שסבבו את שלב מכירת החברה כאשר נקלעה לקשיים פיננסיים. אמנם בפרשה זו לא הייתה לבית המשפט יכולת להתערב בטרם נפתח הליך הפירוק, רק שנתיים לאחר מכן, אך כאשר לבתי המשפט יש אפשרות לנטרל את מעורבותו של בעל השליטה במכירת החברה – עליהם לשקול לעשות כן בשים לב להשפעה השלילית האפשרית שיש לניגוד העניינים שבו מצוי בעל השליטה על התחרות סביב רכישת החברה. אכן, הנקודה המרכזית היא שנטרול בעל השליטה מייצר כללי משחק שוויוניים יותר, ויש בו כדי למשוך משקיעים חיצוניים להצטרף לתחרות על רכישת החברה שבקשיים.

## 5. מעמד מחזיקי אג"ח "פרטיים"

לחברה הנתונה בקשיים פיננסיים נושים מסוגים שונים – נושים מובטחים, נושים בדין קדימה ונושים לא מובטחים. לאחרונה הורגשו היטב הבעיות המאפיינות קבוצה אחת של נושים לא מובטחים – המחזיקים ה"פרטיים" של איגרות חוב שהחברה הנפיקה כדי לגייס הון. בהשוואה לנושים לא מובטחים אחרים – במיוחד גופים מוסדיים

126 רע"א 8404/13 עו"ד שאול ברגזון נ' כונס הנכסים הרשמי (פורסם בנבו, 2013).

המחזיקים באיגרות חוב של החברה<sup>127</sup> – מחזיקי האג"ח הפרטיים סובלים מבעיות ייחודיות: הם מפוזרים, כבודדים החוב אליהם נמוך בדרך כלל במידה כזו שאינו מצדיק השקעה ניכרת בגבייתו, הם אינם ערוכים להתמודדות משפטית וכלכלית עם החברה כדי לגבות את חובם.<sup>128</sup> בשנים האחרונות עשו בתי המשפט מאמץ לסייע לקבוצת נושים זו. בפרשת דלק נדל"ן נתבקש בית המשפט של חדלות פירעון לאשר הסדר לחובות של כ-2.1 מיליארד ש"ח, שהציעה החברה למחזיקי איגרות חוב שלה – מוסדיים ופרטיים גם יחד. ההסדר, שהוצע בסופו של משא ומתן ארוך אשר במהלכו דחו אספות הנושים הצעה טובה פחות, כלל הזרמת הון מצד בעל השליטה יצחק תשובה (שהוסכם כי יקבל כנגדה פטור מתביעות עתידיות), וסוכם בגדרו כי הנושים הלא מובטחים של החברה יקבלו כ-30% מן החוב המגיע להם בפריסה של שבע שנים. בית המשפט, שבעבר כבר קבע כי בעת ההחלטה אם לפצל את הנושים לאספות סוג לצורך הצבעה על הסדר החוב<sup>129</sup> יש להביא בחשבון כי אם החברה בסכנה גוברת של חדלות פירעון, אין שוני בין האינטרס של מחזיקי אג"ח שמועד פירעון קרוב לבין זה של מחזיקי אג"ח שמועד פירעון רחוק, קבע כי כלל מחזיקי איגרות החוב של דלק נדל"ן יצביעו באספה אחת. עם זאת בית המשפט נדרש לשוני שבין מחזיקי אג"ח מוסדיים לפרטיים, ובחודש מרץ 2012, לקראת הצבעת הנושים על ההסדר המוצע, קבע מתווה להצבעת מחזיקי האג"ח הפרטיים. על פי מתווה זה, שנודע כ"מתווה דלק נדל"ן" ונעשה בו שימוש גם במקרים אחרים, הוסמך הנאמן של כל סדרת אג"ח המוחזקת בידי משקיעים פרטיים, במהלך האספה המקדימה, להצביע בשם מלוא אחוזי ההחזקה של הסדרה – אלא אם הסדרה

