



צמצום שלא כפשוטו: אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

עמיר ליכט

כרך כד(2), תשפ"ב

צמצום שלא כפשוטו: אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

עמיר ליכט*

כאשר חברה עסקית נקלעת לסמיכות קרובה לחדלות פירעון או כאשר רגליה כבר טובלות בה אך טרם נפתח הליך חדלות פירעון, מצטרף לאתגרים הניהוליים הנושאי המשרה ניצבים בפניהם בשעת משבר זו גם אתגר משפטי. בנסיבות אלו, שקווי המתאר שלהן לעולם יהיו עמומים, המשפט הישראלי דורש מהם גם להימנע מלפגוע בעניינם של הנושים. יסודות חלקיים של הדוקטרינה הזו קיימים בדין הישראלי שנים רבות, ובעת האחרונה החלו בתי המשפט לתת את דעתם לכך יותר בהתייחסם ל"אזור חדלות הפירעון". חקיקתו של חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018, הובילה לשינוי גם בדין החרות בהקשר זה, שכן סעיף 288 לחוק מטיל על הדירקטורים ועל המנכ"ל חובה לצמצם את היקף חדלות הפירעון עוד לפני פתיחתו של הליך חדלות פירעון.

הטענה המרכזית של המאמר גורסת כי בסמיכות קרובה לחדלות פירעון חלה תמורה בתכלית החברה, ועימה חלה גם תמורה בחובות האמון והזהירות של נושאי המשרה. בנסיבות אלו של "בין המצרים", עד שימונה לה בעל תפקיד מטעם הנושים, עליהם להחליף את מדיניות הניהול מניהול יזמי לפי שיקולים עסקיים שמטרתו מרוב רווחים לניהול משמורני שתכליתו שימור הקיים, מתוך כוונה לשקם את הפעילות העסקית ולהחזירה למתכונת מוכוונת רווחים. זו המשמעות שראוי לתת גם לחובת הדירקטורים לצמצם את היקף חדלות הפירעון לפי סעיף 288. ממשמעות זו נגזרות השלכות לגבי תוכנה של חובת האמון שלהם לנהל את החברה בתום לב לטובתה, וכן לגבי

* פרופסור מן המניין, בית ספר הארי רדווין למשפטים, אוניברסיטת רייכמן. על הפניות ועל הערות מועילות לגרסאות קודמות אני מבקש להודות ללאון יהודה אנידג'ר, לריבי ווייל, ליוסף (ספי) זינגר, לאדם חפרי-וינוגרדוב, לקובי קסטיאל, לרועי שפירא, וכן למשתתפי ה"כנס לרגל עשור לבית המשפט הכלכלי" שנערך במרכז הבינתחומי הרצליה, למשתתפי הכנס בנושא אחריות בסמיכות לחדלות פירעון שנערך במרכז האקדמי למשפט ולעסקים ולמשתתפי הסמינר המחלקתי במרכז הבינתחומי הרצליה. תודה מיוחדת לחברי מערכת **משפט ועסקים** ולעורך הלשוני גיא פרמינגר על הערותיהם הטובות.

תוכנה של חובת הזהירות שלהם, אשר תיבחן באמות מידה של שיקול דעת משמורני, ולא של שיקול דעת עסקי.

מבוא

פרק א: תכלית החברה והאיומים עליה בסמיכות לחדלות פירעון

1. מבוא
2. מוניזם ופלורליזם בתכלית החברה
3. אופורטוניזם של בעלי המניות
4. הסלמת מחויבות

פרק ב: חובת התחשבות בנושים

1. מבוא
2. דלוור
3. מדינות חבר העמים הבריטי
4. ישראל

פרק ג: סוד הצמצום

1. חובת הצמצום במשפט המשווה
2. חובת הצמצום לפי סעיף 288

סיכום

מבוא

את האתגר הניצב בפני דירקטוריון של חברה הנמצאת בסמיכות לחדלות פירעון ניתן לתאר במילותיו המוכרות של איש הציבור יצחק בן-אהרן: "עוז לתמורה בטרם פורענות"¹. עסקי החברה עודם מתנהלים בשלב זה, אך במתכונת שבה הם מתנהלים פניה כבר מועדים לקריסה או שיש חשש קרוב לקריסתה, למגינת ליבן של כל קבוצות העניין בה – בעלי המניות, הנושים, העובדים ועוד. תמורה במתכונת הניהול שלה היא מן ההכרח, אך מניין ימצא העוז לביצועה? ולמי? ומתי? ומהי בכלל אותה תמורה הכרחית? בכך יעסוק מאמר זה.

1 ראו יצחק בן-אהרן "עוז לתמורה – בטרם פורענות" דבר 11.1.1963, 2, 4, 6. במאמר זה קרא בן-אהרן לאיחוד של שלוש מפלגות הפועלים (מפא"י, מפ"ם ואחדות העבודה) על בסיס תוכנית פעולה כלכלית חברתית לעשר שנים, שאם לא כן יאבדו את תמיכת הציבור ואת אחיזתן בשלטון (זו הפורענות, שאכן התרגשה ובאה לבסוף). ראו לוי אשכול – ראש הממשלה השלישי 416 (ארנון למפרום וחגי צורף עורכים, התשס"ב). לימים קנה לו המכתם היפה הזה משמעות רחבה וכללית של אומץ לשנות.

עם חקיקתו של חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018 (להלן: חוק חדלות פירעון), הצטרפה ישראל לקבוצה הולכת וגדלה של מדינות מפותחות שבדיניהן יש כללים חרותים מיוחדים לתרחיש שבו החברה נראית חדלת פירעון אך טרם נפתח הליך חדלות פירעון לגביה. תרחיש זה הוא חלק ממערכת נסיבות כללית יותר המכונה "סמיכות לחדלות פירעון" (vicinity of insolvency), "אזור חדלות הפירעון" (zone of insolvency) או לעיתים "אזור הדמדומים" (twilight zone), כביטוי ציורי לכך שהחברה מתקרבת לשקיעה נוגה, אשר אין לדעת אם או מתי תגיע.

לצד הבדלים לא מבוטלים בפרטי ההסדרים האלה, לכולם יש יסודות משותפים. ראשית, כל ההסדרים מטילים אחריות על דירקטורים בחברה הנמצאת בחדלות פירעון ממש או בסמיכות לחדלות פירעון אם הם לא נקטו צעדים לטובת עניינם של נושי החברה. שנית, כולם מבטאים כיום שאיפה לתת לחברה ולמנהליה הזדמנות לשקם את עסקיה במידת האפשר, לרווחתן של כל קבוצות העניין בה, ולהימנע מהליכי חדלות פירעון, אף אם זו מגיעה לבסוף. בפרט, הסדרים אלו מאפשרים לדירקטוריון החברה להמשיך להנהיג אותה גם בהיותה שרויה למעשה בחדלות פירעון בשעה שהם נוקטים מאמצים לשקמה ולהשיבה לפסים של פעילות עסקית רגילה.

על רקע זה, סעיף 288 לחוק חדלות פירעון (להלן: סעיף 288) קובע הוראה חדשה, שנכנה אותה "חובת הצמצום". הסעיף מורה כי דירקטור או מנכ"ל שידעו כי החברה נמצאת בחדלות פירעון ולא נקטו אמצעים סבירים לצמצום היקפה יישאו באחריות כלפיה בגין נזקים שנגרמו לנושים. בד בבד הסעיף מציע לנושאי משרה אלו מנגנון "חוף מבטחים", שעל פיו הם לא יישאו באחריות אם הם נקטו את אחד הצעדים המנויים בו, ובכלל זה קבלת סיוע מקצועי בשיקום, ניסיון להגיע להסדר חובות או פתיחה בהליך חדלות פירעון.

ההסדר הישראלי החדש נראה מתקדם בהשוואה להסדרים דומים בעולם. יש בו שילוב של יסודות הקיימים במשפט האנגלי, במשפט האוסטרלי ובמשפט הניו־זילנדי. במדינות אלו ההסדר החרות והפסיקה המיישמת אותו שוכנים לצד גוף נוסף של הלכות מהדין הפסוק בדבר תמורות בתכלית החברה ובחובותיהם של נושאי המשרה בסמיכות לחדלות פירעון. דין כזה לא התפתח עדיין בדין הישראלי, אך ניצנים שלו כבר נראו בארץ. ההסדר הישראלי עומד על רגליו שלו כחלק מההסדר הרחב של חוק חדלות פירעון, והוא אינו זהה לגמרי לשום הסדר זר. אף על פי כן, בניסיון שצברו אותן מדינות בהפעלת ההסדרים המקבילים יש כדי לסייע לבתי המשפט בארץ ביישום ההסדר המקומי, והקהילה המקצועית, המשפטית והכלכלית המקומית יכולה למצוא בו מקור חשוב להדרכתם של נושאי המשרה ולתכנון צעדים להתמודדות עם מצבי סמיכות לחדלות פירעון.

כבר בפתח הדברים ייאמר כי ההסדרים השונים במשפט המשווה מעוררים קשיים לא מבוטלים. ההוראות החרותות החלו להופיע בחקיקה לפני כמה עשרות שנים, ומאז קמו להן מבקרים רבים. חלקם הצביעו על ליקויי ניסוח בהן ועל קשיים בפרשנותן, בעיקר מכיוון שהן מבקשות לאסדר בעזרת מונחים עמומים תרחישים המתאפיינים באי־ודאות רבה. אחרים ציינו בעיות מעשיות שהקשו את הטלת האחריות (במיוחד באנגליה).

מבקרים נוספים הטילו ספק בתועלת ובאפקטיביות של הוראות אלו לנוכח יישומן המוגבל יחסית בפועל. לבסוף, או מלכתחילה, יש המערערים על עצם התבונה המהותית שבהטלת אחריות משפטית על דירקטורים בנסיבות של סמיכות לחדלות פירעון לתכלית של הגנה על נושי החברה, ובעניין זה הושמעו נימוקים שונים וסותרים. אלה אם כן הסדרים שנויים במחלוקת: מחד גיסא, מחוקקים בעולם מחזיקים בהם ומעדכנים אותם; מאידך גיסא, כאשר מגפת הקורונה הכתה בעולם באביב 2020, הזדרזו הממשלות באנגליה, באוסטרליה ובניו זילנד לקבוע חחרגות זמניות שונות מתחולתם, בניסיון להתמודד עם המשבר הכלכלי שנלווה אליה.²

בזמן הקצר שחלף מאז נחקק ההסדר החרות הישראלי קמה גם לו ביקורת. דוד האן מותח ביקורת חריפה במיוחד על סעיף 288, וקורא לביטולו המוחלט.³ לטענתו, חקיקתו יוצרת פער וחוסר תאימות בין דיני החברות לדיני חדלות הפירעון בישראל, שכן לדעתו, הראשונים מעוצבים בהתאם לדוקטרינות אמריקניות בכלל ושל מדינת דלוור בפרט, ואילו האחרונים – לפי המשפט האנגלי.⁴ זאת, לצד מגבלות וקשיי יישום שנמצאו בהוראה המקבילה באנגליה. במקומו האן מציע ליישם הסדר בנוסח Chapter 11 האמריקני, המותיר את ניהול החברה בתקופת חדלות הפירעון בידי ההנהלה, ולא בידי

2 לדין מפורט ראו להלן בתת-פרק 11.

