

סמכות ללא אחריות? תגובה להצעה לביטול חבות נושאי משרה לפי חוק חדלות פירעון

מאת

אהוד קמר וקובי קסטיאל*

תקציר

סעיף 288 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018 מטיל חבות על דירקטורים ועל מנהלים כלליים שידעו או שהיה עליהם לדעת כי התאגיד נמצא בחדלות פירעון ולא נקטו אמצעים סבירים לצמצום היקפה. פרופסור דוד האן קורא לביטול הסעיף בטענה שהוא עלול להוביל לקבלת החלטות מתגוננת, הכוללת פתיחה מיותרת בהליכי חדלות פירעון. בינתיים הוא מציע ליטול את עוקצו של הסעיף באמצעות החלת כלל שיקול הדעת העסקי על החלטות נושאי משרה שנעזרו במומחים להבראת חברות, ותוהה אם להחילו גם על החלטות נושאי משרה שלא נעזרו במומחים. הוא אף מציע שינוי חוק שיאפשר לבית המשפט להשאיר את ההנהלה בתפקידה ללא פיקוח של נאמן חיצוני, כפי שקורה בארצות הברית.

המחברים מתנגדים להצעות אלה. סעיף 288 חל כשחברה היא חדלת פירעון, אך השליטה בה עודנה בידי בעלי המניות. בנקודת זמן זו נתונים נושאי המשרה בניגוד עניינים מובנה: הם התמנו בידי בעלי המניות, ועלולים לקדם את טובת בעלי המניות או את טובתם האישית על חשבון הנושים. ניגוד העניינים מתחדד כאשר לחברה יש בעל שליטה ונושאי המשרה נתונים להשפעתו. לפיכך אין להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי על החלטותיהם, ולכן חזקת הסבירות שסעיף 288 מעניק לנושאי משרה שקיבלו סיוע ממומחי הבראה ניתנת לסתירה. סעיף 288 הוא גמיש דייו כדי לתת מענה גם לעיתות משבר משקי דוגמת המשבר שחוללה מגפת הקורונה. בית המשפט יכול להבהיר, למשל, שבעת משבר משקי תוטל חבות רק במקרים קיצוניים.

עוד סבורים המחברים, כי אין מקום להפוך את החוק על פיו ולהשאיר את ההנהלה בתפקידה כפי שקורה בארצות הברית. סמכות למנות נושא משרה כנאמן כבר קיימת בחוק, והיא מותנית בכך שבית המשפט ייתן זכות טיעון לנושים וימנה נאמן חיצוני לצד נושא המשרה. בתמיכת הנושים העיקריים, פרשנות תכליתית של החוק אף תאפשר

* אהוד קמר הוא פרופסור מן המניין, וקובי קסטיאל הוא מרצה בפקולטה למשפטים של אוניברסיטת תל אביב. אנו מודים לרן אבנון, למיכל אלבוז, לעידו באום, לספי זינגר, לאסף חמדני, לשרון חנס, לרוני טלמור, לשופטת איריס לוי-עבודי, לעמיר ליכט, לשופטת רות רונן ולחברי מערכת כתב העת "עיוני משפט" על הערותיהם החשובות והמועילות ולשי נועם על עזרה מצוינת במחקר.

לבית המשפט להנחות את הנאמן החיצוני להתמקד בפיקוח בלבד. הסדר זה מאזן בין המשכיות הניהול לבין הגנת הנושים.

*

| | |
|---|--------------|
| | מבוא |
| א. אין מקום לכלל שיקול הדעת העסקי בחברה חדלת פירעון שנתונה לשליטת בעלי המניות | |
| ב. אין להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי על החלטות נושאי משרה שנעזרו במומחים להבראה | |
| ג. אין להותיר את נושאי המשרה בתפקידם בהליכי הבראה כדבר שבשגרה וללא נאמן חיצוני | |
| | סיכום |

מבוא

סעיף 288 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018 (להלן: חוק חדלות פירעון) מטיל חבות על דירקטורים ועל מנהלים כלליים שידעו או שהיה עליהם לדעת כי התאגיד נמצא בחדלות פירעון ולא נקטו אמצעים סבירים לצמצום היקפה. המחוקק סבר שסעיף זה הוא יישום של חובת הזהירות שחוק החברות, התשנ"ט-1999 מטיל על נושאי משרה.¹

במאמר מאיר עיניים טוען חברנו פרופסור דוד האן שסעיף זה מטיל חובה אחרת, אשר לדבריו עלולה להוביל את קברניטי החברה לקבל החלטות מתגוננות, ובהן פתיחה מיותרת בהליכי חדלות פירעון.² הוא מציע אפוא לבטל את הסעיף.³ בינתיים הוא מציע להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי על החלטות נושאי משרה שנעזרו במומחים להבראת חברות,⁴ ותוהה אם להחילו גם על החלטות נושאי משרה שלא נעזרו במומחים.⁵ כדי להניע את קברניטי החברה לפתוח בהליכי חדלות פירעון הוא מציע להסמיך את בית המשפט להשאירם בתפקידם ומביא ראיה מארצות הברית, שבה נושאי המשרה ממשיכים בדרך כלל לכהן בהליכים לפי פרק 11 לחוק פשיטת הרגל (Chapter 11 of the Bankruptcy Code).⁶

¹ ראו למשל בפרוטוקול ישיבה מס' 444 של ועדת החוקה, חוק ומשפט, הכנסת ה-20, 16-14 (23.7.2017) (להלן: פרוטוקול מס' 444), את דברי ספי זינגר מן הייעוץ המשפטי לממשלה ("בעצם אפשר היה לגזור את הסעיף הזה גם מתוך דיני החברות הכלליים. הסעיף הזה יותר ממה שהוא חובה חדשה, הוא ספציפיקציה וחיידוד של חובה שבגדול אפשר היה לגזור אותה באופן כללי").

² ראו דוד האן "אבני נגף בדין התאגידי: אחריות נושאי משרה – בין חוק החברות לחוק חדלות פירעון" **עיוני משפט** מג' 1, 42 (2020) (להלן: האן "אבני נגף").

³ ראו שם, בעמ' 55.

⁴ ראו שם, בעמ' 56.

⁵ ראו שם, בעמ' 45.

⁶ 11 U.S.C. § 1101-1174 (2018). ראו האן "אבני נגף", לעיל ה"ש 2, בעמ' 50.

אנו סבורים כי אין להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי כאשר החברה היא חדלת פירעון אך השליטה בה עודנה בידי בעלי המניות. בנקודת זמן זו נגועים נושאי המשרה בניגוד עניינים מובהק: הם התמנו בידי בעלי המניות, ועלולים לקדם את טובת בעלי המניות או את טובתם האישית על חשבון הנושים, אשר בינתיים הפכו לאחרונים שצפויים ליהנות מנכסי החברה. ניגוד העניינים מתחדד כאשר לחברה יש בעל שליטה ונושאי המשרה מזוהים עימו. אשר להסמכת בית המשפט להשאיר את נושאי המשרה בתפקידם, נציין כי סמכות למנות נושא משרה כנאמן ולאשר שהוא יעסיק נושאי משרה אחרים כבר ישנה בחוק, והיא מותנית בכך שבית המשפט ייתן זכות טיעון לנושים וימנה גם נאמן חיצוני. בתמיכת הנושים העיקריים, פרשנות תכליתית של החוק אף תאפשר לבית המשפט להנחות את הנאמן החיצוני להתמקד בפיקוח בלבד. אנו סבורים שהסדר זה מאזן בין המשכיות הניהול לבין הגנת הנושים.