127 למונח "משקיע מוסדי" הגדרות שונות בדברי חקיקה שונים (השוו למשל: ההגדרה בתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), התשע"ב-2012 לעומת ההגדרה בתקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז-2007). ככלל ניתן לאפיין משקיעים מוסדיים כגופים אשר מנהלים כספי ציבור ומבצעים השקעות בהיקפים גדולים. מדובר במשקיעים מתוחכמים אשר מרכזים את עיקר הפעילות בשוק ההון. המשקיעים המוסדיים מחויבים להצביע באספות כלליות הנערכות בתאגידים שבהם הם מחזיקים זכויות הצבעה בתנאים מסוימים (ראו למשל: סעיף 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994; תקנה 2 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט-2009). המשקיעים המוסדיים כוללים בישראל את קרנות הנאמנות, קרנות הפנסייה, קופות הגמל וביטוחי החיים המשתתפים ברווחים. ראו: סעיף 5 לדוח הוועדה לבחינת קוד ממסל תאגידי (Corporate Governance) בישראל, מיום 12.12.2006; אירית חביב סגל דיני חברות לאור חוק החברות החדש 475 (כרך א, תשנ"ט); אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים" משפטים מ 309, 312 (תשע"א).

128 ראו: פר"ק (ת"א) 62206-01-12 דלק נדל"ן בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ (פורסם בנבו, 2012) (להלן – עניין דלק נדל"ן I), בפסקה 8 להחלטת סגנית הנשיאה ורדה אלשיך.

129 ראו בהקשר זה: סעיף 350(א1) לחוק החברות, הקובע כי אספות בעלי התביעות ייערכו בנפרד לכל "סוג", ומגדיר "סוג": "קבוצת נושים או בעלי מניות שלהם עניין משותף בנוגע להסדר או לפשרה, המובחן באופן מהותי מעניינם של שאר הנושים או בעלי המניות ואשר מצדיק קיום אסיפה נפרדת".

עצמה מחליטה כי על הנאמן לפצל את הצבעתו בשמה לפי התפלגות המצביעים בעד ונגד – כשלכל מחזיקי אג"ח פרטי ניתנה זכות להחריג את עצמו ולהגיע לאספת הנושים כדי להצביע הצבעה שונה מהצבעת הנאמן.<sup>130</sup> יש לשים לב, כי במסגרת מתווה זה, כשסדרה מסוימת מחליטה להתנגד להסדר הנושים, התנגדותה נחשבת עקרונית לכוון שמלוא משקל הסדרה עומד מאחוריה. תקנות החברות (בקשה לפשרה או להסדר), התשס"ב–2002 אף מאפשרות לנושה או לבעל מניות להצביע על ידי שלוח להצבעה או באמצעות הגשת הודעה בדבר הסכמה או התנגדות לפשרה או להסדר.<sup>131</sup> בסופו של דבר, להסדר שהציעה דלק נדל"ן הסכימו מחזיקי איגרות החוב שכונסו בשלוש אספות מקדימות, ברוב של כמעט 90% מערך הנשייה מקרב המשתתפים בפועל. הסכמתם הושגה לאחר שהובהר להם כי אם תפורק החברה, יוכלו לקבל כ-10% בלבד מערך נשייתם, אם כי אז תעמוד בפניהם אף האפשרות של הגשת תביעות נגד נושאי משרה ובעל השליטה. בית המשפט אישר את ההסדר, לאחר שהבהיר:<sup>132</sup>

הרחקתי לכת בהחלטות קודמות במטרה להקל על המחזיקים הקטנים למצות את מלוא כוח הצבעתם, כמו גם לשמר את הפוטנציאל של אותו מעין גוש חוסם של הסדרות המוחזקות ברובן בידי המחזיקים הפרטיים. בין היתר, בהחלטה שקבעה כי משקלה של סדרה בהצבעה יחושב לפי כוחה הכללי, בלא קיזוז אותם מצביעים שלא ישתתפו באספה המקדימה.

...