3 ראו דוד האן "אבני נגף בדין התאגידי: אחריות נושאי משרה – בין חוק החברות לחוק חדלות פירעון" **עיוני משפט** מג 203, 244–254 (2020) (להלן: האן "אחריות נושאי משרה"). לעמדה מוקדמת ושונה מעט ראו דוד האן **דיני חדלות פירעון** כרך א 249–252, 261–262, 279–280 (מהדורה שנייה, 2018). האן היה משושביניו של חוק חדלות פירעון. ראו עידו באום "מהפכה: היום שבו יכריזו עליכם פושטי רגל" **TheMarker** 14.6.2016 www.themarker.com/law/1.2974547 ("כונס הנכסים הרשמי, פרופ' דוד האן, הגדיר את פתיחת הדיון בהצעת החוק: 'רגע גדול, כמעט מפעל חיים. 21 שנות מחקר מושקעות פה'. האן, מומחה לחדלות פירעון, ליווה את הצעת החוק משלביה הראשונים, והיא אף מבוססת על מחקרו").

4 ראו האן "אחריות נושאי משרה", שם, בעמ' 227 ואילך. טענות אלו אינן עומדות במבחן הביקורת. לפירוט ראו להלן בה"ש 136 ובטקסט שלידה. נוסף על ביטול ס' 288 לחוק חדלות פירעון, האן קורא גם לביטולו של ס' 290 מטעם דומה – בהיותו מיושן ואנגלי במוצאו. ראו האן **דיני חדלות פירעון**, שם, בעמ' 335; כפי שהפנה לכך האן "אחריות נושאי משרה", שם, בעמ' 251, ה"ש 168. אכן, סעיף זה, יחד עם שכנו ס' 289, הם שני "סוסי עבודה" ותיקים שהועברו לחוק החדש מס' 373–374 לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983 (להלן: פקודת החברות), לאחר שקודם לכן שכנו, בנוסח קודם, בפקודת החברות, 1929. הוראות מקבילות של סעיפים אלו מצויות עד היום ומתפקדות היטב בחקיקה ובפסיקה באנגליה ובמדינות נוספות שהושפעו מדיניה. גם בארץ כוחה של הפסיקה הוותיקה יפה כתמיד. ראו, למשל, ע"א 7516/02 **פישר נ' יוכמן**, פ"ד (1) 69, 83–84 (2005); ע"א 333/59 **רוטלי נ' ברשאי**, פ"ד יד 1156, 1160 (1960). ברע"א 6737/20 **הראל נ' נס**, פס' 9 לפסק דינו של השופט מינץ (פורסם באר"ש, 16.8.2021), עמד השופט על תכליתיהן של ההוראות העדכניות, המחליפות את הסעיפים שהיו בפקודת החברות. קשה אפוא לראות את הטעם בביטול ההוראות האלה.

בעל תפקיד (במתכונת Debtor in Possession, ובקיצור – DIP).⁵ איל בן זקן סבור אף הוא כי סעיף 288 מעורר קושי, שכן לדעתו הוא אינו תואם דגם רצוי של קיימות החברה, המבכר את טובתה על זו של כל קבוצת עניין אחרת, ובכלל זה הנושים.⁶ אהוד קמר וקובי קסטיאל משיבים על כמה מטענותיו של האן במאמר תגובה.⁷ בין היתר הם מתנגדים ליישום הסדר דמוי Chapter 11 ולהצעתו להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי כאשר החברה חדלת פירעון אך השליטה בה עודנה בידי בעלי המניות.

המאמר הנוכחי מבקש להניח מסגרת ניתוח סדורה למשטר האחריות של דירקטורים בנסיבות של סמיכות לחדלות פירעון, ובכלל זה חדלות פירעון נחזית בשעה שהדירקטורים עודם מכהנים לפי בחירתם של בעלי המניות, שהוא המצב שסעיף 288 עוסק בו. סעיף 288 הוא אחד מעמודי התווך במשטר הזה, אך כדי שיהיה לתועלת, עליו להשתלב במערך משפטי רחב יותר ביחס לתכלית החברה ולחובות האמון והזהירות של נושאי המשרה לנוכח המנגנונים הכלכליים והפסיכולוגיים הפועלים בנסיבות אלו. בהקשר זה המאמר מרחיב את הבסיס העיוני של משטר האחריות מעבר לנימוק המובא דרך שגרה כדי להצדיקו, אשר מצביע על חשש מפני החצנת סיכון אופורטוניסטית שאמורה להיטיב עם בעלי המניות על חשבון הנושים. חשש זה אינו משולל יסוד, אך המחקר העדכני מציע שאין להפריז בחומרתו. לעומת זאת, המאמר מצביע על גורם רב עוצמה אחר, הקרוי escalation of commitment (בתרגום מילולי – "הסלמת מחויבות"), המניע מקבלי החלטות בחברות ובארגונים אחרים להתמיד בפעילות כושלת חרף היותה חסרת תוחלת. גורם זה מאיים על חברות במצוקה לא פחות מהתנהלות אופורטוניסטית, וכנראה אף יותר ממנה. הסלמת מחויבות מחריפה במידה ניכרת את האתגר שהסמיכות לחדלות פירעון מציבה לאסדרת התנהלותם של נושאי המשרה, ומצדיקה הטלת משטר אחריות שונה מזה הנוהג בימים כתיקונם.

הטענה המרכזית של המאמר גורסת כי בסמיכות קרובה לחדלות פירעון חלה תמורה בתכלית החברה, ועימה חלה גם תמורה בטיב חובתם של הדירקטורים לפעול לטובתה תוך קיום חובות האמון והזהירות שלהם כלפיה. בנסיבות אלו של "בין המצרים", עד שימונה לה בעל תפקיד מטעם הנושים, עליהם להחליף את מדיניות הניהול (האסטרטגיה) מניהול יזמי (entrepreneurial) לפי שיקולים עסקיים שמטרתו מרוב רווחים לניהול משמורני (custodial) שתכליתו שימור הקיים, מתוך כוונה לשקם את הפעילות העסקית ולהחזירה בעתיד, במידת האפשר, למתכונת מוכוונת רווחים. ברוב המקרים יחייב הדבר נקיטת צעדים נמרצים, ולעיתים אף נועזים, אשר המשותף להם הוא

5 ראו האן "אחריות נושאי משרה", שם, בעמ' 246–254; Bankruptcy, 11 U.S.C. § 1101(1); (1978).

6 ראו איל בן זקן "תכלית החברה על ציר חדלות הפירעון" המשפט כו 181, 233–234 (2020).

7 ראו אהוד קמר וקובי קסטיאל "סמכות ללא אחריות? תגובה להצעה לביטול חבות נושאי משרה לפי חוק חדלות פירעון" עיוני משפט מג 255 (2020). האן משיב בקצרה כי מבין הגויים מוטב לנו להידמות לארצות הברית, ולא לאנגליה, מכיוון שההסדר האנגלי מדשדש ואילו ההסדר האמריקני מצליח. ראו דוד האן "אחריות נושאי משרה בעת חדלות פירעון של חברה – תשובה לתגובת פרופ' קמר וד"ר קסטיאל" עיוני משפט 271 (2020). טענה כה גורפת ראויה לדיון נפרד.

ההכרה במשבר והתמודדות עימו לתכלית זו של שיקום הפעילות העסקית, להבדיל מהתנהלות המפגינה דבקות במשימה כביכול. זו המשמעות שראוי לתת גם לחובת הדירקטורים לצמצם את היקף חדלות הפירעון לפי סעיף 288. ממשמעות זו נגזרות השלכות לגבי תוכנה של חובת האמון שלהם לנהל את החברה בתום לב לטובתה, וכן לגבי תוכנה של חובת הזהירות שלהם, אשר תיבחן באמות מידה של שיקול דעת משמורני, ולא של שיקול דעת עסקי. על בסיס הפרופוזיציות האלה ניתן להסתייע בגוף הפסיקה ובלקחים שנצברו ביישום ההסדרים המקבילים במשפט המשווה, תוך שמירה על לכידות בין דיני התאגידים לדיני חדלות הפירעון שלנו.

אין לחדד שהסדר המשפטי המתואר כאן מורכב. לפיכך יודגש כי המאמר הנוכחי קורא ליישומו בהינתן הכרעת המדיניות של המחוקק ושל בתי המשפט כי בנסיבות מסוימות, ובמיוחד בחברה החשובה כחדלת פירעון, חובה להתחשב בנושי החברה עוד לפני שאלה פותחים בהליך חדלות פירעון. כפי שנראה להלן, עמדה עקרונית זו של הדין הישראלי קודמת לחוק חדלות פירעון ואינה תלויה בו, והיא מעוגנת בתפיסות יסוד שהדין שלנו נוקט ביחס לחברה העסקית. המאמר הנוכחי מניח אפוא את רציונה של עמדה זו כהנחת עבודה פוזיטיבית-תיאורית. לעמדה הנגדית, המכחישה את הנפקות המשפטית של סמיכות לחדלות פירעון, יש יתרון נחזה בכך שהיא משרה תחושה של ודאות בנסיבות שוודאות היא מהן והלאה. הגם שזהו מקסם שווא, יש לו יתרונות מסוימים, הנדונים להלן. לנוכח זאת נציין שתי נקודות בטרם נצא לדרך. ראשית, ככל שהתחשבות בנושים עוד לפני פתיחת הליך היא יעד מדיניות המעוגן בחקיקה ובפסיקה, ההסדר המתואר כאן הכרחי להגשמת תכליתו, שכן חובותיהם הרגילות של נושאי המשרה אינן מתאימות להשגתו. שנית, דגם החובה המשמורנית המוצג כאן תופס וראוי ליישום במידה שווה הן בסמיכות קרובה לחדלות פירעון הן בחדלות פירעון שלפני פתיחת הליך, דהיינו, הן בסמיכות לחדלות פירעון לפני שחובת הצמצום לפי סעיף 288 מתעוררת הן בעת תחולתה של חובה זו. אם הפסיקה תשנה את טעמה ותנסה להתנער מרעיון הסמיכות לחדלות פירעון, הדגם המשפטי המוצג במאמר יישאר שימושי ליישומה של חובת הצמצום.

מבנה המאמר כדלקמן: לאחר פרק המבוא, פרק א מנתח את תכלית החברה והאיומים עליה בסמיכות לחדלות פירעון, הלא הם התנהגות אופורטוניסטית של המנהלים מטעם בעלי המניות ונטיית המנהלים להסלמת מחויבות; פרק ב מוקדש למשטר המשפטי החל בסמיכות לחדלות פירעון, אשר בו חל לראשונה "עיקום המרחב המשפטי" ומתרחשות תמורות בתכלית החברה ובאופי משימתם של נושאי המשרה; פרק ג דן במשטר המשפטי החדש בדמות החובה לצמצם את היקף חדלות הפירעון לפי סעיף 288; והפרק האחרון מסכם.