א. אין מקום לכלל שיקול הדעת העסקי בחברה חדלת פירעון שנתונה לשליטת בעלי המניות

תכלית החברה היא השאת ערך נכסיה.⁷ היא מחייבת הן כאשר לחברה יכולת פירעון והן כאשר היא חדלת פירעון. גם חובות נושאי המשרה הן זהות בשני המצבים, וכוללות חובת זהירות וחובת אמונים לחברה. כאשר יש בידי החברה די ממון לפרוע את חובותיה, בעלי המניות צפויים להיות האחרונים שיהנו מנכסיה, ולכן הם רשאים לתבוע את נושאי המשרה בשם החברה.⁸ לעומת זאת כאשר אין בידי החברה די ממון

⁷ ראו ס' 11 לחוק החברות. כאשר יש בידי החברה די ממון לפרוע את חובותיה, בעלי המניות הם האחרונים שצפויים ליהנות מנכסיה, ולכן הם מעוניינים להשיא את ערכם. ראו למשל Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 J.L. & ECON. 395, 403 (1983). לעומת זאת כאשר אין בידי החברה די ממון לפרוע את חובותיה, הנושים הם האחרונים שצפויים ליהנות מנכסיה, ולכן השאת ערך נכסי החברה משמעה השאת ההחזר לנושים. ראו למשל אוריאל פרוקצ'יה *הגישה הכלכלית למשפט* 766-770 (אוריאל פרוקצ'יה עורך, 2012); עמיר ליכט "שמלה לך קצין תהיה לנו — למי חבים מפרק, כונס נכסים ובעל תפקיד את חובותיהם?" *נקודה בסוף משפט* 8.1.2018. amirlicht.wordpress.com/2018/01/08/103 (חובת האמון של בעל התפקיד בהליכי חדלות פירעון היא כלפי הנושים "במטרה להשיא את הערך שיעמוד לרשותם (וככל שיוותר ערך לזכות בעלי המניות, גם כלפיהם) וכן כלפי בית המשפט אשר בשמו הוא פועל"). ראו למשל זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעת רכש והתובענה הייצוגית" *משפטים* לב 381, 385 (2001). לזכות להגיש תביעה נגזרת בשם החברה בגין הפרת חובת זהירות או חובת אמונים של נושאי משרה, ראו ס' 194-206 ו-252-254 לחוק החברות.

לפרוע את חובותיה, הנושים צפויים להיות האחרונים שייהנו מנכסיה, ולכן הנאמן או הממונה על הליכי חדלות פירעון ושיקום כלכלי רשאים לתבוע את נושאי המשרה בשם החברה.⁹

בחברה בעלת יכולת פירעון כלל שיקול הדעת העסקי מגן על נושאי המשרה מחבות בגין הפרת חובת הזהירות אם החלטותיהם התקבלו באופן מיועד, בתום לב וללא ניגוד עניינים.¹⁰ צידוק מרכזי לכלל זה הוא הכוח שבידי בעלי המניות למנות את נושאי המשרה ולהעבירם מתפקידם. כאשר אפשר להעביר את נושא המשרה מתפקידו, אין טעם לבוא עימו חשבון על החלטה מיועדת ונעדרת עניין אישי שקיבל, שכן העלות הכרוכה בתביעה כזאת עלולה לעלות על התועלת.¹¹

אם נושא המשרה נעדר עניין אישי, בעלי המניות עשויים לבקש לחסנו גם מפני אחריות להחלטה שאינה מיועדת, ולכן אינה חוסה תחת כלל שיקול הדעת העסקי. חסינות כזאת עשויה בין היתר לחסוך לחברה עלויות התדיינות ולעודד נטילת סיכונים עסקיים בידי נושא המשרה. לכן החוק מאפשר לבעלי המניות לרכוש עבורו ביטוח אחריות, לשפותו ולהעניק לו פטור מאחריות.¹²

הבסיס לסלחנות כלפי נושאי המשרה נשמט אם החברה היא חדלת פירעון אך טרם ניתן צו לפתיחת הליכים ולמינוי נאמן.¹³ בשלב זה עוסק סעיף 288. כעת נתונים נושאי המשרה בניגוד עניינים מובנה. מינוי נאמן ליישום הליכי חדלות פירעון נוטל מהם את סמכויותיהם, ומלווה לא אחת בהחלפתם ובהגשת תביעות נגדם.¹⁴ לפיכך כל עוד

⁹ ראו ס' 288-291 לחוק חדלות פירעון.

¹⁰ לכלל שיקול הדעת העסקי, לתנאים להפעלתו ולקליטתו בדין הישראלי, ראו למשל ע"א 4857/16 **מנשה נ' יודיץ אייר בע"מ**, פס' 29-33 לפסק דינו של השופט דנציגר (פורסם בנבו, 24.4.2018); ע"א 7735/14 **ורדניקוב נ' אלוביץ'**, פס' 68-70 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 28.12.2016). ראו גם עמיר ליכט "שם הוורד: אמצעי זהירות" **משפט ועסקים** יט 475, 511-516 (2015) (להלן: ליכט "שם הוורד").

¹¹ ראו שרון חנס "כלל שיקול הדעת העסקי" **עיוני משפט** לא 313, 338-339 (2009); ליכט "שם הוורד", לעיל ה"ש 10, בעמ' 487-493; אוריאל פרוקצ'יה "חובת הזהירות של דירקטורים ונושאי משרה: מבט פסיכולוגי וכלכלי" **ספר יוסף גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי** 91, 102-103 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015).

¹² ראו ס' 259-261 לחוק החברות.

¹³ ראו ס' 33(א) לחוק חדלות פירעון.

¹⁴ ראו שם. להעברת הסמכויות הנתונות לאורגנים של החברה לידי הנאמן, ראו ס' 43 לחוק חדלות פירעון. ראו גם בפרוטוקול מס' 444, לעיל ה"ש 1, בעמ' 16, את דברי גור בליי, היועץ המשפטי של ועדת החוקה, חוק ומשפט ("אנחנו מהבחינה הזאת הרבה יותר דומים לדין האנגלי מול הדין האמריקאי, כי בשיטה הישראלית, בניגוד לשיטה האמריקאית, נושאי המשרה הולכים הביתה ומגיע נאמן. אז אתה כן חייב לתת להם איזה שהוא תמריץ נגדי כנגד הנטייה הטבעית שלהם לחכות ככל הניתן עם הפתיחה בהליכי

נושאי המשרה יעריכו שגורל החברה טרם נחרץ, הם ישרתו את בעלי המניות שמינו אותם, בפרט אם יש לחברה בעל שליטה ונושאי המשרה מזוהים עימו.¹⁵ לעומת זאת, אם נושאי המשרה יעריכו שגורל החברה נחרץ, הם יעסקו בהקטנת חשיפתם לתביעות. כך או כך עניינם של הנושים לא יהיה בראש מעייניהם.

הטיות אלה אינן מתיישבות עם החלת כלל שיקול הדעת העסקי. הטיה לטובת נושאי המשרה תוביל להתחמקות מהתמודדות עם קשיי החברה, והטיה לטובת בעלי המניות (בפרט לטובת בעל שליטה) תוביל לנטילת סיכונים מופרזים,¹⁶ להצנעת קשיי

חדלות פירעון בשביל לא ללכת הביתה").

15 ראו Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, 165 U. PA. L. REV. 1271, 1286-1291 (2017). ראו גם אסף חמדני ויוסף קלמנוביץ' "הבראה ללא הקפאה: הצעה למשטר חדש להסדרי חוב באג"ח סחירות" **משפט ועסקים** כ 247, 282 (2017); דיאנה בחור-ניר ויניב רחימי "הדח"צים שוכבים על הרצפה ואומרים 'כן'. פעם לנוחי, פעם לתשובה, פעם לפישמן" **כלכליסט** 14.6.2018. גם האן עמד על הזדהות נושאי המשרה עם בעל השליטה בדיוני הכנסת על ס' 288. ראו בפרוטוקול מס' 444, לעיל ה"ש 1, את דברי דוד האן, האפורטופוס הכללי והכונס הרשמי, בעמ' 12 ("בואו לא נשכח שפעמים רבות חושבים ככה דירקטורים – מה רוצה בעל שליטה, יש פה שחקנים אחרים בזירה שאתה צריך לקחת אותם בחשבון, במיוחד לאור התפישה של החוק שלא בכל תנאי ובכל הנסיבות יש לנושים יכולת לפנות לבית המשפט, אלא רק בנסיבות מסוימות. לא בכל תנאי. אז כאיזון אומרים גם להנהלה, לדירקטוריון: תנו דעתכם גם על קופת החברה בכללותה, לא רק על טובת בעלי השליטה... נדמה לי שבמקום כזה החידוד של האחריות של הדירקטורים יכול לפעול בדיוק את פעולתו: תתנתקו קצת מכבלי בעל השליטה").