אלא, שדבר אחד אין ביכולתי, וכנראה אף לא ביכולת בית המשפט העליון או כל בית משפט אחר [לעשות]: אין אני יכולה "להציל את המצביעים הפרטיים מעצמם", ולאלין אותם לכתת רגליהם ולהצביע באספות המקדימות, במקום בו הם עצמם אינם מעוניינים בכך... בוודאי שאיני יכולה להחשיב, בניגוד לדין מפורש, את אותם מצביעים נעדרים ככאלו שהצביעו נגד ההסדר.

כאמור, בית המשפט של חדלות פירעון קבע בפרשת דלק נדל"ן מתווה להצבעת מחזיקי האג"ח הפרטיים ואף ניסה להקל על מחזיקי אג"ח אלו להשתתף בתהליך ההכרעה על קבלת הסדר הנושים העומד על הפרק או דחייתו. מהו הקו הרעיוני שביסוד החלטות אלו ומהי ההתפתחות המשפטית שהן משקפות? דרך אחת לנתחן היא לראות בהן חלק מן התגובה למחאה חברתית וציבורית שהתעצמה

130 ראו: עניין דלק נדל"ן I (לעיל, הערה 128) בפסקה 18.

131 ראו: תקנה 29(א) לתקנות החברות (בקשה לפשרה או להסדר), התשס"ב–2002.

132 פר"ק (ת"א) 12230-04-12 (בקשה מס' 58) דלק נדל"ן בע"מ נ' רוניק נבו נאמנויות בע"מ (פורסמה בנבו, 2012) (להלן – עניין דלק נדל"ן II), בפסקה 8 להחלטת סגנית הנשיאה ורדה אלשיך.

במהלך השנים האחרונות נוכח תופעת ה"תספורות" והסדרי החוב, אשר זכתה לעניין ציבורי הולך וגובר. מחאה זו אף העלתה לסדר היום הציבורי את השפעת הסדרי החוב על האזרח הקטן, בין שהשקיע את כספו ישירות בחברה, לרבות על דרך רכישת איגרות חוב שלה ובין שהשפעה היא על חסכוניותו המנוהלים בגופים מוסדיים, וחיזקה את הטענה כי נדרשת רגולציה מחמירה יותר, אשר תרסן בעלי שליטה וחברות באשר לשימוש שלהם בכסף ציבורי. התערבות בית המשפט בפרוצדורה לאישור הסדרי חוב נתפסת, על פי קו ניתוח זה, כחלק מן המאמץ לרסן את בעלי השליטה והחברות בשליטתם, אשר לוו כספים מן הציבור, וכניסיון לייצר כללי משחק שוויוניים יותר, שימנעו מקומץ בעלי הון וכוח לעשות בכסף ציבורי כבשלהם.

ברם דרך ניתוח אחרת, אינטואיטיבית פחות אך משכנעת יותר בעיניי, היא לראות בהחלטות בית המשפט של חדלות פירעון חלק מן המאמץ להגביר את התחרות על רכישת חברות שנקלעו לקשיים. שכן, להעצמת מחזיקי האג"ח הפרטיים, כקבוצה, שתי תוצאות חשובות מבחינתו של השוק, במיוחד מבחינתם של משקיעים חיצוניים המתלבטים אם להצטרף לתחרות על רכישת חברה בקשיים המוצעת למכירה: ראשית, בחיזוק מעמדם של מחזיקי האג"ח הפרטיים יש כדי להבהיר כי הדין לא יאפשר לבעלי שליטה לנצל את חולשתם של נושים אלו כדי להשיג הסכמה להסדר נושים שאינו הטוב ביותר האפשרי, ומי שיתחרה בבעל השליטה ויציע לנושים את ההצעה הטובה ביותר – יזכה לרכוש את החברה. שנית, והוא העיקר, חיזוק קולם של מחזיקי האג"ח הפרטיים פועל לאיזון משקלם של מחזיקי האג"ח המוסדיים, שחלקם מצוי בניגוד עניינים ועלול להעדיף את בעל השליטה (והסדר נושים תת-אופטימלי שהלה יציע) מטעמים שאינם קשורים לחברה הספציפית, כגון רצון לשמור על קשרים עמו בעסקיו האחרים, שאיפה למנוע חקירה בדרך שבה קיבלה החברה בעבר, מן המשקיעים המוסדיים, אשראי ללא בטוחות ועוד. אכן, ניגודי העניינים של מחזיקי האג"ח המוסדיים עלולים להרתיע משקיעים מבחוץ לנסות ולהיאבק בבעל השליטה על רכישת החברה שבקשיים. משקיעים חיצוניים אלו עלולים לחשוש כי יתקשו לקבל את הסכמת כלל מחזיקי האג"ח להצעתם גם אם תהיה טובה מזו של בעל השליטה, מכיוון שמחזיקי האג"ח המוסדיים יעדיפו, מטעמים זרים שאינם נוגעים לחברה ולטובתה, את בעל השליטה, ולעומת זאת קולם של מחזיקי האג"ח הפרטיים, הסובלים מן החולשות שתוארו לעיל, ייבלע ולא יישמע. במובן זה מתווה דלק נדל"ן פועל אף כדי להרגיע חששות אלו של משקיעים-בכוח חיצוניים.