פרק א: תכלית החברה והאיומים עליה בסמיכות לחדלות פירעון

1. מבוא

סעיף 288 לחוק חדלות פירעון, שכותרתו "אחריות דירקטור או מנהל כללי שלא פעל לצמצום היקף חדלות הפירעון", קובע:

- "(א) ידע דירקטור או מנהל כללי או היה עליו לדעת כי התאגיד נמצא בחדלות פירעון ולא נקט אמצעים סבירים לצמצום היקפה, רשאי בית המשפט, לבקשת הנאמן או הממונה, לאחר מתן הצו לפתיחת הליכים לגבי התאגיד, להורות כי הדירקטור או המנהל הכללי יישא באחריות כלפי התאגיד לנזקים שנגרמו לנושי התאגיד בשל מחדלו.
- (ב) לענין סעיף זה, חזקה כי דירקטור או מנהל כללי נקט אמצעים סבירים לצמצום היקף חדלות הפירעון של התאגיד, אם נקט אמצעים להערכת מצבו הכלכלי של התאגיד ופעל כדי שהתאגיד ינקוט אחד האמצעים כמפורט להלן:
- (1) קבלת סיוע מגורמים המתמחים בשיקום תאגידים ;
- (2) ניהול משא ומתן עם נושי התאגיד כדי להגיע עמם להסדר חוב ;
- (3) פתיחה בהליכי חדלות פירעון.
- (ג) 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).
- (ד) לא תקום לדירקטור או למנהל כללי חבות לפי סעיף זה אם הוכיח כי הסתמך בתום לב הסתמכות סבירה על מידע ולפיו התאגיד אינו נמצא בחדלות פירעון."

סעיף 288 אינו מותיר מקום לספק באשר לתכלית הצרה של ההסדר המשפטי שהוא קובע, לאמור, צמצום ההיקף של חדלות הפירעון של החברה. ברם, כשם שהדברים ברורים מבחינת לשון החוק החרוטה, כך הם מוקשים מבחינת התיאוריה המשפטית הנמצאת בבסיסו ומבחינת יישומו המעשי. זאת, מכיוון שהוא מטיל את חובת הצמצום על נושאי משרה שמונו לתפקידם על ידי בעלי המניות – במישורין כאשר מדובר בדירקטורים או בעקיפין כאשר מדובר במנכ"ל – והם מכהנים עדיין בחברה שטרם נפתח לגביה הליך חדלות פירעון. בכך הם נבדלים מבעל תפקיד שמונה על ידי בית המשפט, בדרך כלל לבקשת הנושים. הלה משמש נושא משרה (officer ; "קצין" במינוח חינני מיושן) הפועל מטעם בית המשפט. ככזה הוא חב חיובי אמונאות לחברה ולבית

המשפט במקביל, ומשימתו היא לפעול בראש ובראשונה לטובת כלל הנושים.⁸ לעומת זאת, בחברה בת פירעון, אשר חדלות פירעון היא בגדר תרחיש זניח או מרוחק לגביה, מקובל לצפות שמנהליה יתמקדו בניהול עסקים למטרות רווח בעיקר לטובת בעלי המניות. דא עקא, טובת בעלי המניות וטובת הנושים אינן דרות בשלום בכפיפה אחת כשהחברה נקלעת למצוקה, שכן לבעלי המניות ולנושים יש זכויות שונות באופן מהותי כלפי החברה. בין השתיים יש אפוא מתח שקשה ליישבו, מכיוון שכל אחת מהן קוראת למדיניות ניהול (אסטרטגיה) שונה.

כדי לגבש דוקטרינה משפטית לכידה ובת יישום ביחס לחובותיהם של נושאי המשרה בסמיכות לחדלות פירעון, ובמיוחד ביחס לחובת הצמצום, עלינו לעמוד תחילה על שני יסודות: ראשית, התפיסה הכללית של הדין בסוגיית תכלית החברה; שנית, זיהוי נכון של האיומים על טובת החברה בסמיכות לחדלות פירעון. בכך יעסקו החלקים הבאים.

2. מוניזם ופלורליזם בתכלית החברה

קולמוסים רבים – אולי רבים מדי – נשברו על עיון בסוגיה של תכלית החברה. בתי המשפט נטרדו בה מאז לבשה החברה העסקית את דמותה החדשה על יסוד התאגדות פרטית חופשית באמצע המאה התשע-עשרה.⁹ הספרות על אודותיה מקיפה היבטים

8 מבחינה מעשית משימה זו מתבטאת במאמץ למקב את ערכה של קופת חדלות הפירעון (ה"מסה" של הנכסים). בניסוח מלא יותר מקפידים לציין לצד הנושים את ה"משתתפים" (contributories), שהם בעלי מניות הזכאים לתשלום לא כדיווידנד ולכן כמוהם כנושים מסוג מסוים. ראו רע"א 9227/12 גרנות נ' שפיזר, פס' 19 לפסק הדין (פורסם באר"ש, 27.8.2013); רע"א 380/14 כהן נ' ארז, פס' 15 להחלטה (פורסם באר"ש, 6.6.2014); ע"א 4371/12 שגב נ' שפיר מבנים תעשיות (2002) בע"מ, פס' 19 לפסק דינו של השופט פוגלמן (פורסם באר"ש, 17.9.2014); רע"א 555/14 בית און נ' לנדנר, פס' 10 להחלטה (פורסם באר"ש, 28.4.2014). ראו גם Deloitte & Touche AG v. Johnson [1999] UKPC 25, [22] (Lord Millett) (appeal taken from Cayman Is.), שם, הזכיר השופט עמית דינים נוספים שמכוחם בעל התפקיד חב חובות כלפי צדדים נוספים, אך אלה אינם מעניינינו כאן. על מושאי החובה של בעל תפקיד וכן על כפל התפקידים וכפל חיובי האמונאות שלו ראו במיוחד [2004] UKHL 49, [77] In re Pantmaenog Timber Co. Ltd. [2003] 1 AC 158, 180 (appeal taken from Eng.) (Lord Walker) ("winding up has, and has had almost throughout the history of company law, a dual purpose. One purpose is the orderly settlement of a company's liabilities and the distribution of any surplus funds, prior to the company being dissolved... The first function is primarily a concern of a company's creditors and shareholders; the second function serves a wider public interest") לפירוט נוסף ראו עמיר ליכט "שמלה לך קצין תהיה לנו – למי חבים מפרק, כונס נכסים ובעל תפקיד את חובותיהם?" נקודה בסוף משפט 8.1.2018 www.amirlicht.wordpress.com/2018/01/08/103.

9 להלכות הקלסיות באנגליה ובארצות הברית, שכוחן עורנו עימן ואשר באותה מידה מעוררות מחלוקת עד היום, ראו, בהתאמה, [1883] 23 Ch D 654; Hutton v. West Cork Railway Co. [1883] 23 Ch D 654; Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668 (Mich. 1919).

דוקטרינריים, כלכליים, מוסריים, פוליטיים ועוד, והיא רחבה מני ים.¹⁰ אין כמעט שאלה רצינית בדיני תאגידים ששורשיה אינם מגיעים לסוגיה זו, מכיוון שהיא יורדת – כפי שכינויה מעיד עליה – לשורש טעמו של המוסד המשפטי של החברה העסקית. כבסיס להמשך הדיון נעמוד כאן על היבט יסודי אחד של תכלית החברה והוא ההיבט המבני, דהיינו, אם מדובר בתכלית אחת או בתכליות מרובות.

את העמדות השונות בנוגע לתכלית החברה אפשר לנתח בעזרת הבחנה מושגית בין גישה מוניסטית לגישה פלורליסטית.¹¹ מוניזם ופלורליזם מתארים בהקשר זה את מספר קבוצות העניין שעניינן מזוהה עם טובת החברה. במילים אחרות, אלה הן קבוצות העניין שלטובתן החברה מתנהלת, ובפשטות – אלה שהן החשובות ביותר. קידום טובת החברה או הגנה עליה באמצעות חובות משפטיות תובעניות, כגון חובת האמון, גוררים הגנה בעוצמה שקולה על עניינן של קבוצות אלו. הגישה המוניסטית מעלה על נס את בכירותם של בעלי המניות (shareholder primacy). לעניין זה אין זה משנה אם במקום להתייחס לבכירותם של בעלי המניות נתייחס לעניינם, לרווחתם או לערך שלהם (interest, welfare, value, בהתאמה). בין כך ובין כך, טובתם של בעלי המניות היא התכלית שבה יש להתמקד. זהו המקסימנד, דהיינו, העניין שאותו יש למקרב.¹² בכל נוסח שנבחר,

10 להמחשת הנקודה, בשלהי שנת 2020 ערכתי, בעזרת מערכת Google Scholar, מפקד פשוט של חיבורים אקדמיים שאזכרו שלוש תרומות מרכזיות לשיח בנושא של קבוצות עניין (stakeholders) בחברה. מאמרו המפורסם של מילטון פרידמן – *The Milton Friedman Doctrine—A Friedman Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, N.Y. TIMES, Sep. 13, 1970, at 32 – אוזכר ביותר מ-20,000 עבודות; מחקר הסקר המושגי של תומס דולנדסון ולי פרסטון – *Thomas Donaldson & Lee E. Preston, The Stakeholder Theory for the Corporation: Concepts, Evidence, Implications*, 20 ACAD. MGMT. REV. 65 (1995) – אוזכר בכ-15,000 חיבורים; וספרו פורץ הדרך של אדוארד פרימן על ניהול אסטרטגי מוכוון קבוצות עניין – *R. EDWARD FREEMAN, STRATEGIC MANAGEMENT: A STAKEHOLDER APPROACH* (1984) – אוזכר ביותר מ-40,000 עבודות.

11 את המינוח בהקשר זה טבע רוברט קלרק. ראו ROBERT C. CLARK, CORPORATE LAW 681 (1986). אמיר נ. ליכט, *The Maximands of Corporate Governance: A Theory of Values and Cognitive Style*, 29 DEL. J. CORP. L. 649 (2004); Ian B. Lee, *Corporate Law and the Role of Corporations in Society: Monism, Pluralism, Markets and Politics*, 85 CAN. BAR REV. 1 (2006); Ronald K. Mitchell et al., *Stakeholder Agency and Social Welfare: Pluralism and Decision Making in the Multi-objective Corporation*, 41 ACAD. MGMT. REV. 252 (2016).