16 זו הייתה הסיבה לחקיקת ס' 288. ראו את דברי ההסבר להצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ו-2016, ה"ח 593, 741 (להלן: דברי ההסבר להצעת חוק חדלות פירעון) ("אזור חדלות הפירעון מחדד את המתח שבין התאגיד וחברי התאגיד ובין הנושים. חברי התאגיד יעדיפו במקרים רבים לקחת סיכונים כדי לחלץ את התאגיד מהמשבר הכלכלי שאליו נקלע, וזאת גם אם הסיכויים להצלחתם נמוכים. לעומתם עשויים הנושים להעדיף לצמצם סיכונים בתקופה זו כדי להקטין את הפסדיהם... חששות אלה דורשים הסדרה שתבטיח את עניינם של הנושים באזור חדלות הפירעון"). ראו גם דוד האן **דיני חדלות פירעון** 280 (מהדורה שנייה, 2018) (להלן: **דיני חדלות פירעון**) ("אכן, ככל שחברה מתדרדרת מבחינה כספית כך מקוטבים עד למאוד ניגודי העניינים בין החברה ובעלי השליטה בה לבין הנושים. כל החלטה עסקית של החברה הנושאת סיכונים עשויה לקרוץ לבעלי השליטה בחברה. אם המהלך יצליח, הם ייהנו מעליית הערך הכלכלי של החברה, יצילו את השקעתם ואף ישביחוהו. ואולם, אם ההחלטה תיכשל, יישאו בתוצאה הנפסדת נושי החברה שיאבדו ערך כלכלי נוסף לזה שהיה עומד לפירעון חובותיהם ערב המהלך שעליו הימרה החברה"): Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership*

החברה ולדחיית ההתמודדות עימם,¹⁷ משום שרק כך יוכלו בעלי המניות לשמר בידיהם את השליטה בחברה ולהחזיר לעצמם חלק מהשקעתם. בשני המקרים לא יתקיים התנאי היסודי לכלל שיקול הדעת העסקי – היעדר ניגוד עניינים.¹⁸ לכן חוק חדלות פירעון אינו מאפשר לבעלי המניות להעניק פטור לנושאי משרה או לשפותם בגין נזקים שנגרמו עקב הפרת החובה מכוח סעיף 288; בעוד שהפטור או השיפוי יינתן בידי בעלי המניות, בנזקים יישאו הנושים, האחרונים שצפויים בשלב זה ליהנות מנכסי החברה.¹⁹

מתח דומה מתעורר בחלוקה אסורה. נושים רשאים לתבוע דירקטורים בשם החברה בגין חלוקה אסורה לבעלי המניות.²⁰ חלוקה אסורה יכולה לנבוע בין היתר מהפרה של חובת הזהירות.²¹ ואולם בעוד שחברה רשאית בדרך כלל לפטור דירקטורים מאחריות לנזק עקב הפרת חובת הזהירות כלפיה, היא אינה רשאית לעשות כן

לעלויות של העברת סיכון לנושים, ראו Assaf Eisdorfer, *Empirical Evidence of Risk Shifting in Financially Distressed Firms*, 63 J. FIN. 609, 610 (2008); גושן, לעיל ה"ש 8, בעמ' 260-261. לעלויות

לעלויות של דחיינות, ראו Barry E. Adler, Vedran Capkun & Lawrence A. Weiss, *Value Destruction in the New Era of Chapter 11*, 29 J.L. ECON. & ORG. 461, 479 (2013); Arturo Bris, Ivo Welch & Ning Zhu, *The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation Versus Chapter 11 Reorganization*, 61 J. FIN. 1253, 1254 (2006); William J. Donohoe, *To File or Not to File? Systemic Incentives, Corporate Control, and the Bankruptcy Decision*, 30 J. MGM'T 239, 254 (2004).

ראו למשל ליכט "שם הוורד", לעיל ה"ש 10, בעמ' 500-501. ראו ס' 288(ג) לחוק חדלות פירעון, הקובע כי "על אף האמור בסעיפים 259 ו-260 לחוק החברות, חברה אינה רשאית לפטור דירקטור או מנהל כללי מאחריותו לפי סעיף זה או לקבוע הוראה בתקנונה המאפשרת לשפות דירקטור או מנהל כללי בשל הפרת חובתו לפי סעיף קטן (א)". להצדקת סעיף זה, ראו למשל בפרוטוקול מס' 444, לעיל ה"ש 1, בעמ' 22, את דברי ספי זינגר ("מבחינה עיונית, אם המטרה של החובה הזאת היא למנוע גרימת נזק לנושים, אז מה הרעיון בזה שאני [בעל מניות] אתן [פטור] לחברה – היא בעצם הרבה פעמים מהצד השני, היא מי שרוצה בדיוק הפוך – שתיתן לו פטור מאחריות כדי שאחרי זה הוא לא יהיה חייב לנושים - - ?"); וכן פרוטוקול ישיבה מס' 546, 547 של ועדת החוקה, חוק ומשפט, הכנסת ה-20, 108 (6.2.2018), את דברי דוד האן ("יש בהחלט מקום לשלול את הפטור, לא בגלל שהנושים משלמים לעצמם, משום שמי יאשר את הפטור? האסיפה הכללית זה בעלי המניות, אבל הסיכון פה הוא לנושים. בעלי המניות ישמחו לפטור את הדירקטורים ממקום שחושף את הנושים. יש כבר תקדים לזה בסעיף 259(ב) לחוק החברות בעניין חלוקה אסורה, זה אותו דבר").

ראו ס' 204 לחוק החברות.

ראו ס' 311 לחוק החברות.

כשהפרה היא בחלוקה.²² גם כלל שיקול הדעת העסקי לא יחול.²³ הטעם לכך דומה לטעם שלא להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי בחברה חדלת פירעון שהשליטה בה עודנה בידי בעלי המניות: בשני המקרים עלולים נושאי המשרה לקדם את עניינם של בעלי המניות ולא את עניינם של הנושים.²⁴

לאור כל זאת אנו סבורים שאין להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי על הפרת החובה מכוח סעיף 288. החלת כלל זה תהיה מנוגדת להגיונו ולתנאיו.

האן מצביע על קשיים בזיהוי נקודת הזמן שבה החברה נעשית חדלת פירעון וסעיף 288 חל.²⁵ ואולם אין בכך כדי להצדיק הימנעות מהטלת חבות. קשיים דומים ישנם כל אימת שדיני החברות או דיני ניירות הערך משתמשים באמת מידה (standard) ולא בכלל (rule); כך הוא למשל במקרה של אמת המידה להגדרת הנקודה שבה פרט מידע הופך למהותי וטעון גילוי על פי דיני ניירות ערך,²⁶ של אמת המידה להגדרת הנקודה שבה בעל מניות הופך לבעל שליטה²⁷ או של אמת המידה להגדרת הנקודה שבה בעלי מניות נחשבים למחזיקים ביחד.²⁸ המענה על קשיים אלה הוא הגברת הוודאות ככל האפשר,

²² ראו ס' 259 לחוק החברות. למגבלות היכולת של בעלי מניות להחזין עלויות על צדדים שלישיים, ראו ע"א 10568/02 **בנק לאומי לישראל בע"מ נ' עו"ד הררי, מפרק החברה ברג יעקב ובניו בע"מ**, פ"ס 6 (פורסם בנבו, 23.5.2004) ("ככלל, רשאים [בעלי המניות] לעשות ברכושה כרצונם. עם זאת ייתכן שבנסיבות מסוימות רצון זה חייב להתחשב באינטרסים של צדדים שלישיים").