## 6. הסדרת מעמדו של הנושה המובטח

לכאורה, כאשר עומד על הפרק המתווה הכלכלי של מכירת החברה למשקיע חיצוני, לנושה המובטח אין מעמד משפטי מיוחד. כאשר אין מחלוקת שמכירת החברה כ"עסק חיי" תשיא את שווי נכסי החברה, נושה זה בדרך כלל לא ינקוט הליך גבייה אינדיווידואלי – כינוס נכסים – לפירעון החוב המגיע לו. עדיפותו של נושה זה על הנושים הרגילים

מובטחת, ולכן הוא יסכים שלא לפעול למימוש הנכסים המשועבדים להבטחת חובו; ישלים עם צו הקפאת הליכים שאפשר שניתן ומונע זאת ממנו; או ישתף פעולה לצורך המכירה עם המפרק שמונה לצדו כדי לייצג את הנושים הלא מובטחים. אכן, הן המחוקק הן בתי המשפט עמדו זה מכבר על החשיבות שבמשטור התנהלות הנושה המובטח, וזאת כדי להבטיח קבלת תמורה הולמת עבור נכסי החברה ונטרול ניגודי אינטרסים אפשריים בין הנושה המובטח לבין הנושים הלא מובטחים. כך למשל נפסק כי כאשר הנושה מובטח ביתר, לעתים אין לו עניין בהשאת שווי המכירה מעבר לשיעור החוב המובטח, אפשר שיהיה מעוניין במימוש מהיר של הנכס גם אם מהלך כזה לא יניב את התמורה המרבית האפשרית, ועל כן יש לאפשר לבית המשפט לשקול למנות לצד בעל התפקיד מטעם הנושה המובטח – כונס הנכסים – בעל תפקיד נוסף – מפרק – שיפעל לטובת הנושים הלא מובטחים.<sup>133</sup>

אפשר שלנושה המובטח יהיה תפקיד חשוב בהגברת התחרות על רכישת החברה שבקשיים. כך למשל הנושה המובטח עשוי לשמש מממן אפשרי של משקיעים המעוניינים לרכוש את החברה שבקשיים.<sup>134</sup> לאור זאת ובשל ניגוד העניינים הפוטנציאלי בין הנושה המובטח לבין הנושים הלא מובטחים, על הדין לתת אפוא את הדעת להיבטים שונים הכרוכים בפעילותו. לאחרונה התייחס בית המשפט העליון לעניין זה והתווה כמה עקרונות יסוד בדבר מעורבות בית המשפט ובדבר המקרים שבהם ראוי להכפיף את מימוש נכסי החברה על ידי הנושה המובטח לפיקוחו. בית המשפט העליון אימץ למעשה את ההלכות שנקבעו בפסיקת בתי המשפט המחוזיים וקבע בין היתר כי כאשר שווי הנכס המשועבד עולה על שיעור החוב לנושה המובטח, יש מקום להטיל פיקוח של בית המשפט של חדלות פירעון באמצעות בעל התפקיד מטעמו על הליך המימוש שנוקט הנושה המובטח. הפיקוח צריך להיות זהיר ומידתי, ומטרתו למנוע פגיעה יתרה באינטרסים של החייב ושל הנושים הלא מובטחים או ניצול לרעה של כוח הנושה המובטח ונשייתו.<sup>135</sup> יצוין כי השופטת דפנה ברק-ארז הצטרפה לדעתו של השופט דנציגר, שמפיו ניתן פסק הדין, אך הוסיפה כי יש מקרים שבהם החשש הרגיל מפני ניגוד אינטרסים בין הנושה המובטח לנושים הלא מובטחים אף מתעצם, למשל, כאשר הנושה המובטח יכול להיות אחד המתמודדים במכרז על רכישתו של הנכס. במקרה כזה קיים לדבריה חשש מפני העדפה, אף מבלי משים, של מי ש"מקורב