12 את המונח "מקסימנד" (maximand) טבעו איסטרברוק ופישל. ראו FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 36–39 (1996). המונח "למקרב", שהוא התרגום הרשמי של maximize, ננקט כאן במקום המונח "להשיא", שהשתרש במשמעות של "מקסום" בעקבות ס' 11 לחוק החברות, הקובע כי "תכלית חברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה". שימוש זה במילה "להשיא" משובש, שכן לפועל "השיא" אין משמעות של הבאה לשיא דווקא, אלא של נתינה, הבאה או הפקה (לצד כל המשמעויות האחרות של הפועל, שאינן קשורות לענייננו). לשימוש מדויק ראו ה"פ (כלכלית ת"א) 37888-02-16

התכלית לפי גישה זו משמיעה מתן עדיפות לבעלי המניות והתייחסות לקבוצות העניין האחרות כחשובות ורלוונטיות אולם רק כאמצעי לקידום טובתם של בעלי המניות. לעומת זאת, גישה פלורליסטית לתכלית החברה נמנעת במכוון מהעדפת העניין של קבוצה או קבוצות מסוימות על זה של אחרות. גישה זו תופסת את כל קבוצות העניין המעורבות בתאגיד כראויות באופן עקרוני להתחשבות במידה שווה, וקוראת לאיזון ולאיוון-מחדש בין האינטרסים של הקבוצות השונות בהתאם לנסיבות המשתנות. כך, למשל, בהקשר של התפרצות מגפת הקורונה נשמעו קריאות להתחשבות מיוחדת בעניינם של העובדים ושל הנושים (בעיקר לקוחות וספקים, שהם נושי סחר קטנים – trade creditors), בהיותם פגיעים במיוחד וגם חיוניים להישרדות החברה, ועל כן גם ראויים במיוחד להגנה.¹³

בעקבות עבודתם של דונלדסון ופרסטון מקובל להבחין בספרות בתחום הניהול בין שלושה היבטים של שאלת תכלית החברה ביחס למעמדם של בעלי המניות ויתר קבוצות העניין, והם ההיבט התיאורי, ההיבט המכשירני וההיבט הנורמטיבי.¹⁴ ההיבט התיאורי מתייחס לגישה הנוהגת בחברות בפועל; ההיבט המכשירני עוסק בקשרים סיבתיים בין גישות שונות לתוצאות מסוימות (ובפרט לרווחיות); וההיבט הנורמטיבי בוחן את הגישות השונות לפי אמות מידה להערכתן, כגון יעילות או צדק חלוקתי. בניתוח משפטי של שאלת תכלית החברה חשוב להבחין בין היבטים אלו, והמסגרת של דונלדסון ופרסטון יכולה לסייע בכך.¹⁵ העמדה המשפטית בסוגיה היא נורמטיבית בהגדרה, והיא קשורה בטבורה להכרעות ערכיות ולנטייה לסגירות קוגניטיבית של הפרטים.¹⁶ כפועל יוצא מכך ייתכן שהמצב המשפטי הפוזיטיבי, המשקף עמדה מסוימת על הציר מוניזם–

פלוני ושות', עו"ד נ' אלמוני, פס' 13 לפסק הדין (פורסם בנבו, 4.7.2018) (שם כותב השופט אלטוביה כי "זכותו של הרוב בחברה, המבקש, לקבל החלטה שעשויה להשיא לחברה הכנסות של מיליונים רבים. לכאורה זוהי טובת החברה שבעלי המניות חבים בהשאתה"). לדיון לשוני ומשפטי מפורט המאגר את השימוש במונח זה במשמעות של מקסום ראו רביב לוי ורון מס' "מבט נוסף על המונח 'השאת רווחים'" אתר משפט ועסקים 28.11.2018 www.idclawreview.org/2018/11/28/levy_maas.

13 ראו, למשל, "אחריות חברתית בימי קורונה" מעלה – עסקים מנהיגים אחריות חברתית www.maala.org.il/businesses-respond-to-coronavirus ("משבר הקורונה הכניס לסחרור את הפעילות העסקית והכלכלית בכל העולם. מעסיקים נדרשים לבצע התאמות, אשר בתורן משפיעות באופן משמעותי מאוד על העובדים, הספקים, הלקוחות, הקהילה והחברה ככלל").

14 ראו Donaldson & Preston, לעיל ה"ש 10.

15 ראו עמיר ליכט דיני אמונות – חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי 188 ואילך (2013) (להלן: ליכט דיני אמונות).

16 לדיון מפורט ראו עמיר ליכט "תכליות החברה" משפט ועסקים א 173 (2004). לראיות אמפיריות המאששות את הטענה ראו Renée B. Adams, Amir N. Licht & Lilach Sagiv, *Shareholders and Stakeholders: How Do Directors Decide?*, 32 STRATEGIC MGMT. J. 1331 (2011); Amir N. Licht & Renée B. Adams, *Shareholders and Stakeholders Around the World: The Role of Values, Culture, and Law in Directors' Decisions* (LawFin Working Paper No. 13, 2020).

פלורליות ביחס לתכלית החברה, לא יעלה בקנה אחד עם עמדתה של משפטנית מסוימת המחזיקה בהעדפות ערכיות שונות. מכיוון שביסודה זוהי שאלה פוליטית, השיח לגביה יכול להימשך לנצח מבלי להגיע לשכנוע כללי. זאת, בעוד הדין נוקט עמדה מסוימת אחת, כעניין הכרחי הנובע מטיבו כנורמה חברתית אחידה החלה על הכל – הן על המסכימים לה הן על המסתייגים ממנה.

משנחקק חוק החברות, התשנ"ט-1999, קשה לחלוק על כך שהדין הישראלי מחזיק בעמדה מוניסטית מובהקת. סעיף 11 לחוק מגדיר את תכלית החברה כמְרֹכב רווחים, שמהם רק בעלי המניות עשויים ליהנות בעת חלוקה, בעוד שקילת עניינן של יתר קבוצות העניין מותרת אך אינה חובה, ואף זאת רק באופן מכשירני, לצורך התכלית האמורה.¹⁷ זאת, בשעה שמשפטנים רבים בארץ מוצאים טעם דווקא בגישה פלורליסטית בגוונים שונים ולטובת קבוצות עניין שונות.¹⁸ מחלוקות מעין אלה הן עניין מבורך, שכן יש בהן כדי ללבן את הסוגיה, ולפי העניין – אולי להוביל לשינוי הדין. יש לזכור, עם זאת, שלתפיסה המוניסטית יש יתרונות ניכרים לנוכח הלכידות המושגית שלה ותאימותה לעקרונות יסוד של דיני האמונאות, לצד יתרונות נוספים מבחינת ישימותה המעשית. אלה יסודות שאין להמעיט בערכם.¹⁹ בעיניי הם מצדיקים את המשך האחיזה בתפיסה מוניסטית עקרונית. את נוקשותה של תפיסה זו ואת פגיעתה האפשרית בקבוצות עניין אחרות – אשר אין להתעלם ממנה לנוכח חשיבותן הברורה של קבוצות העניין השונות בחברה – אפשר לרכך באמצעות אימוץ דוקטרינה של איסור משוא פנים ביחס לקבוצות עניין, אשר מספקת מסגרת משפטית מובנית לשקילת טובתן של אלה בהגינות ובשקיפות מבלי לכרסם בחיובי האמונאות של אנשי הפנים בחברה.²⁰

17 ראו, למשל, ע"פ 6790/18 **טטור נ' מדינת ישראל**, פס' 36 לפסק דינו של השופט מינץ (פורסם באר"ש, 29.7.2020): "יש להבחין גם בהיררכיה המפורשת והברורה שיוצר הסעיף – התכלית היא השאת רווחים. שיקולים עסקיים הם אלה המנחים את פעילותה... כאשר במסגרת השיקולים השונים ניתן להביא בחשבון מעגל זיקות נוסף." ראו גם ליכט **דיני אמונאות**, לעיל ה"ש 15, בעמ' 191; זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" **משפטים** לב 381, 391 (2002).

18 ראו, למשל, עלי בוקשפן "על חברה וחברה, ועל מעמדו של סעיף 11 לחוק החברות במשפט הישראלי" **משפט ועסקים** א 229 (2004); עלי בוקשפן **המהפכה החברתית במשפט העסקי** (2007); עלי בוקשפן "עשרים ומאה שנים לשאלת תכלית החברה – הצעה להתאמת סעיף 11 לחוק החברות לעידן התאגידי המודרני" **המשפט** כו 141 (2020) (להלן: בוקשפן "שאלת תכלית החברה"); עלי בוקשפן וליאור פרנק "השפעת משבר הקורונה על כלל שיקול הדעת העסקי בדיני החברות" **משפט וממשל** כד (צפוי להתפרסם ב-2022); ידידיה צ' שטרן **תכלית החברה העסקית** (2009); רונית דוניץ-קידר ועופר סיטבון "דיני החברות בישראל: משיח של תכלית לשיח של חובות ואחריות" **המשפט** כו 237 (2020); מיכל אגמון-גונן "לא עוד מועדון לגברים בלבד: חובתם של המשקיעים המוסדיים לקדם שוויון לנשים בדירקטוריון" **המשפט** כו 57 (2020); יוסי רחמים **אחריות תאגידים כלפי ציבור העובדים** (2019).

19 הנושא חורג מן המסגרת הנוכחית. ראו ליכט **דיני אמונאות**, לעיל ה"ש 15, בעמ' 191–193.

20 יתרון חשוב של אימוץ הדוקטרינה של איסור משוא פנים נעוץ בכך שניתן ליישמה במסגרת התפיסה המוניסטית בלי צורך בשינוי משפטי במישור זה. ראו שם, בעמ' 207–209. לדיון מפורט ראו Amir

עד שהדין ישתנה – ובישראל הדבר כרוך בשינוי חקיקה ראשית לנוכח הסדר חרות נחרץ במיוחד – יש להיזהר מפרשנות המעקמת את הכתוב ולהקפיד על הפרדה ברורה בין משאלת לב אישית לבין יישום של החוק לפי תכליתו. בין המשפטנים הגדולים שהשכילו לעשות זאת, ואשר ראויים לשמש מופת לאחרים, נמצא את אדולף ברלי (Adolf A. Berle), ויקטור ברדני (Victor Brudney), ולאחרונה ליאו סטריין (Leo E. Strine, Jr.). שלושתם החזיקו או מחזיקים בעמדה פלורליסטית מובהקת ופעלו לקידומה, אך שלושתם הבינו אל נכון את הגיונה של העמדה המוניסטית השלטת בארצות הברית, ותמכו בה כדין נוהג ומחייב.²¹

בין כך ובין כך, הן תומכי הגישות השונות הן מתנגדיהן בהיבט הנורמטיבי צריכים לדעת שמחלוקתם היא אומנם לשם שמיים אך נפקותה הארצית מוגבלת. בהיבט התיאורי מתברר שדירקטורים ומנהלים בכירים הפועלים תחת משטרים משפטיים שונים אינם מתרשמים כנראה עמוקות מן הציווי המשפטי בדבר תכלית החברה. בפועל הם מוצאים דרכים ליישם מדיניות ניהולית התואמת את ערכיהם האישיים, אף לנוכח דינים ברורים למדי שאינם מתיישבים עימם בהכרח.²² לנוכח זאת אפשר בהחלט לקבל הצעות

N. Licht, *Stakeholder Impartiality: A New Classic Approach for the Objectives of the Corporation*, in FIDUCIARY OBLIGATIONS IN BUSINESS 301 (Arthur B. Laby & Jacob Hale Shachar Nir, *One Duty to All*: Russell eds., 2021). ראו גם, ביחס לבעלי מניות מסוגים שונים, The Fiduciary Duty of Impartiality and Stockholders' Conflict of Interest, 16 HASTINGS BUS. L.J. 1 (2020).

21 לסקירה ולדיון ראו Amir N. Licht, *Varieties of Shareholderism: Three Views of the Corporate Purpose Cathedral*, in RESEARCH HANDBOOK ON CORPORATE PURPOSE AND PERSONHOOD 387 (Elizabeth Pollman & Robert B. Thompson eds., 2021). סטריין, שכינה כנשיא בית המשפט העליון בדלור ולפני כן כנצלור שם, מציג עמדה מורכבת ומאוזנת במיוחד. מחד גיסא, הוא עומד על החיוניות שבתפיסה המוניסטית כעניין דוקטרינרי. ראו, למשל, Leo E. Strine, Jr., *The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law*, 50 WAKE FOREST L. REV. 761 (2015). מאידך גיסא, הוא מציג רעיונות מגוונים לשינוי הדין ובמסגרתו לשם קידום טובתן של קבוצות עניין, ובמיוחד של העובדים. ראו, למשל, Leo E. Strine, Jr. & Kirby M. Smith, *Toward Fair Gainsharing and a Quality Workplace for Employees: How a Reconceived Compensation Committee Might Help Make Corporations More Responsible Employers and Restore Faith in American Capitalism*, 76 BUS. LAW. 31 (2020); Leo E. Strine, Jr., Kirby M. Smith & Reilly S. Steel, *Caremark and ESG, Perfect Together: A Practical Approach to Implementing an Integrated, Efficient, and Effective Caremark and EESG Strategy*, 106 IOWA L. REV. 1885 (2021).