²³ ראו ת"ג (כלכלית ת"א) 47621-07-16 **חורב נ' בי קומינוניקיישנס בע"מ**, פ"ס 88-85 (פורסם בנבו, 18.7.2019) ("הכלל לא יחול שכן החלטת הדירקטורים לחלק דיווידנד היא החלטה שעלולה לפגוע בצדדים שלישיים – קרי נושי החברה"); פר"ק (מחוזי ת"א) 38141-09-10 **מלרג – הנדסה וקבלנות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי**, פ"ס 158 (פורסם בנבו, 17.12.2016) ("כשלעצמי אינני משוכנע שכלל פסיקתי זה [כלל שיקול הדעת העסקי] יכול להוות הגנה מפני אחריות בגין חלוקה אסורה").

²⁴ דוגמה נוספת למתח שבין בעלי המניות ונושאי המשרה שמינו לבין הנושים היא הליוואה שנותן בעל השליטה לחברה הנתונה בקשיים כלכליים. ראו דוד האן "הדחיית חובות מחקרי משפט כג 33, 69-72 (2006), שם מסביר האן כי לכל בעלי המניות עניין מנוגד לנושים בכל הנוגע לסיווג ההלוואה כחוב, ולכן אין להתייחס אל הדירקטוריון שמינו בעלי המניות כאל בקר בלתי-מעוניין של העסקה. השוו ת"א (מחוזי מ"ר) 47302-05-16 **בטר פלייס ישראל (ח.ת.) 2009 בע"מ (בפירוק) נ' אגסי**, פ"ס 71 (פורסם בנבו, 12.9.2018) (אין מקום לתחולת כלל שיקול הדעת העסקי "כאשר תכלית האחריות אינה להגן על טובת החברה (קרי, בעלי המניות), אלא להגן על צדדים שלישיים, כגון משקיעים פוטנציאליים בניירות הערך של החברה").

²⁵ ראו האן "אבני נגף", לעיל ה"ש 2, בעמ' 42-45.

²⁶ ראו תק' 36(א) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970.

²⁷ ראו את הגדרת "שליטה" בס' 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.

²⁸ ראו את הגדרת "החזקה" בס' 1 לחוק ניירות ערך.

ולא ויתור על אחריות.²⁹

בית המשפט אינו זקוק לכלל שיקול הדעת העסקי כדי לחסום תביעות סרק נגד נושאי משרה. יש לו שיקול דעת לבחון את התנהלות נושאי המשרה, את סוג החברה, את גודלה, את הסביבה העסקית שבה היא פועלת, את משך חדלות הפירעון, את זהות הנושים, את מידת תחכומם ואת עמדת הנושים הגדולים. הוא יכול להבהיר למשל, שבפרט בתקופת משבר כלכלי תוטל חבות לפי סעיף 288 רק במקרים קיצוניים.³⁰ יתרה מזו, לאחר פתיחה בהליכי חדלות פירעון יוכל רק הנאמן לתבוע, והוא יימנע מלדלדל את קופת הנשייה בתביעה חסרת סיכוי.

בישראל תיקי חדלות פירעון של חברות מגיעים למספר קטן של שופטים מומחים. להם ולממונה על חדלות פירעון ושיקום כלכלי, שזוכה לייצג את המדינה בפניהם, יש מבט רוחבי על דפוסי התביעה. הם יבחינו בשינוי במספר התיקים החדשים ובאופיים, וישמשו גורמים מייצבים בעת הצורך. פתרון מדוד של הפעלת שיקול דעת שיפוטי לפי הדין הקיים מאפשר להתחשב באקלים העסקי המשתנה, והוא עדיף על מתן חסינות גורפת לנושאי המשרה על חשבון הנושים.

ב. אין להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי על החלטות נושאי משרה שנעזרו במומחים להבראה

כעת נעבור לדון בהצעה לשעה שהעלה האן. האן מציע להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי למצער על החלטות נושאי משרה אשר נעזרו במומחים להבראת חברות

²⁹ השוו עמיר ליכט "מזמור לאזור – נושים, בעלי מניות וחובות אמונאות בסמיכות לחדלות פירעון" **נקודה בסוף משפט** 7.8.2016 amirlicht.wordpress.com/2016/08/07/55; עמיר ליכט "רומנסרו אזורי – חלוקת דיבידנד, הברחת נכסים, וחובות דירקטורים באזור חדלות הפירעון" **נקודה בסוף משפט** 6.3.2019 amirlicht.wordpress.com/2019/03/06. 140/ ס' 288(ד) לחוק חדלות פירעון מגן על נושא משרה שהסתמך בתום לב הסתמכות סבירה על מידע שלפיו התאגיד אינו נמצא בחדלות פירעון. סעיף זה נחקק בהשראת ס' 311(2) לחוק החברות, המגן על דירקטור בנסיבות דיומת מפני חבות בגין חלוקה אסורה. המידע שעליו ניתן להסתמך לפי שני הסעיפים יכול להיות גם עצת מומחה שעומדת בדרישות הפסיקה. דרישות אלה מפורטות להלן ה"ש 34. התנאי שההסתמכות תהיה סבירה מלמד, שכלל שיקול הדעת העסקי אינו חל עליה. יש בכך טעם: נושאי משרה שהתמנו בידי בעלי המניות הם מוטם בנושאים שבהם ישנו ניגוד עניינים בין בעלי המניות לבין הנושים.

³⁰ להתנגדות לאפשרות להשעות את החובה לפי ס' 288 בתקופת משבר הקורונה, ראו עמיר ליכט "כיצד יינגף הנגיף – כפפות, מסכות והשעיית החובה לצמצם את היקף חדלות הפירעון" **נקודה בסוף משפט** 3.4.2020 amirlicht.wordpress.com/2020/04/03/171.

חדלות פירעון שבשליטת בעלי המניות.³¹ סעיף 288 כולל הגנת "נמל מבטחים" בדמות חזקה שדירקטור או מנהל כללי נקט אמצעים סבירים לצמצום הדיקת חדלות הפירעון של התאגיד, אם נקט אמצעים להערכת מצבו הכלכלי של התאגיד ופעל כדי שהתאגיד יקבל סיוע מגורמים המתמחים בשיקום תאגידיים, ניהל משא ומתן עם נושי התאגיד כדי להגיע עימם להסדר חוב או פתח בהליכי חדלות פירעון. האן מציע לגבות החלטות של נושאי משרה שפנו אל נמל המבטחים הראשון לפי אמות המידה של כלל שיקול הדעת העסקי.³² אנו מתנגדים להצעה זו.

נמל המבטחים הראשון הוא פשוט לעגינה. הוא מסתכם בהזמנת חוות דעת שמעריכה את מצבו הכלכלי של התאגיד והסתייעות כלשהי בגורם המתמחה בשיקום תאגידיים. קל לאתר מומחה אשר יאשר את הערכת נושאי המשרה שמצב החברה אינו מצדיק פנייה לנושים או לבית המשפט. קל גם להסתייע בגורמים המתמחים בשיקום תאגידיים. אם נושאי המשרה יורשו לבחור מומחים כראות עיניהם, ואם המלצות המומחים ואופן יישומן יזכו לחסינות מוחלטת מפני ביקורת שיפוטית, לא יישאר דבר מהחובה שמטיל סעיף 288.³³ לכן על בית המשפט לבחון למשל את אופן בחירת המומחים וההתקשרות עימם, את מקצועיותם ואת הנתונים שנושאי המשרה מסרו להם.³⁴ במילים אחרות, חזקת הסבירות שסעיף 288 מעניק לנושאי משרה אשר קיבלו

³¹ ראו האן "אבני נגף", לעיל ה"ש 2, בעמ' 56.

³² ראו שם.

³³ ראו בפרוטוקול מס' 444, לעיל ה"ש 1, את דברי שי מילוא ("הצעת החוק מפנה אותנו לאיזה גוף שנותן לנו ייעוץ. עכשיו, זה לא גוף שבא מהאפיפיור, זה גוף שאני שוכר את שירותיו"). במקרים חריגים מומחים חשופים לתביעה. ראו למשל אלה לוי-וינריב "משרד רואי החשבון שטיינמן-עמינח ישלם 11.5 מיליון שקל לקופת הפירוק של קבוצת ענבל אור" **גלובס** 12.11.2018 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001260276; פר"ק (מחוזי ת"א) 59196-02-16 וולך נ' אור סיטי נדל"ן מקבוצת ענבל אור בע"מ (פורסם בנבו, 7.11.2018).