133 ראו: פש"ר (ת"א) 466/93 גרבש נ' שלף (פורסם בנבו, 2000). הנושה המובטח נדרש אפוא להגיש לבית המשפט "בקשת נושה מובטח להמשך הליכים", ואז ניתנת לבית המשפט ההזדמנות לשקול מינוי בעל תפקיד נוסף לצד כונס הנכסים. ראו גם: רע"א 8122/08 ישראל נ' המנהל המיוחד (פורסם בנבו, 2008). כן ראו: ע"א 8044/13 לוי נ' שיכון ובינוי נדל"ן השקעות בע"מ (פורסם בנבו, 2014), המאמץ בין היתר את הלכת גרבש הנ"ל.

134 ראו: B. Espen Eckbo and Karin S. Thorburn, *Creditor Financing and Overbidding in Bankruptcy Auctions: Theory and Tests*, 15 J. CORP. FIN. 10 (2009).

135 עניין לוי (לעיל, הערה 133).

למלכות" תוך מכירת הנכס בסכום הפחות מערכו. על פי השופטת ברק-ארז, במקרים מעין אלה יש לבחון אם די בפיקוחו של בית המשפט כדי להפיג את החשש האמור. לאחרונה נדונה בארצות הברית פרשה שבה נדרש בית המשפט העליון הפרדלי לשאלה אם נושה מובטח ראוי להצטרף לתחרות על רכישת החברה תוך שהוא מציע כאמצעי תשלום את מחיקתו או קיזוזו של החוב אליו (credit bidding), במקום סכום כסף במזומן.<sup>136</sup> ראוי לחדד שאלה זו ולהבהיר כי היא מתעוררת בנסיבות שבהן לבעל השליטה, או לקברניטי החברה, אפשרות להשפיע על עיצוב התנאים למכירת החברה, והללו מנצלים אפשרות זו כדי לקבוע כי יהיה ניתן להגיש הצעות לרכישת החברה רק אם ההצעה כוללת תשלום במזומן. הדין האמריקאי מאפשר מפורשות לנושים מובטחים להציע לרכוש את החברה באמצעות קיזוז של החוב אליהם רק בחלק מן ההקשרים המשפטיים שבהם מתבצעת בארצות הברית מכירה של חברות בקשיים.<sup>137</sup> על כן התעוררה השאלה כיצד לפרש את הוראות החוק כאשר אין בו הוראה מפורשת בדבר credit bidding. בית המשפט העליון האמריקאי פסק באותה פרשה כי אי אפשר לכפות על נושה-מובטח-מתנגד הסדר נושים השולל ממנו את האפשרות להשתתף בתחרות על רכישת החברה שבקשיים באמצעות מחיקת החוב אליו.<sup>138</sup> נימוקי בית המשפט העליון אמנם היו לשוניים ופורמליסטיים-משהו, אך בפסיקה קודמת ובספרות כבר עלה של-credit bidding עשויה להיות נפקות להגנה על הנושה המובטח מפני מכירת החברה בשווי נמוך מדי ומפני ניגודי עניינים של בעלי שליטה בחברות בקשיים, העלולים לקפח את חלקם של יתר בעלי התביעות, כגון בקידום הצעה לרכישת החברה שמגיש "אביר לבן" מטעם בעל השליטה, גם אם הצעה זו אינה הגבוהה ביותר האפשרית.<sup>139</sup>

136 ראו: RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank (May 29, 2012) (להלן – עניין RadLAX).