22 ראו, לגבי מדגם של כ-900 דירקטורים מ-55 מדינות, Licht & Adams, לעיל ה"ש 16. ראו במיוחד Malcolm Anderson et al., *Evaluating the Shareholder Primacy Theory: Evidence from a Survey of Australian Directors* (U. Melb. Legal Stud., Research Paper No. 302, 2007). מחברים אלו מוצאים כי באוסטרליה, שבה שורר דין מוניסטי מובהק ביחס לתכלית החברה בדומה לדין הישראלי, כ-94% מן המנהלים שנסקרו סבורים כי חובות האמונות שלהם מאפשרות להם

לשינוי פורמלי בדין הפוזיטיבי – למשל, שבמקום "ניתן להביא בחשבון" בסעיף 11 לחוק החברות יכתב "יש להביא בחשבון"²³ – אולם אין לתלות בהן תקוות גדולות. הדוגלים בתפיסה פלורליסטית מתוך דאגה כללית לקבוצות העניין הפגיעות בחברה ייטיבו עימן יותר באמצעים אחרים, הממוקדים בהן ובטובתן, כגון אסדרה המתמקדת בקידום נשים או בהגנה על עובדים.

במערכת הנסיבות של סמיכות לחדלות פירעון יש אפוא שני גורמים המחוללים עמימות, אולם מטיפוסים שונים מעט. הגורם הראשון קשור לסוגיית תכלית החברה שנדונה לעיל, שכן בסמיכות לחדלות פירעון מתעצם הטעם להתחשב בקבוצת עניין שאינה בעלי המניות. הגורם השני מחולל עמימות מכיוון שמבחינה מעשית קווי המתאר של אזור חדלות הפירעון ומיקומה המדויק של החברה בתוכו אינם ידועים וקשה לבררם.

באשר ליסוד הראשון, ההסדר המשפטי ביחס לאזור חדלות הפירעון משלב את כל הקשיים הנובעים מהמתח בין הגישה המוניסטית לגישה הפלורליסטית. במצב עסקים רגיל הגישה המוניסטית ממוקדת בתכלית אחת, ולכן היא פשוטה וברורה יותר, בעוד הגישה הפלורליסטית קוראת לאיזון מתמיד בין כמה קבוצות עניין שיש ללהטט ביניהן, ולכן היא מתאפיינת במורכבות. ביחס לסמיכות לחדלות פירעון תתעורר השאלה אם בנסיבות המסוימות האלה, אף בשיטה מוניסטית בעיקרה, יש להתחשב בטובת בעלי המניות וגם בטובת הנושים – כלומר, לנקוט גישה פלורליסטית, ולו באורח זמני – או שמא יש להמשיך לדבוק בגישה מוניסטית ופשוט לעבור ברגע מסוים מהתמקדות בטובת בעלי המניות להתמקדות בטובת הנושים. נימוק שכיח לכך גורס שבאותו רגע עניינם של בעלי המניות מתאיין והנושים נהפכים לבעלי התביעה השיורית כלפי החברה, אך כוחו המשכנע של הטעם הזה מוגבל, כאמור. גישה של איזון בין בעלי המניות לנושים בסמיכות לחדלות פירעון היא מורכבת יותר – מעצם טיבה המחייב התמודדות עם כמה גורמים שיש מתח ביניהם – מאשר גישה שלפיה בכירות הנושים מחליפה את בכירותם של בעלי המניות ותופסת את מקומה, שהיא פשוטה יותר ועמומה פחות.

היסוד השני המוסיף עמימות לתרחיש הסמיכות לחדלות פירעון נוגע בשאלה אם החברה נמצאת בסמיכות כזו – ועד כמה היא סמוכה אליה – או שהיא כבר חדלת פירעון, וכפועל יוצא מכך מהו המשטר המשפטי החל אז. התשובה לכך תקבע, לדוגמה,

להתחשב בטובתן של כל קבוצות העניין. זאת ועוד, בשנת 2019 חתמו כמאתיים מנהלים של חברות אמריקאיות על הצהרה חגיגית שבה התחייבו לפעול לטובת כל קבוצות העניין. ראו BUSINESS ROUNDTABLE, STATEMENT ON THE PURPOSE OF A CORPORATION (2019), s3.amazonaws.com/brt.org/BRT-StatementonthePurposeofaCorporationJuly2021.pdf. דא עקא, מחקר אמפירי שבחן עד כמה חברות אלה "נאה דורשות ונאה מקיימות" מצא כי החברות המנוהלות על ידי החותמות והחותמים מפגינות ביצועים חברתיים ירודים יותר מחברות אחרות בענף. ראו Aneesh Raghunandan & Shiva Rajgopal, Do Socially Responsible Firms Walk the Talk? (Apr. 1, 2021) (unpublished manuscript), ssrn.com/abstract=3609056.

23 ראו בוקשפן "שאלת תכלית החברה", לעיל ה"ש 18.

אם התקיימו התנאים לפתיחה בהליכים המותנים בחדלות פירעון, אם התעוררו הדוקטרינות מדיני חדלות פירעון בדבר העברות מרמה וכולי. חברות רבות חוות מפעם לפעם קשיי מימון ואף מצוקה מימונית, אשר לעיתים היא חולפת – בין מעצמה ובין הודות להתמודדות יזומה של המנהלים – ולעיתים היא מכריעה את החברה. בדירקטוריונים של חברות רבות תישאל אפוא השאלה "האם אנו בחדלות פירעון?" מבלי שיהיה אפשר לתת לה תשובה חד-חד, וזאת לעיתים כאשר ברור לכל שיש סיכוי גבוה, ואף גבוה מאוד, שכך הדבר או שכך יהיה בקרוב. רוצה לומר, במציאות העסקית אזור כזה קיים, והוא מתאפיין באי-ודאות ניכרת כתכונה מובנית. הכרעה בין שני המבחנים לחדלות פירעון (לאמור, תזרימי או מאזני) או שילוב שלהם, וכן פנייה למומחים בתחום כזה או אחר (למשל, אנשי מימון או חשבונאות), לא יועילו להפגת אי-הודאות הזו, אלא רק יספקו חוות דעת שסימני שאלה מרחפים מעליהן, שכן זה טיבו של אזור חדלות הפירעון. כללים משפטיים אינם מסוגלים לאיין את האזור הזה, אלא רק לנקוט מדיניות ביחס אליו. כלל משפטי המכיר בסמיכות לחדלות פירעון כנסיבה שיש לה נפקות, ובכלל זה לחובותיהם של נושאי המשרה, מסכין עם אי-הודאות הזו. לעומת זאת, כלל המתעלם ממנה מבטא כמיהה לוודאות וסלידה מעמימות (ambiguity aversion). כלל כזה משרת בעיקר מנהלים ומשפטנים שתכונה זו חזקה אצלם במיוחד.²⁴ אי-הודאות ביחס לסמיכות לחדלות פירעון נבדלת מבחינה מושגית מהמורכבות המאפיינת את הגישה הפלורליסטית, אולם למעשה, מבחינה פסיכולוגית, כל התופעות האלה קשורות מאוד זו לזו.²⁵

3. אופורטוניזם של בעלי המניות

בפסיקה ובספרות שוררת תמימות דעים כי בין בעלי המניות לבין נושי החברה יש ניגוד עניינים, וכי האחרונים חשופים לפגיעתם הרעה של הראשונים. המתח בין קבוצות אלו מכונה לא פעם "בעיית נציג", והעלויות הכרוכות בו מתוארות לעיתים כ"עלויות הנציגות של החוב" (agency costs of debt).²⁶ למען הדיוק, מוטב להתייחס לחשש מפני

24 ראו עמיר ליכט "ובעמדם הוא מחפש את הצלול": עמימות, רכות ומהותיות בחובת הגילוי המלא "ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי לכבודו של פרופ' יוסי גרוס 107 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015) (המאמר להלן: ליכט "חובת הגילוי המלא"; הספר להלן: ספר גרוס).

25 ראו ליכט "תכליות החברה", לעיל ה"ש 16.

26 בספרות הזרה ראו, למשל, John Armour, Gerard Hertig & Hideki Kanda, *Transactions with Creditors*, in REINIER KRAAKMAN ET AL., *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* 109 (3rd ed. 2017). בישראל רווחת ההסתמכות על מאמרו של זוהר גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים "ספר זיכרון לגואלטירו פרוקציה 239 (אהרן ברק ואח' עורכים, 1996), הנוקט מונח זה.

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

התנהגות אופורטוניסטית של בעלי המניות באמצעות החברה והמנהלים.²⁷ זאת, במובן שטבע ויליאמסון, דהיינו, התנהלות נכלולית פוגענית המנצלת עלויות עסקה בקשר לכריתת החוזה, אסימטריה במידע, פגיעות מחמת השקעה ייחודית (specific investment) ועוד.²⁸

הספרות הכלכלית מזהה כמה מגננונים שבאמצעותם בעלי המניות יכולים לפגוע בנושים באופן אופורטוניסטי בדרך של העברת סיכון (risk shifting).²⁹ בתרחיש הבסיסי בעלי המניות ממנים מנהלים להפעלת החברה למטרות רווח ונהנים מאחריות מוגבלת, כך שהנושים יכולים להיפרע רק מנכסי החברה בהיותה אישיות משפטית נפרדת.³⁰ בתרחיש זה חלים רק דיני הקניין ודיני החוזים (כלומר, אין חיובי אמונאות), ומבחינת הנציג בין בעלי המניות למנהלים מתעלמים למען הנוחות. בכל המגננונים להעברת סיכון יש יסוד משותף, והוא שהנושים נחשפים לסיכון לא מתומחר, כלומר, לסיכון שהם לא הביאו בחשבון כאשר נוצרו יחסי הנשייה כלפי החברה. בהנחה שתשואה גבוהה יותר מתלווה לסיכון גבוה יותר, בעלי המניות נהנים מן הרווח האפשרי (ה-upside)

27 בניגוד לבעלי המניות ולמנהלים, שביניהם אכן שוררת בעיית נציג כהלכתה מבחינה כלכלית, הנושים אינם מפקידים בידי בעלי המניות (באמצעות החברה והמנהלים) משימה שעליהם לבצע למענם. היחסים בין החברה לנושים הם חוזיים-לעומתיים, אלא שבמסגרת זו הנושים אכן חשופים להתנהגות אופורטוניסטית פוגענית מצד בעלי המניות. ראו Armour, Hertig & Kanda, שם, בעמ' 109: "[C]reditors may experience different agency problems at different points in time. As contractual counterparties, they face the possibility of opportunistic behavior by the firm acting in the interests of its shareholders"; ע"א 4263/04 קיבוץ משמר העמק נ' מפרק אפרוחי הצפון בע"מ, פ"ד סג(1) 548, 610, פס' 36 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה (2009) (להלן: עניין אפרוחי הצפון): "פן שלילי נוסף הגלולה למימון הדק בחברה, מתבטא בחשש כי קיומו עלול לעודד את בעלי המניות לפעילות עסקית אופורטוניסטית, תוך כדי נטילת סיכונים עסקיים בלתי סבירים, העלולים ליפול, בסופו של יום, על שכמם של הנושים."