³⁴ השוו תנ"ג (כלכלית ת"א) 7541-12-14 לייבוביץ נ' יורש, פס' 115-116 (פורסם בנבו, 2.6.2016). ("במסגרת בחינת השאלה האם רשאים היו דירקטורים להסתמך על חוות דעת משפטית שניתנה להם לגבי סיווג העסקה כעסקת בעל עניין, יש לבחון בין היתר את נסיבות ההתקשרות עם עורך הדין שמסר לדירקטוריון את חוות הדעת. בהקשר זה תהיה משמעות לשאלה מי פנה לעורך הדין לצורך קבלת הייעוץ והאם הפונים היו דירקטורים מטעמו של בעל השליטה, או שמא הדירקטורים הבלתי תלויים. כמו ביחס לכל עניין אחר כך גם ביחס לפנייה לעורך דין לצורך חוות דעת משפטית יוכל בית המשפט לתת אומן רב יותר בחוות הדעת ובמסקנותיה, אם הפנייה לקבלה נעשתה על ידי מי שאין לו עניין אישי (ושאינו מייצג את מי שיש לו עניין אישי) בכך שתוצאת חוות הדעת תהיה כזו או אחרת. העדר העניין האישי עשוי להשליך על אופן הפנייה לנותן חוות הדעת, על השאלה האם הייתה רמיזה – גלויה או סמויה – ביחס לתוצאה הרצויה שלה ועוד כיוצא באלה עניינים שנוגעים לטיב הקשר בין מבקש חוות הדעת לעורך הדין המומחה. מובן שמעבר

סיוע מגורמים המתמחים בשיקום תאגידים ניתנת לסתירה. לשם ההשוואה נבדוק כיצד בתי המשפט בוחרים החלטה אחרת של דירקטוריון שחשוד בהטייה. דוגמה אחת היא החלטה של ועדת תביעות מיוחדת להמליץ לדחות תביעה נגזרת נגד נושאי משרה. הפסיקה במדינת דלאוור שבארצות הברית מאפשרת לדירקטוריון למנות ועדת תביעות מיוחדת המורכבת מדירקטורים נעדרים עניין אישי כדי שתבחן את הבסיס לתביעה ואת כדאיותה. ואולם בית המשפט לא ימהר לדחות את התביעה גם אם כך תמליץ הוועדה, ובפרט הוא לא יחיל את כלל שיקול הדעת העסקי על המלצה זו. תחת זאת הוא יבחן את עצמאות הוועדה ואת ההליך שניהלה, ויוכל להפעיל את שיקול דעתו העצמאי בשאלה אם יש בסיס לתביעה ואם היא כדאית.³⁵ גם הפסיקה בישראל מאפשרת להקים ועדות תביעה מיוחדות,³⁶ וגם היא אינה מחילה את כלל שיקול הדעת העסקי על המלצותיהן.³⁷ הטעם לכך הוא החשש שהוועדה תתקשה

לכך תהיה משמעות גם לניסיונו ומהימנותו של עורך חוות הדעת, לשאלה האם נעשו פניות קודמות לעורכי דין אחרים – שנדחו לאור עמדתם הראשונית לפיה מדובר בעסקה המחייבת אישור משולש, לתשתית העובדתית שניתנה לעורך חוות הדעת, ולשאלה האם נותן חוות הדעת בעצמו היה נקי משיקולים זרים. כן יהיה מקום לבחון את השאלה האם עורך חוות הדעת עצמו עשוי להיות אחראי כלפי מי שנפגע מחוות דעתו. עוד יש לציין כי לטעמי הנטל להוכחת ההסתמכות יהיה כבד יותר ככל שמדובר בדירקטורים מטעמו של בעל השליטה מאשר לגבי דירקטורים שהם בלתי תלויים³⁸; ע"א 6798/16 לייבוכיני י' יורש, פס' 16 (פורסם בנבו, 26.9.2017) ("יצוין כי הטרידה אותנו בתחילה הטענה לפיה עו"ד ר"ד זאב הולנדר (להלן: עו"ד הולנדר), שחיווה דעתו בישיבת דירקטוריון צמיחה כי עסקת שמן איננה עסקת בעלי עניין, היה למעשה 'עורך דין מטעם' שחוות דעתו הוזמנה לצורך אישור העסקה").

ראו *Zapata Corp v. Maldonado*, 430 A.2d 779 (Del. 1979).³⁵
 לביקורת על ועדות תביעה מיוחדות בישראל, ראו עמיר ליכט "עוד מחכה לאחד – מתי תוכל חברה ליטול תביעה נגזרת מידי התובע הנגזר?" *נקודה בסוף משפט* 18.1.2018. amirlicht.wordpress.com/2018/01/18/104.³⁶
 הברית, ראו C.N.V. Krishnan, Steven Davidoff Solomon & Randall S. Thomas, *How Do Legal Standards Matter? An Empirical Study of Special Litigation Committees*, 60 J. CORP. FIN. 101543 (2020).

ראו למשל תנ"ג (כלכלית ת"א) 815-09-13 **לנואל נ' מאור**, פס' 24 (פורסם בנבו, 11.3.2015) ("המלצות הוועדה אינן מחייבות את דירקטוריון החברה. מקל וחומר שהמלצות הוועדה וגם החלטת הדירקטוריון בעקבות קבלת המלצותיה אינן מחייבות את בית המשפט"); תנ"ג (כלכלית ת"א) 32690-10-11 **גוטליב נ' אילון אחזקות בע"מ**, פס' 99 (פורסם בנבו, 3.9.2012) ("בשלב השני יש לבחון את החלטת הוועדה לגופה. במסגרת זו תיבחן סבירות החלטת הוועדה ומידתיותה אל מול סיכויי התביעה וההסתבות שהחברה עשויה להפיק ממנה"). ראו גם אסף חמדני ורות רונן "מי שולט בתביעה הנגזרת?" **ספר יורם דנציגר – אסופת מאמרים לכבודו של השופט (בדימוס) פרופ' יורם דנציגר** 211, 236 (לימור זר-גוטמן ועידו באום עורכים, 2019) (אין להחיל את כלל

לקבל החלטה שתפגע בדירקטורים שמינו אותה. דוגמה אחרת להימנעות מהחלת כלל שיקול הדעת העסקי על החלטה של דירקטוריון שחשוד בהטיה היא במקרה של התנגדות הדירקטוריון למכירת החברה או העדפת קונה מסוים. הפסיקה במדינת דלאוור מחילה על החלטה זו לכל הפחות חובת מידתיות,³⁸ ובנסיבות מסוימות חובה להשיא את מחיר המכירה.³⁹ החוק בישראל מחמיר יותר, ואוסר על נושאי המשרה להתנגד להצעת רכש למעט בנסיבות מיוחדות.⁴⁰ הטעם לכך הוא החשש מפני הטיה של הדירקטוריון. הוא הדין בהחלטות נושאי משרה בחברה חדלת פירעון שבשליטת בעלי המניות אשר נעזרו במומחים להבראת חברות. גם עליהן אין מקום להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי לאור ההטיה של מקבליהן.