137 בית המשפט נדרש בעניין RadLAX לשאלה כיצד יש לפרש את סעיף 1129(b)(2)(A)(iii), המאפשר לכפות הסדר נושים על סוג נושים מתנגד בין היתר בתנאי שנושים מובטחים יקבלו את השווי indubitable equivalent של תביעתם נגד החברה. הדינמיקה במקרים שעוררו שאלה זו הייתה של חברה ב-Chapter 11, המקבילה אצלנו להקפאת הליכים, המגישה לאישור בית המשפט הסדר נושים שלו הסכימו אספות הסוג למעט הנושה המובטח, ומבקשת כי בית המשפט יכפה את ההסדר על הנושה המובטח, כסוג מתנגד (מהלך המכונה גם cram down), מכיוון שהלה קיבל את ה-indubitable equivalent של תביעתו. במשפט הישראלי עשויה שאלה זו להתעורר בהקשר של סעיף 350ג(א)(2)(ב) לחוק החברות, הקובע כי בית המשפט ראוי לכפות הסדר נושים על סוג נושים מובטח שהתנגד לו בין היתר אם "נקבע לגבי כל אחד מהנושים כאמור כי ישולמו לו באופן מיידי ערך החוב המובטח או תשלומים דחויים בשווי ערך החוב המובטח, ונקבעו דרכים להבטחת פירעון התשלומים האמורים או כי הוא יקבל נכס בשווי ערך החוב המובטח".

138 ראו: עניין RadLAX (לעיל, הערה 136) בפסקה האחרונה לפסק הדין.

139 ראו: Rotem and Dekel (לעיל, הערה 9) בעמ' 336, 388–391.

## סיכום

סוגיית ההתמודדות עם קשייהם הפיננסיים של תאגידים הפכה לאחרונה מושא לעניין ציבורי הולך וגובר ולפיתוח משפטי. משקיעים רבים הפנימו בשנים האחרונות את חשיבות הטיפול המשפטי בפירמות שנקלעו לקשיים פיננסיים ואת הנפקות שיש לבחירה בכלל משפטי זה ולא אחר. במובן זה דיני פירוק ושיקום חברות זכו למקצת העדנה המגיעה להם. אלא שבכך אין די. עתה הגיעה העת – ויש לומר בהגינות כי הן המחוקק הן בתי המשפט כבר החלו במלאכה זו – "לנבור" בקרביהן של סיטואציות כלכליות מורכבות מן הסוג המאפיין אירועי חדלות פירעון של תאגידים ולעצב הסדרים משפטיים מיטביים שימזערו את הנזקים לבעלי התביעות נגד התאגיד. ברשימה זו הצבעתי על מטרה כלכלית, שדיני פירוק ושיקום חברות מצויים בעיצומו של תהליך לזיהויה ולאימוצה כתכלית – הגברת התחרות על רכישת חברה שבקשיים או נכסיה. אכן, הסביבה הכלכלית שבה נמכרים בישראל נכסים של חברה בקשיים פיננסיים דלה וסובלת מכשלים שונים בפעילות השוק. ההתמודדות עם סביבה בעייתית זו מצריכה רגולציה ומעורבות רגולטורית. עד עתה לא תרם המחוקק את חלקו והותיר את הזירה לבתי המשפט של חדלות פירעון. פסיקתם משקפת, בהקשרים משפטיים שונים, את המאמץ לעודד תחרות שוקית על רכישת נכסי חברה שבקשיים. במקרים מסוימים אי אפשר להסביר את הפסיקה אלא מתוך התייחסות אל תכלית זו. אולם כפי שהראיתי ברשימה זו, חרף כמה צעדים מבורכים לעיצוב הסדרים משפטיים המקדמים תכלית זו, שחלקם נעשו במהלך השנים האחרונות, לבתי המשפט, ולמחוקק, עוד מצפה עבודה לא מועטה.