28 ראו OLIVER E. WILLIAMSON, MARKETS AND HIERARCHIES: ANALYSIS AND ANTITRUST IMPLICATIONS 47-48 (1975); OLIVER E. WILLIAMSON, THE ECONOMIC INSTITUTIONS OF CAPITALISM: FIRMS, MARKETS, RELATIONAL CONTRACTING 26-27 (1985). ראו גם Armen A. Alchian & Susan Woodward, *The Firm Is Dead; Long Live the Firm: A Review of Oliver E. Williamson's The Economic Institutions of Capitalism*, 26 J. ECON. LITERATURE 65 (1988).

29 הדברים שלהלן נשענים בעיקר על Clifford W. Smith & Jerold B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 J. FIN. ECON. 117 (1979); Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976). לסיכום בהיר ראו Armour, Hertig & Kanda, לעיל ה"ש 26. ראו גם אירית חביב-סגל *דיני חברות* כרך ב 60-68 (2004); אוריאל פרוקצ'יה *דיני חברות חדשים לישראל* 53-54 (1989); ערן רוזמן *בעלי מניות בחברה: שיתוף פעולה עסקי בראי חוק החברות* (1999).

30 בעיית אופורטוניזם זהה מתעוררת ביחסי נושה-לווה בין פרטים יחידים (והדבר מדגיש את אי-התאמתו של המונח "בעיית נציג" לתרחיש הנדון), אלא שאנו מתמקדים כאן בחובותיהם של נושאי המשרה.

שעשוי לצמוח מהגדלת הסיכון, בעוד הנושים נושאים בהפסד האפשרי (ה-downside) שיתלווה אליה. הספרות מצביעה על שלושה מנגנונים עיקריים להעברת סיכון: דילול נכסים, דילול זכויות והחלפת נכסים. בדילול נכסים יוצא ערך מן החברה באופן לגיטימי (למשל, באמצעות חלוקת דיווידנדים) או לא לגיטימי (למשל, באמצעות עסקות עם צדדים קשורים או "עסקות עצמיות").³¹ כאשר הנושים מגיעים לתפוס את החברה בהיותה חדלת פירעון, הנכסים שנותרו אינם הולמים את הסיכון שאותו תמחרו במקור. דילול זכויות פועל באופן דומה להקטנת ערך הבטוחה של הנושים, אלא שכאן הדבר נעשה באמצעות נטילת חובות נוספים, אף זאת מעבר למה שהנושים צפו ותמחרו מלכתחילה. לבסוף, החלפת נכסים מתארת מעבר לפעילויות עסקיות בעלות סיכון ותשואה מקויה מוגברים. כפועל יוצא מכך גָּדַל הסיכוי שהנושים ימצאו את עצמם מול שוקת שבורה בבואם לתפוס את החברה. פועלם של כל המנגנונים האלה הוא אחד – ניצול ותסכול.

הודות להגיונו הפשוט והמוצק, הרעיון של החצנת הסיכון אל הנושים אכן משכנע ושובה לב. אין תמה אפוא שמשפטנים רבים אימצו אותו בשתי ידיים. כך הדבר במיוחד ביחס לשימוש בלתי מרוסן בהחלפת נכסים בדרך של מעבר לפעילויות עתירות סיכון וכן ביחס לדילול זכויות בדרך של בולמוס נטילת חובות, אולי מכיוון שדילול נכסים מטופל על ידי סוללה של דוקטרינות מדיניות חדלות הפירעון ומדיניות התאגידים.³² כעיקרון, התמריץ לפעול כך קיים תמיד, כאמור, אולם הוא מחריף במיוחד כאשר החברה מגיעה למצוקה מימונית וחדלות הפירעון כבר נראית באופק. או אז, גורסת הסברה הרווחת, בעלי המניות עלולים "להמר" על החברה תוך גילוי אדישות מכוונת לעניינם של הנושים. בשינוי גרסה קל של התנהלות כזו, המנהלים עשויים להשהות יתר על המידה את הפנייה להליכי חדלות פירעון – ובכך לפגוע בנושים – כדי לשמור על מעמדם. בדומה לכך, גם בעלי שליטה עלולים לדחוק במנהלים לעכב את הפנייה לחדלות פירעון, כדי להמשיך להפיק מהשליטה טובות הנאה פרטיות, בין ממוניות ובין לא ממוניות.³³ סברה זו היא שהדריכה את המחוקק של חוק חדלות פירעון ושל סעיף 288:

31 ראו, למשל, Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, *Tunneling*, 90 AM. ECON. REV. PAPERS & PROC. 22 (2000); Vladimir Atanasov, Bernard Black & Conrad S. Ciccotello, *Law and Tunneling*, 37 J. CORP. L. 1 (2011).

32 לצד הרמת מסך והדחיית חוב נמצא כאן, בין היתר, עברות מרמה, הברחת נכסים ועוד. ראו, למשל, Robert Charles Clark, *The Duties of the Corporate Debtor to Its Creditors*, 90 HARV. L. REV. 505 (1977).

33 לתופעה הראשונה יש מהלכים בארצות הברית לנוכח התפתחויות בפרקטיקה של Chapter 11 שהובילו לשליטה בפועל של נושים מובטחים בחברה חדלת פירעון, חרף קיומו הפורמלי של משטר DIP. ראו להלן ה"ש 201 והטקסט שלידה. הדבר מתמרץ את המנהלים להשהות את הפנייה לחדלות פירעון ממניעים אופורטוניסטיים, שהם זהים למניעים של בעלי המניות והמנהלים מטעמם להחצין סיכון כמפורט בטקסט, כך שהניתוח של תופעה זו מבחינת מדיניות משפטית זהה. ראו Barry E. Adler, Vedran Capkun & Lawrence A. Weiss, *Value Destruction in the New Era of Chapter 11*, 29 J.L. ECON. & ORG. 461 (2013). האן "אחריות נושאי משרה", לעיל ה"ש 3,

"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."³⁴

דעה זו מקובלת על מחברים רבים ממסורת המשפט המקובל וגם ממסורת המשפט הקונטיננטלי.³⁵ החשש המתואר משתקף גם בעמדתם של בתי

בעמ' 214, וכן קמר וקסטיאל, לעיל ה"ש 7, בעמ' 259, מצביעים על התופעה ומכנים אותה "דחיינות". קמר וקסטיאל, שם, טוענים שגם לבעלי שליטה בחברה יש עניין לעכב את הפנייה להליך חדלות פירעון כאמור. לתובנה זו יש רגליים וגם תקדימים בהווה הישראלית, וגם היא בגדר התנהלות אופורטוניסטית. כעניין משני יצוין כי אין מדובר בדחיינות. התופעה שאדלר ועמיתיו מתארים ומנתחים, וכמוהם גם מחברים נוספים, היא השהיה (delay), ולא דחיינות (procrastination). ההשהיה הנדונה היא פעולה אופורטוניסטית מכוונת. דחיינות, לעומתה, היא כשל אישי בניהול זמן ובביצוע מטלות במועד. זו תופעה רווחת באוכלוסייה – במיוחד בקרב תלמידים ואקדמאים, כידוע לכמה מאיתנו – אולם היא אינה קשורה לסוגיה דנן, שכן פנייה להליך חדלות פירעון אינה בגדר מצוות עשה שהזמן גרמן. לסקירות ראו, Katrin B. Klingsieck, *Procrastination: When Good Things Don't Come to Those Who Wait*, 18 EUR. PSYCHOLOGIST 24 (2013); Piers Steel, *The Nature of Procrastination: A Meta-analytic and Theoretical Review of Quintessential Self-Regulatory Failure*, 133 PSYCHOL. BULL. 65 (2007); Axel Grund & Stefan Fries, *Understanding Procrastination: A Motivational Approach*, 121 PERSONALITY & INDIVIDUAL DIFFERENCES 120 (2018).

34 דברי ההסבר להצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ו-2016, ה"ח הממשלה 593, 741 (להלן: דברי ההסבר להצעת החוק).

35 מאמר נודע בהקשר זה, המצוטט רבות, הוא Paul Davies, *Directors' Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency*, 7 EUR. BUS. ORG. L. REV. 301, 306 (2006) ("[O]nce the shareholders' equity has been dissipated, or has been reduced to a very low level, and there is no prospect of its being rebuilt through the company's established business model, the incentive for company controllers (if acting in the shareholder interest) is to take on excessively risky projects, for their attention can focus exclusively on the potential upside of decisions"). Thomas H. Jackson, *Bankruptcy's Logic and Limits in the 21st Century: Some Thoughts on Chapter 11's Evolution and Future*, in RESEARCH HANDBOOK ON CORPORATE BANKRUPTCY LAW 6, 9 (Barry E. Adler ed., 2020) ("The economic incentives of equity interests in an insolvent company is to take excessive risks, since the equity interests do not have anything to lose, and a fair amount to gain, by such strategy"); Douglas G. Baird, *The Initiation Problem in Bankruptcy*, 11 INT'L REV. L. & ECON. 223, 228 (1991); Barry E. Adler, *A Re-examination of Near-Bankruptcy Investment Incentives*, 62 U. CHI. L. REV. 575, 576–577 (1995); Robert E. Scott, *A Relational Theory of Secured Financing*, 86 COLUM. L. REV. 901, 909 (1986); Andrew Keay, *Directors' Duties to Creditors: Contractarian Concerns Relating to*

המשפט.³⁶ בעניין פישור ציין השופט ריבלין כי "כאשר חברה מצויה על סף קריסה, עלולים להתרחב ממדיה של בעיית הנציג בין בעלי המניות לבין הנושים, שכן האינטרסים של אלה ושל אלה הולכים ומתרחקים זה מזה".³⁷ הד לדברים נמצא גם בדברי השופטת פרוקצ'ה בעניין אפרוחי הצפון בדונה במימון דק:

"פן שלילי נוסף הנלווה למימון הדק בחברה, מתבטא בחשש כי קיומו עלול לעודד את בעלי המניות לפעילות עסקית אופורטוניסטית, תוך כדי נטילת סיכונים עסקיים בלתי סבירים, העלולים ליפול, בסופו של יום, על שכמם של הנושים. ידיעתם של בעלי המניות כי רווח גבוה מפעילות עסקית, אם יופק, עשוי להיוותר בכיסם, אך הפסדים, אם ייגרמו, יפלו בעיקרם על שכמם של נושי החברה, עלולה לעודדם למהלכים בלתי אחראיים אשר יסכנו את יציבות החברה ויפגעו פגיעה קשה ביכולתה לפרוע את חובותיה לנושיה..."³⁸

בד בבד, מכיוון שהעברת סיכון כמתואר לעיל נהירה כמשחק ילדים, רוב הנושים מודעים לה ונוקטים צעדים כדי לגדר את הסיכון במידה הנראית להם כדאית – למשל, באמצעות התאמה של תנאי הסחר, ובעיקר של הריבית. גוף ראיות ניכר מלמד שנוסף על התאמת שיעור הריבית לסיכון הנחזה, הנושים מפגינים תושייה בהתמודדות עם סיכונים בעייתיים במיוחד בעזרת תניות חוזיות (covenants), או "קובננטים" בעגה המקומית.³⁹ לפחות בשוקי חוב סחיר המשתתפים בהם מזהים תניות אלו ומתמחרים אותן היטב, ואף

Efficiency and Over-Protection of Creditors, 66 MOD. L. REV. 665, 675 (2003); Kristin van Zwieten, *Director Liability in Insolvency and Its Vicinity*, 38 OXFORD J. LEGAL STUD. 382, 383 (2018) (להלן: *van Zwieten, Director Liability*); Horst Eidenmüller, *Trading in Times of Crisis: Formal Insolvency Proceedings, Workouts and the Incentives for Shareholders/Managers*, 7 EUR. BUS. ORG. L. REV. 239, 243 (2006); Gerald Spindler, *Trading in the Vicinity of Insolvency*, 7 EUR. BUS. ORG. L. REV. 339, 340 (2006); Aurelio Gurrea-Martínez, *The Avoidance of Pre-bankruptcy Transactions: An Economic and Comparative Approach*, 93 CHI.-KENT L. REV. 711, 726 (2018) (להלן: *Gurrea-Martínez, The Avoidance of Pre-bankruptcy Transactions*).