ג. אין להותיר את נושאי המשרה בתפקידם בהליכי הבראה כדבר שבשגרה וללא נאמן חיצוני

נקודה אחרונה שאליה נתייחס היא הצעתו של האן לעודד נושאי משרה להתמודד עם חדלות פירעון של החברה בשלב מוקדם, באמצעות שימוש בגזר במקום במקל. המקל הוא הטלת אחריות על נושאי משרה אשר נמנעו מנקיטת אמצעים לצמצום היקף חדלות הפירעון של החברה; הגזר הוא הותרת ניהול החברה בידי נושאי המשרה אשר פתחו בהליכי חדלות פירעון. שימוש בגזר, מסביר האן, מקובל בארצות הברית ויפה גם לישראל.⁴¹

איננו שותפים לדעה שראוי כיום להפוך את חוק חדלות פירעון על פיו. ראשית, החוק כנכנס לתוקף זה מקרוב ויישומו טרם נבחן. שנית, שינוי כה מהותי מחייב מערכת איזון אחרת מזו שבחוק, אשר תכלול פיקוח הדוק יותר של הנושים ומנגנונים חלופיים לבדיקת תביעות נגד התנהלות נושאי המשרה לפני חדלות הפירעון. אין לצפות כי נושאי משרה שיישאו בתפקידם יבדקו את עצמם. הדין האמריקני מעניק סמכויות רחבות לוועדת הנושים בהליכי חדלות פירעון, ובהן סמכות לדרוש מינוי של בודק

שיקול הדעת העסקי על המלצת ועדת תביעות מיוחדת, אלא יש לאמץ גישה דומה לזו של בתי המשפט בדלאוור).

³⁸ ראו Unocal v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

³⁹ ראו Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

⁴⁰ ראו ס' 330 לחוק החברות.

⁴¹ ראו האן "אבני נגף", לעיל ה"ש 2, בעמ' 50.

חיצוני⁴² וסמכות לתבוע נושאי משרה.⁴³ בישראל סמכויות ועדת הנושים מצומצמות יותר, שכן ברירת המחדל היא מינוי של נאמן חיצוני לניהול ההליכים.⁴⁴ רק לנאמן ולממונה על חללות פירעון ושיקום כלכלי סמכות לתבוע את נושאי המשרה בשם החברה.⁴⁵ יש להיזהר אפוא מפני ייבוא רכיב בודד של דין זר תוך התעלמות מרכיבים אחרים שמאזנים אותו.

שלישית, גם אם נבקש להרהר בשינויים אפשריים בחוק, ספק אם ראוי לכלול בהם העדפה שההנהלה תישאר בתפקידה, כפי שמשמע מהפנייתו של האן לדין האמריקני (שכלל משאיר את ההנהלה בתפקידה בהליכי הבראה)⁴⁶ ומרצונו להפיג את חששם של נושאי המשרה מהחלפה אם יפתחו בהליכי חללות הפירעון. חללות פירעון אינה נובעת בהכרח משגיאות של ההנהלה; ואולם הליכי חללות הפירעון יהיו ברכה לבטלה

⁴² לפירוט סמכויות ועדת הנושים בארצות הברית, ראו 11 U.S.C. §1103 (2018). הדין האמריקני קובע שבית המשפט ימנה בודק חיצוני לחקור את התנהלות החייב לפי דרישת בעל עניין אם חובו של החייב עולה על 5 מיליון דולרים. ראו 11 U.S.C. §1104 (2018). הוראה זו החליפה את החוקה שהייתה בדין האמריקני לפני חקיקת Chapter 11 כי יש למנות נאמן חיצוני. ראו Paula D. Hunt, *Bankruptcy Examiners Under Section 1104(b): Appointment and Role in Complex Chapter 11 Reorganizations of Failed LBOs*, 70 WASH. U. L.Q. 821, 834-837 (1992). בתי המשפט פיתחו חריגים המאפשרים להימנע ממינוי בודק חיצוני כשהדבר עלול לפגוע בניהול התיק, אולם בתיקים גדולים נטייתם למנות בודק חיצוני חזקה במידה ניכרת. ראו Jonathan Lipson, *Understanding Failure: Examiners and the Bankruptcy Reorganization of Large Public Companies*, 84 AM. BANKR. L.J. 1, 5 (2010) ("Holding other things equal, a request for an examiner was three times more likely in a case with a debtor having at least \$100 million in net assets. Cases in which examiners were appointed had mean liabilities twice the size of cases (where the motions were not granted").

⁴³ לסמכות ועדת הנושים בארצות הברית לתבוע נושאי משרה, ראו Peter C. Blain & Diane H. O'Gawa, *Creditors' Committees Under Chapter 11 of the United States Bankruptcy Code: Creation, Composition, Powers, and Duties*, 73 MARQ. L. REV. 581, 605-609 (1990).

⁴⁴ ראו את דברי ההסבר להצעת חוק חללות פירעון, לעיל ה"ש 16, בעמ' 629. לפירוט סמכויות ועדת הנושים בישראל, ראו ס' 264-265 לחוק חללות פירעון.

⁴⁵ ראו ס' 288-291 לחוק חללות פירעון. ראו גם בפרוטוקול מס' 444, לעיל ה"ש 1, בעמ' 40, את דברי ספי זינגר ("הניסוח המקורי של הצעת החוק לא הגביל את מי יגיש את התביעה. הצעת היועץ המשפטי של הוועדה היא כן להגביל את זה לממונה או לנאמן שהם בעצם מרכזים תהליכים. כלומר, שלא יהיה פה איזה משהו מבזר שעכשיו כל אחד מגיש איזה שהוא כיוון, אלא הממונה..."); ואת דברי דוד האן, בעמ' 12 ("נדמה לי שהיכולת של כל נושה באשר הוא לבדו להגיש תביעות יוצר ריבוי פוטנציאלי של תביעות שאינן נדרשות. חזקה על הנאמן שייצג בצורה ראויה את כלל הנושים, זה תפקידו").

⁴⁶ ראו למשל Michael Bradley & Michael Rosenzweig, *The Untenable Case for Chapter 11*, 101 YALE L.J. 1043, 1044 (1992). ראו גם האן "אבני נגף", לעיל ה"ש 2, בעמ' 13.

אם הנהלה כושלת תישאר במקומה. עדויות לכך קיימות כבר היום: אסף חמדני ואנה ססי-ברודסקי מוצאים קשר חיובי מובהק בין הישארות בעלי שליטה ונושאי משרה מטעמם לאחר שיקום חברה לבין חזרה לחדלות פירעון.⁴⁷ להבדיל מארצות הברית, בישראל עדיין ישנם בעלי שליטה ברוב החברות הציבוריות.⁴⁸ בחברות אלה ההנהלה מורכבת לרוב מאנשי אמון של בעל השליטה, אשר יעדיפו את טובתו על פני טובת הנושים.⁴⁹ נושאי משרה שיסרכו להיכנע ללחציו של בעל השליטה עלולים למצוא את עצמם מחוץ לחברה.⁵⁰ גם האן עומד על חשש זה בספרו על דיני חדלות פירעון, שם הוא מציין כי "בחברות בבעלות מרוכזת החלפת ההנהלה כבעל תפקיד חיצוני תגשים טוב יותר את שאיפת הדין למנות מקבל החלטות שיפעל להשאת הערך הכלכלי של החברה ויתמקד בהגנה על ערך תביעותיהם של הנושים".⁵¹

אף בחברות ללא בעלי שליטה ספק אם הותרת נושאי המשרה בתפקידם נדרשת כדי לעודדם להתמודד עם קשיי החברה. נושאי משרה שחוששים לאבד את משרתם יכולים לקדם הסדר חוב שלא במסגרת צו פתיחת הליכים וללא מינוי בעל תפקיד.⁵² הוראות סעיפים 337-345 לחוק חדלות פירעון מקילות על נושאי המשרה לעשות זאת במסגרת משא ומתן מוגן. לשם כך קבע המחוקק הסדר זה.⁵³

47 ראו אסף חמדני ואנה ססי-ברודסקי "הבראה או דחיית הקץ? בחינה אמפירית של הסדרי חוב באג"ח סחירות" 20 (טיוטה, 13.1.2020). (מדגם של 85 הסדרי חוב של חברות ישראליות שהנפיקו איגרות חוב בין השנים 2008 ו-2018).

48 בדצמבר 2018 היו בעלי שליטה בכ-88% מהחברות שנסחרו רק בישראל. ראו משרד המשפטים ורשות ניירות ערך "קול קורא להתייחסות הציבור לצורך בהתאמות בכללי הממשל התאגידי" (23.9.2019) www.gov.il/BlobFolder/rfp/call-for-bids-150919/he [/call-of-bids-final.pdf](http://www.gov.il/BlobFolder/rfp/call-for-bids-150919/he/call-of-bids-final.pdf)

49 ראו לעיל ה"ש 15 והמקורות הנזכרים שם.