36 ראו עניין *Moulin Global Eyecare Holdings Ltd. v. Mei* [2014] HKCFA 63 (H.K.), para. 50 בערכאת הערעור העליונה של הונג קונג, שבו אימץ השופט גמו (Gummow), שופט לשעבר בבית המשפט העליון של אוסטרליה וגם מחבר חשוב) את הניתוח של Davies, שם.

37 עניין פישור, לעיל ה"ש 4, בעמ' 85.

38 עניין אפרוחי הצפון, לעיל ה"ש 27, בעמ' 610, תוך אזכור של גושן, לעיל ה"ש 26, בעמ' 262.

39 ראו *Smith & Warner*, לעיל ה"ש 29. ראו גם *George C. Triantis & Ronald J. Daniels, The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, 83 CAL. L. REV. 1073 (1995); Barry E. Adler & Vedran Capkun, *Debt-Equity Conflict and the Incidence of Secured Credit*, 62 J.L. & ECON. 551 (2019).

"מענישים" לוויים שמפריים אותן בהידוק תנאי החוב,⁴⁰ אם כי בישראל המצב מלבב פחות מבחינה זו.⁴¹ לאמיתו של דבר, הראיות האמפיריות לכך שחייבים תאגידיים מצליחים להפקיע ערך מהנושים באמצעות העברת סיכון אופורטוניסטית הן מועטות להפתיע. ממצאים אלו נוגעים בעיקר במכשירי חוב סחירים. ביחס אליהם יש אומנם תימוכין להגדלת סיכון בחברות במצוקה מימונית (risk taking), אך הראיות להחצנת סיכון (risk shifting) דלות, ונראה שהיא מתרחשת רק בנסיבות מצומצמות, אם בכלל.⁴²

40 ראו Giovanni Favaraa, Erwan Morellec, Enrique Schroth & Philip Valta, *Debt Enforcement, Investment, and Risk Taking Across Countries*, 123 J. FIN. ECON. 22 (2017); Anna N. Danielova, Sudipto Sarkar & Gwangheon Hong, *Empirical Evidence on Corporate Risk-Shifting*, 48 FIN. REV. 443 (2013); Zhihong Chen, Ningzhong Li & Jianghua Shen, *Litigation Risk and Debt Contracting: Evidence from a Natural Experiment*, 63 J.L. & ECON. 595 (2020).

41 בעקבות המשבר הפיננסי של 2008 וקריסתן של חברות ישראליות רבות שהנפיקו אגרות חוב, מצאה ועדה בראשות דוד חודק כי בישראל לא רווח שימוש מושכל בתניות ולא היה תמחור ראוי שלהן. מחקר של אנשי רשות ניירות ערך ובנק ישראל מצא ממצאים דומים. הסיבות לכך מטרידות. ראו הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת אגרות חוב לא ממשלתיות דו"ח ביניים להעצרת הציבור 16–28 (2009); שאול זילברמן, עדי חכמון, מיכאל קהן וגתית גור-גרשגורן "משבר שוק אג"ח החברות בישראל ותמחור הסיכונים בשוק הראשוני והמשני 2008–2010" (נייר עבודה, 2012).

42 למחקרים שמצאו כי אין תימוכין להחצנת סיכון אפקטיבית (כלומר, פוגענית) או שיש לכך תימוכין מוגבלים בלבד ראו José-Luis Peydró, Andrea Polo, & Enrico Sette, *Risk Mitigating Versus Risk Shifting: Evidence from Banks Security Trading in Crises* (ECGI Working Paper No. 713, 2020); Kevin Aretz, Shantanu Banerjee & Oksana Pryshchepa, *In the Path of the Storm: Does Distress Risk Cause Industrial Firms to Risk-Shift?*, 23 REV. FIN. 1115 (2019); Pablo Hernández-Lagos, Paul Povel & Giorgio Sertsios, *An Experimental Analysis of Risk-Shifting Behavior*, 6 REV. CORP. FIN. STUD. 68 (2017); Erik P. Gilje, *Do Firms Engage in Risk-Shifting? Empirical Evidence*, 29 REV. FIN. STUD. 2925 (2016); Oksana Pryshchepa, Kevin Aretz & Shantanu Banerjee, *Can Investors Restrict Managerial Behavior in Distressed Firms?*, 23 J. CORP. FIN. 222 (2013); Assaf Eisdorfer, *Empirical Evidence of Risk Shifting in Financially Distressed Firms*, 63 J. FIN. 609 (2008); B. Espen Eckbo & Karin S. Thorburn, *Control Benefits and CEO Discipline in Automatic Bankruptcy Auctions*, 69 J. FIN. ECON. 227 (2003); Gregor Andrade & Steven N. Kaplan, *How Costly Is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed*, 53 J. FIN. 1443 (1998). יתר על כן, מחקר חדש מראה שגופים שהלוו לחברות ערב חדלות פירעון מלווים להן גם אחרי כניסה ל-Chapter 11, ובשלב זה מחלצים מהן ערך מעל לשיווי משקל תחרותי. ראו B. Espen Eckbo, Kai Li & Wei Wang, *Do Lenders Extract Rents when Financing Bankrupt Firms?* (Eur. Corp. Governance Inst. Fin. Working Paper No. 794, 2021), ssrn.com/abstract=3384389; Keming Li, Jimmy Lockwood & Hong Miao, *Risk-Shifting, Equity Risk, and the Distress Puzzle*, 44 J. CORP. FIN. 275 (2017). למחקרים שמצאו תימוכין מעטים לטענה בדבר

לפיכך, הגם שהחצנת סיכון לנושים אינה מופרכת מבחינה עיונית, חומרתה המעשית אינה ברורה לעת עתה.

עם התקדמות המחקר האמפירי החלו גם כמה מחברים בתחום המשפט לתת את דעתם אליו ואל האתגר שהוא מציב לרעיון של החצנת סיכונים לנושים כמקור משמעותי לחשש המחייב התמודדות בכלים משפטיים.⁴³ מחקר זה מציע כי במגזרים מרכזיים של שוק ההון כבר קיימים תמריצים לעריכה ולקיום מיטביים של יחסי חוב חוזיים באמצעות מנגנוני השוק – דבר המחליש את הצורך בהתערבות משפטית כופה. בד בבד, לצד הנושים המתוחכמים ניצבים נושים קטנים, וביניהם נושי סחר ועובדים, או נושים לא רצוניים, כגון נושים נזיקיים. לגביהם נכון להניח שהם אינם יכולים לגדר את הסיכון של חדלות הפירעון של החייבים, ובכלל זה גם לא את החשש מהחצנת סיכון כלפיהם מצד החייבים.⁴⁴ נושים אלו נותרים חשופים לאפורטוניזם מצד בעלי המניות. יתר על כן, ביחס לסוגים אלו של חוב גם קשה יותר לערוך מחקר אמפירי קפדני בכלים של כלכלה מימונית. את המדיניות המשפטית בנושא זה יש להמשיך אפוא לעצב הן לאור שיקולים עיוניים הן לאור הממצא האמפירי.

4. הסלמת מחויבות

כאשר מיזם שהושקעו בו משאבים ניכרים אינו מתפקד כמתוכנן ואינו מניב את הפירות המקוויים, מנהליו ניצבים בפני דילמה: האם להמשיך להשקיע בו משאבים נוספים, בתקווה שהוא יבשיל לבסוף, או שמא להפסיקו ולהכריז על כישלון? החלטה להמשיך במיזם מקרטע עשויה לבטא התמדה, נחישות ודבקות במטרה, אלא שבאותה מידה היא עלולה לשקף בוחן מציאות לקוי בקרב המנהלים ואטימות לנוכח מידע עדכני. זהו בדיוק האתגר הניצב גם בפני מנהלים של חברות הנמצאות בסמיכות לחדלות פירעון.

כפי שראינו בסעיף הקודם, המדיניות המשפטית ביחס לנושים כקבוצת עניין בתאגיד, במיוחד ערב חדלות פירעון, מודרכת בעיקר על ידי השכל הישר ושיקולים עיוניים פשוטים. חלק זה מבקש להעשיר את הבסיס העיוני של הסוגיה על ידי הוספת גורם נוסף למסגרת הניתוח של הדינמיקה העסקית – הסלמת מחויבות. בפרט, אטען כי

החצנת הסיכון ראו John R. Graham & Campbell R. Harvey, *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, 60 J. FIN. ECON. 187 (2001); Abe De Jong & Ronald Van Dijk, *Determinants of Leverage and Agency Problems: A Regression Approach with Survey Data*, 13 EUR. J. FIN. 565 (2007); Itzhak Ben-David, Ajay A. Palvia & René M. Stulz, *How Important Is Moral Hazard for Distressed Banks?* (European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No. 681, 2020).

73 ראו Gurrea-Martínez, *Avoidance of Pre-*; 111 בעמ' 26, לעיל ה"ש 726. Armour, Hertig & Kanda, *bankruptcy Transactions*, לעיל ה"ש 35, בעמ' 726.

44 ראו, באופן כללי, Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, 100 YALE L.J. 1879 (1991); David W. Leeborn, *Limited Liability, Tort Victims, and Creditors*, 91 COLUM. L. REV. 1565 (1991).

הסלמת מחויבות מציבה אתגר לא פחות – ולעיתים אף חמור יותר – מאשר החצנת סיכון אופורטוניסטית על ידי בעלי המניות בנסיבות של סמיכות לחדלות פירעון, ועל כן היא מצדיקה מדיניות משפטית מתערבת יותר במצבים אלו.

הסלמת מחויבות מתייחסת לתופעה נרחבת שבה מקבלי החלטות נאחזים במיזם כושל חרף חיוויים חזקים לכך שאין לו תוחלת. הסלמת מחויבות היא תופעה ברמת הפרט, הקשורה לתכונות אישיות, כגון הטיות בקבלת החלטות. בד בבד זו גם תופעה חברתית, שמופיעה משתנים לפי ההקשר, ובמיוחד ההקשר הארגוני, ובהתאם לגורמים נוספים ברמה החברתית. התופעה תוארה לראשונה במאמר פורץ דרך מאת ברי סטו,⁴⁵ ומאז היא נחקרה במאות מאמרים בתחום הניהול והמדיניות הציבורית.⁴⁶ לעומת זאת, חרף עוצמתו וחשיבותו הישירה לעיצוב מדיניות משפטית בסוגיה הנוכחית ובכלל, לא זכה גורם זה עד כה בתשומת לב ממשית בספרות המשפטית או בפסיקה.⁴⁷ להלן נעמוד על המאפיינים המרכזיים שלו הקשורים לענייננו.