50 ראו למשל גולן חזני "ערן סער במכתב קשה לדירקטוריון דסק"ש: אלשטיין פיטר אותי כדי לחלק דיבידנד" **כלכליסט** 17.3.2020, L 17.3.2020 www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L_17.3.2020_3801575,00.html; עומרי כהן "מנכ"ל דסק"ש המפוטר: נאלצתי להדוף הצעות לעסקאות ופעולות שלא עמדו בקנה אחד עם טובת החברה" **גלובס** 17.3.2020 www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001322119 (סיום כהונת מנהל כללי על רק התנגדותו לרצון בעל השליטה בחברה לחלק דיבידנד לאור מצבה הכספי).

51 ראו האן **דיני חדלות פירעון**, לעיל ה"ש 16, בעמ' 379.

52 ראו ס' 317-326 לחוק חדלות פירעון. הסדרי חוב שכאלה שכיחים בקרב חברות איגרות חוב. ראו חמדני וקלמנוביץ', לעיל ה"ש 15, 282-281.

53 ראו את דברי ההסבר להצעת חוק חדלות פירעון, לעיל ה"ש 16, בעמ' 629 ("החוק המוצע אמנם מצמצם את האפשרות למינויו של נושא משרה לבעל תפקיד, אך מציע מסלול נוסף שיאפשר לנושאי המשרה לשמור על שליטתם בתאגיד. בפרק ד' לחלק י' לחוק המוצע מוצע להוסיף מסלול להסדר חוב לתאגיד המבקש לפתוח בהליכים להסדר

האן מציע לתת לבית המשפט שיקול דעת אם להשאיר את נושאי המשרה בתפקידם או להחליפם כבעל תפקיד. ייתכנו מקרים, שבהם הותרת נושא משרה בתפקידו תקדם את הליכי חדלות הפירעון בזכות כישוריו או בזכות היכרותו עם החברה. ואולם גם תחת שיקול דעת שיפוטי אין מקום להעדפה שנושאי המשרה יישארו בתפקידם, וללא העדפה כזאת קשה לראות איך יפוג חשש נושאי המשרה מפני החלפתם; שהרי הגזר אינו גזר אם הסיכוי להישאר אינו גבוה.

גישתנו עולה בקנה אחד עם סעיף 36 לחוק חדלות פירעון, המאפשר לבית המשפט למנות נושא משרה בתאגיד כנאמן אם שוכנע כי יהיה בכך כדי לסייע להליכי חדלות הפירעון, ובלבד שייתן זכות טיעון לנושים וימנה נאמן נוסף חיצוני.⁵⁴ הנאמן הנוסף נדרש, משום שיש ניגוד עניינים בין תפקידו הקודם של נושא המשרה לבין תפקיד הנאמן, למשל לעניין בדיקת התנהלותם של נושאי המשרה.⁵⁵ הנאמן החיצוני משמש זרועו הארוכה של בית המשפט, ויכול לאסוף מידע שסייע לבית המשפט להעריך את התנהלות נושאי המשרה לפני חדלות הפירעון.⁵⁶ מינויו אף מפיג את חשש הנושים ומבטיח את ייצוגם.⁵⁷ איננו רואים ברצון להניח את דעת נושאי המשרה, בתקווה שלא

חוב בשלב מוקדם של הקשיים הכלכליים, תוך הותרת השליטה בתאגיד בידי האורגנים שלו. במסגרת מסלול זה אכן לא ניתן לתאגיד סעד של הקפאת הליכים, אך מוענקות לו הגנות אחרות לצורך ניהול משא ומתן לקראת הסדר חוב. מסלול זה – של ניהול משא ומתן מוגן – נועד בין השאר לתמרץ את נושאי המשרה בתאגיד להגיע להסדרי חוב בשלב מוקדם בלי לחשוש מנטילת השליטה בתאגיד מידיהם“).

54 ס' 44 לחוק חדלות פירעון, שלפיו באישור בית המשפט רשאי הנאמן להעסיק אדם שיסייע לו בניהול הליכי חדלות הפירעון, יכול לשמש להותרת נושאי משרה נוספים בחברה. ס' 91 לחוק קובע, שאישור תוכנית לשיקום כלכלי מחזיר את הסמכויות שהועברו לנאמן לאורגנים של התאגיד ולנושאי המשרה בו. עוד לפני כניסת חוק חדלות פירעון לתוקף מינה בית משפט מנהל כללי של חברה כבעל תפקיד לצד נאמן חיצוני שיפקח על תהליך ההבראה. ראו פר"ק (מחוזי י-ם) 14554-02-14 Hadassah Women's Organization of America Inc. נ' הסתדרות מדיצינית הדסה, פס' 30-25 (פורסם בנבו, 11.2.2014). מינוי זה היה לפי ס' 350 לחוק החברות. למקרה שבו מונה דירקטור בלתי-תלוי כבעל תפקיד בתמיכת הנושים לצד קצין הבראה חיצוני, ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 10906-12-18 רונק פז נבו נאמנויות נ' ברוקלנד, פס' 21 (פורסם בנבו, 20.2.2019).

55 ראו דברי ההסבר להצעת חוק חדלות פירעון, לעיל ה"ש 16, בעמ' 631.

56 ראו שם, בעמ' 629 (“על אף האפשרות למינוי נושא משרה בתאגיד לנאמן, החוק המוצע אינו מאפשר להותיר את התאגיד בלא מינוי נאמן כלל. זאת בשל חשיבות שבמינויו של בעל תפקיד שימש זרועו הארוכה של בית משפט ויהיה אחראי על יישומם הראוי של ההליכים. בכך סוטה החוק המוצע במידה מסוימת מהסדר הקבוע היום בסעיף 350 ד לחוק החברות, המאפשר בתנאים מסוימים להחיל הקפאת הליכים בלא מינוי בעל תפקיד“).

57 ראו האן דיני חדלות פירעון, לעיל ה"ש 16, בעמ' 280 (“יכולתם של הנושים... להטלת

ישתהו בפתיחת הליכי חדלות פירעון, טעם מספיק כדי לוותר על אמצעי פיקוח זה.⁵⁸ יש גם טעם בדרישת החוק כי בית משפט ייחס משקל לעמדת הנושים בהחליטו אם למנות נושא משרה כנאמן. בשלב זה הנושים מעוניינים יותר מכל גורם אחר להשיא את ערך הנכסים, ולכן אינם פועלים מתוך גחמה. גם היום, מחוץ להליכי חדלות פירעון, אין הם מבקשים להדיח כל נושא משרה.⁵⁹ הותרת נושאי משרה בתפקידם ללא התחשבות בעמדת הנושים עלולה לשבש את ההבראה, כשם שנטילת הבחירה בנושאי משרה מבעלי המניות של חברה בעלת יכולת פירעון עלולה לשבש את תפקודה.

האיזון שקבע המחוקק בסעיף 36 לחוק חדלות פירעון מוכיח את עצמו. כך, למשל, באחד המקרים הראשונים שהגיעו לבית המשפט בעקבות מגפת הקורונה הגישו עובדי חברה שעבודתם הופסקה בגלל קשיי נזילות של החברה בקשה לפתיחת הליכים.⁶⁰ בהסכמת העובדים והממונה על הליכי חדלות פירעון ושיקום כלכלי מינה בית המשפט את המנהל הכללי של החברה כנאמן, לצד נאמן חיצוני שעליו המליצה הממונה. במקום אחר הסבירה הממונה, כי היא תשקול לגבש עמדה עקרונית שלפיה בעלי השליטה יוכלו להיות נאמנים בחברות אשר נקלעו לחדלות פירעון עקב משבר הקורונה ואשר ניתנות לשיקום.⁶¹ במקרים כאלה תהיה חשיבות לזהות הנאמן החיצוני שבית המשפט מינה, לכישוריו ולתמריציו, משום שרק הוא יוכל להשגיח למען בית המשפט על הנעשה בחברה. בתמיכת הנושים העיקריים, פרשנות תכליתית של הסעיף

פיקוח מטעמם על התנהלות החברה, תשמש בקר יעיל שעשוי לרסן חברות מלנקוט פעולות נמהרות ומסוכנות יתר על המידה לחברה ולנושיה"; שם, בעמ' 390 ("בעל התפקיד או הדירקטורים החדשים ישכילו לרסן כל חשש מפני התנהגות בלתי ראויה של הנהלת החברה ומפני הטייתיה המתמידות לטובת בעלי המניות").

58 חקיקה של האיחוד האירופי משנת 2018 מאפשרת להשאיר נושאי משרה בתפקידם בהליכי חדלות פירעון, אך מחייבת למנות נאמן חיצוני לפי דרישת רוב הנושים. ראו Directive (EU) 2019/1023 of the European Parliament and of the Council on Preventive Restructuring Frameworks, on Discharge of Debt and Disqualifications, and on Measures To Increase the Efficiency of Procedures Concerning Restructuring, Insolvency and Discharge of Debt, and Amending Directive (EU) 2017/1132 (Directive on Restructuring and Insolvency), Article 5 (Jun. 20, 2019), 2019 O.J. (L 172) 18

59 כך למשל, המנהל הכללי של אלון רבוע כחול ישראל בע"מ החל לכהן כשנה לפני אישור הסדר הנושים של החברה והמשיך לכהן כשנתיים לאחר ההסדר. ראו גולן חזני "ישראל יניב מונה למנכ"ל אלון רבוע כחול" כלכליסט 13.8.2015 www.calcalist.co.il/markets ; "אורן הוד מונה לתפקיד מנכ"ל אלון רבוע כחול" www.bizportal.co.il/capitalmarket/news/article/750558 8.8.2018

60 ראו חדל"ת (מחוזי ת"א) 37468-03-20 אינפיבונד בע"מ נ' הממונה על הליכי חדלות פירעון ושיקום כלכלי (פורסם בנבו, 25.3.2020).

61 ראו עידו באום "חוק שיעזור לשוכרים? מאז מלחמת יום כיפור המדינה לא התערבה כך בחוזים" **דה מרקר** 2.4.2020 www.themarker.com/law/premium-1.8732336

אף תאפשר לבית המשפט להנחות את הנאמן החיצוני להתמקד בפיקוח בלבד.⁶² לבסוף נעיר, כי שינוי זה משמעותי בחוק חייב להתבסס על ראיות מוצקות. בארצות הברית ישנם מחקרים המטילים ספק ביעילות של הליכי חדלות פירעון תחת ההנהלה הקיימת,⁶³ ויש מי שקוראים להחליפם בשיטה של מינוי נאמן לצד ההנהלה המכהנת או במקומה.⁶⁴ אחרים טוענים שהצורך לגייס הלוואות חדשות במהלך ההכרזה מכפיף את ההנהלה לתכתיבי המלווים או מחייב אותה להתפטר,⁶⁵ מה שדוחף הנהלות ליטול סיכוני יתר ולהימנע מפתחה בהליכי הכרזה.⁶⁶ ביקורות אלה טעונות בדיקה בטרם נייבא לישראל את השיטה האמריקנית או גרסה מרוככת שלה. חסרונות הגזר שהאן מציע כדי לעודד נושאי משרה לפתוח בהליכי חדלות פירעון אינם מאפשרים להחליף בו את המקל שבסעיף 288. בעוד שבחברה בעלת יכולת פירעון החשש מפני החלפה בידי בעלי המניות הוא תמריץ עבור נושאי המשרה להשיא את ערך הנכסים, בחברה חדלת פירעון אין תמריץ דומה, משום שהנושים הם הנהנים האחרונים מהנכסים אך השליטה בחברה אינה בידיהם. חובת הזהירות שסעיף 288 מגלם היא התמריץ היחיד. לא נעלמה מעינינו עליית כוחם של מחזיקי איגרות החוב בישראל לאחרונה. הסדרי החוב הגדולים בשנים 2009-2011 עוררו ביקורת ציבורית, והובילו להוספת

⁶² השווה חדל"ת (מחוזי ב"ש) 11925-04-20 בגיר גרופ בע"מ נ' הממונה על חדלות הפירעון, פס' 15 (פורסם בנבו, 20.4.2020). (כהונת המנהל הכללי כנאמן לצד נאמן חיצוני תהיה לצורך הפעלת החברה ותסתיים אם יסתבר שאי-אפשר לגבש תוכנית שיקום והחברה תופנה לפירוק).

⁶³ לעמדה ביקורתית כלפי גישת Chapter 11, ראו למשל Bradley & Rosenzweig, לעיל ה"ש 46, בעמ' 1045-1046, 1050-1049, *Chapter 11: A Death Penalty for Debtor and Creditor Interests*, 77 CORNELL L. REV. 1088, 1089 (1992); Julian R. Franks, Kjell Nyborg & Walter N. Torous, *Codes*, 25 FIN. MGM'T 86, 99-100 (1996); Joshua Macey & Jackson Salovaara, *A Comparison of US, UK and German Insolvency Bankruptcy as Bailout: Coal Company Insolvency and the Erosion of Federal Law*, 71 STAN. L. REV. 879, 882-892 (2019). איננו מתיימרים להציג כאן סקירה מקיפה של המחקר על אודות הליכי חדלות הפירעון בארצות הברית, אלא אך להראות שיעילותם שנויה במחלוקת.

⁶⁴ ראו Edward S. Adams, *Governance in Chapter 11 Reorganization: Reducing Costs, Improving Results*, 73 B.U. L. REV. 581, 621-624 (1993); Robert J. Berdan & Bruce G. Arnold, *Displacing the Debtor in Possession: The Requisites for and Advantages of the Appointment of a Trustee in Chapter 11 Proceedings*, 67 MARQ. L. REV. 457, 490 (1984).

⁶⁵ ראו Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *The End of Bankruptcy*, 55 STAN. L. REV. 751, 784-785 (2002).

⁶⁶ ראו שם, בעמ' 752. ראו גם Adler, Capkun & Weiss, לעיל ה"ש 17, בעמ' 479.

בהיעדר תחליף ראוי היא עלולה להביאם לידי שאננות; הם יהיו מוגנים לא רק מפני החלפה בידי הנושים, שאינם שולטים בחברה אף שעבורם יש לנהלה כעת, אלא גם מפני תביעה בידי הנושים. לכן מוטב להותיר את הסעיף על כנו. עם הזמן תתפתח פסיקה שתבהיר את הציפיות מנושאי המשרה ותפחית את החשש מפני החלטות מתגוננות, עד כמה שהוא קיים. אנו מעריכים למשל, שנושאי משרה שמבקשים למנוע חבות לא ימהרו לפתוח בהליכי חדלות פירעון מיותרים כפי שצופה האן, אלא יעדיפו להתפטר.

סיכום

אין תחליף ראוי לחובת הזהירות של נושאי משרה בחברה חדלת פירעון, שסעיף 288 לחוק חדלות פירעון מגלם. לכן אנו מתנגדים לביטול הסעיף או לנטילת עוקצו באמצעות כלל שיקול הדעת העסקי. סעיף 288 חל כשהחברה היא חדלת פירעון, אך השליטה בה עודנה בידי בעלי המניות. בנקודת זמן זו נתונים נושאי המשרה בניגוד עניינים מובנה: הם התמנו בידי בעלי המניות, ועלולים לקדם את טובת בעלי המניות או את טובתם האישית על חשבון הנושים, שבינתיים הפכו לאחרונים אשר צפויים ליהנות מנכסי החברה. ניגוד העניינים מתחדד כשלחברה יש בעל שליטה ונושאי המשרה נתונים להשפעתו. החובה לפי סעיף 288 יוצרת עבורם תמריץ חשוב. השארת נושאי המשרה בתפקידם ללא נאמן חיצוני רק כדי לעודדם לפתוח בהליכים עלולה לפגוע בהבראה, ולכן אינה תחליף ראוי לחובה זו.