הסלמת מחויבות היא תופעה כללית, שאינה מייחדת מנהלים דווקא. אנשים רבים נוטים להתמיד ולדבוק בבחירות המקוריות שעשו בעבר, ואף להשקיע בהן משאבים נוספים, גם כאשר הדבר אינו הגיוני עוד מבחינתם (דמינו בני זוג בנישואים כושלים). חוקרים ממדעי ההתנהגות זיהו כמה גורמים פסיכולוגיים המשפיעים על נטייה זו. בין אלה בולטת פרכת ההוצאה השקועה (sunk cost fallacy), דהיינו, הנטייה להתחשב בהוצאות שהוצאו בעבר ואשר אין עוד סיכוי להשיבן במסגרת השיקולים אם להתמיד בהשקעה הנוכחית, ואף להוסיף ולהוציא עוד במסגרתה, או לחלופין לצאת ממנה. פרכת ההוצאה השקועה קשורה להנציה אישית להימנע מתחושות שליליות הכרוכות בהכרה

45 Barry M. Staw, *Knee-Deep in the Big Muddy: A Study of Escalating Commitment to a Chosen Course of Action*, 16 ORG. BEHAV. & HUM. PERFORMANCE 27 (1976) (להלן: Staw (1976)).

46 Barry M. Staw, *The Escalation of Commitment to a Course of Action*, 6 ACAD. MGMT. REV. 577 (1981).

47 Dustin J. Sleesman, Donald E. Conlon, Gerry McNamara & Jonathan E. Miles, *Cleaning Up the Big Muddy: A Meta-analytic Review of the Determinants of Escalation of Commitment*, 55 ACAD. MGMT. J. 541 (2012); (Sleesman et al. (2012) (להלן: Sleesman et al. (2012)). Sleesman, Anna C. Lennard, Gerry McNamara & Donald E. Conlon, *Putting Escalation of Commitment in Context: A Multilevel Review and Analysis*, 12 ACAD. MGMT. ANNALS 178 (2018) (להלן: Sleesman et al. (2018)). Helga Drummond, *Escalation of Commitment: When to Stay the Course?*, 28 ACAD. MGMT. PERSP. 430 (2014).

47 Hanjo Hamann, *Unpacking the Board: A Comparative and Empirical Perspective on Groups in Corporate Decision-Making*, 11 BERKELEY BUS. L.J. 1, 45–46 (2014); Michael E. Murphy, *Assuring Responsible Risk Management in Banking: The Corporate Governance Dimension*, 36 DEL. J. CORP. L. 121, 155–156 (2011); Andrew J. Wistrich & Jeffrey J. Rachlinski, *How Lawyers' Intuitions Prolong Litigation*, 86 S. CAL. L. REV. 571, 619–620 (2013).

בכישלון ובהפסד.⁴⁸ קולין קמרר ורוברטו ובר הראו כי הסלמת מחויבות ופרכת ההוצאה השקועה זהות בעיקרן, אך הראשונה רחבה יותר מכיוון שהיא מתעוררת גם בתגובה על התנהגות מוקדמת לא ממונית, כגון התבטאויות פומביות.⁴⁹ גורם נוסף הקשור להסלמת מחויבות הוא הנטייה להצדקה עצמית (self-justification), שבמסגרתה שאיפה לגונן על הזהות העצמית גורמת, בין היתר, לסירובם של מקבלי ההחלטה המקורית להודות בכישלון.⁵⁰ בהמשך לכך, תיאוריית ההצגה העצמית (self-presentation theory) מצביעה על נטייתם של מקבלי החלטות להיצמד להחלטתם המקורית כדי להימנע מהמבוכה הכרוכה בהודאה בטעות ברבים.⁵¹ ממצאים נוספים מלמדים שבאופן כללי אנשים מסלימים מחויבות כדי להימנע מרגשות שליליים, כגון כעס, חרטה, חרדה וכולי.⁵² לצד

-
- 48 ראו Hal R. Arkes & Catherine Blumer, *The Psychology of Sunk Cost*, 35 ORG. BEHAV. & HUM. DECISION PROCESSES 124 (1985); Hal R. Arkes & Peter Ayton, *The Sunk Cost and Concorde Effects: Are Humans Less Rational Than Lower Animals?*, 125 PSYCHOL. BULL. 591 (1999); Gilad Feldman & Kin Fai Ellick Wong, *When Action-Inaction Framing Leads to Higher Escalation of Commitment: A New Inaction-Effect Perspective on the Sunk-Cost Fallacy*, 29 PSYCHOL. SCI. 537 (2018).
- 49 Colin F. Camerer & Roberto A. Weber, *The Econometrics and Behavioral Economics of Escalation of Commitment: A Re-examination of Staw and Hoang's NBA Data*, 39 J. ECON. BEHAV. & ORG. 59 (1999).
- 50 ראו Staw (1976), לעיל ה"ש 45; Joel Brockner et al., *Escalation of Commitment to an Ineffective Course of Action: The Effect of Feedback Having Negative Implications for Self-Identity*, 31 ADMIN. SCI. Q. 109 (1986); Joel Brockner, *The Escalation of Commitment to a Failing Course of Action: Toward Theoretical Progress*, 17 ACAD. MGMT. REV. 39 (1992).
- 51 ראו Joel Brockner, Jeffrey Z. Rubin & Elaine Lang, *Face-Saving and Entrapment*, 17 J. EXPERIMENTAL SOC. PSYCHOL. 68 (1981).
- 52 ראו Kin Fai Ellick Wong, Michelle Yik & Jessica Y.Y. Kwong, *Understanding the Emotional Aspects of Escalation of Commitment: The Role of Negative Affect*, 91 J. APPLIED PSYCHOL. 282 (2006); Kin Fai Ellick Wong & Jessica Y.Y. Kwong, *The Role of Anticipated Regret in Escalation of Commitment*, 92 J. APPLIED PSYCHOL. 545 (2007); Ming-Hong Tsai & Maia J. Young, *Anger, Fear, and Escalation of Commitment*, 24 COGNITION & EMOTION 962 (2010); Alexander T. Jackson et al., *The Reciprocal Relationships Between Escalation, Anger, and Confidence in Investment Decisions over Time*, 9 FRONT. PSYCHOL. 1136 (2018); Koen A. Dijkstra & Ying-yi Hong, *The Feeling of Throwing Good Money After Bad: The Role of Affective Reaction in the Sunk-Cost Fallacy*, 14 PLOS ONE 1 (2019); Henry Moon, John R. Hollenbeck, Stephen E. Humphrey & Brian Maue, *The Tripartite Model of Neuroticism and the Suppression of Depression and Anxiety Within an Escalation of Commitment Dilemma*, 71 J. PERSONALITY 347 (2003); Tori Y. Huang, Vangelis Souitaris & Sigal G. Barsade, *Which Matters More? Group Fear Versus Hope in Entrepreneurial Escalation of Commitment*, 40 STRATEGIC MGMT. J. 1852 (2019).

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

כל אלה אין לשכוח שגם גורמים כלכליים רציונליים כגון בעיית הנציג והנטייה לאופורטוניזם, שיסודם בהעדפה עצמית, עשויים לתרום להסלמה.⁵³ הסלמת מחויבות היא תופעה שכיחה. נוסף על אישושה בניסויי מעבדה, היא נצפתה ונחקרה בארגונים גדולים וקטנים, במגזר הציבורי ובחברות עסקיות. דוגמה ישראלית ידועה היא פרויקט המטוס "לביא", שנועד לפתח מטוס קרב "כחול לבן". מקבלי ההחלטות דבקו בפרויקט ואף הרחיבו את היקפו (ממטוס משלים בסדר הכוחות למטוס עיקרי בו) מבלי לתת את הדעת לקשיי מימון, לקיומן של חלופות זולות יותר ועוד, עד שהמציאות טפחה על פניהם.⁵⁴ כך גם בתחום העסקי: חברות מצליחות עלולות להיקלע להסלמת מחויבות שעלולה להסב להן הפסדים כבדים ואף להכריע אותן. כך אירע, למשל, לחברת פולארואיד, שהייתה מובילה עולמית בתחום הצילום המיידית על נייר; הנהלתה התמידה בנסינות לשדרג את הטכנולוגיה הוותיקה חרף עלייתו של הצילום הדיגיטלי, שעליונותו עליה התבררה במהירות, עד שהחברה קרסה.⁵⁵ עוד נציין כי הסלמת מחויבות תועדה במיוחד בקרב בעלים-מנהלים של עסקים קטנים ובחברות משפחתיות. שיקולים של גאווה אישית ויוקרה משפחתית מחריפים את הנטייה להסלים

53 ראו Peter Booth & Axel K.-D. Schulz, *The Impact of an Ethical Environment on Managers' Project Evaluation Judgments Under Agency Problem Conditions*, 29 ACCT. ORG. & SOC'Y 473 (2004). ראו גם Sleesman et al. (2012), לעיל ה"ש 46, המצביעים על גורמים קשורים נוספים ברמת הפרט.

54 מבקר המדינה מצא, בין היתר, כי "ההחלטה מ-4.2.82 על המשך תכנית ה'לביא' נפלה בלי שחיל האוויר או המטה הכללי העמידו כנגדה חלופות של פיתוח, רכש וייצור של מגוון אמצעים אחרים ללחימה שאינם מטוס; ההחלטה נפלה בטרם הסתיימו הדיונים ונקבעו העדיפויות לגבי תכנית העבודה והתקציב הרב-שנתי לצה"ל... הבדיקה [של המשך תוכנית ה'לביא'] גם לא נתנה ביטוי למידע שהיה ידוע באותה עת, לפיו עלות ה'לביא' גבוהה מהתחשיבים שהוצגו... ברוב השלבים של תכנית ה'לביא', בעיקר בשלבים ראשונים, שנמשכו שנים מספר, היו חסרים כלי בקרה נאותים שיתריעו מפני חריגות באומדני עלות ומסטייה מיעדים... רק ב-1985 הובא בפני מקבלי ההחלטות המידע, כי למעשה כבר הצטברה חריגה של למעלה מ-100% בעלות הפרויקט, וכי בדיעבד התברר שהוא יקר ב-2 עד 2.5 מיליארד דולר מתכנית חלופית של F-16". מבקר המדינה דו"ח שנתי 37 – לשנת 1986 ולחשבונות שנת הכספים 1985 – פרויקט ה'לביא' – תהליך קבלת ההחלטות 1291–1292 (1987). ההשלכות של הסלמת המחויבות בפרויקט ה'לביא' היו רחבות יותר מהעלויות החורגות שלו עצמו שהכריעו אותו. ראו רן גורן "האמת שהפילה את ה'לביא' הארץ" 1.10.2017 www.haaretz.co.il/opinions/.premium-1.4477269: "אגפי המטכ"ל והמפח"ש הגיעו למסקנה, כי ה'לביא' מהווה נטל תקציבי בלתי נסבל על זרוע היבשה ומוריד את הסדר"כ היבשתי, התחמושת ורמת האימונים אל מתחת ל"קו האדום". חיל האוויר עצר תוכניות פיתוח של כלי טיס מאוישים מרחוק וחימוש מונחה מדויק."

55 ראו John T. Horn, Dan P. Lovaglio & S. Patrick Viguerie, *Learning to Let Go: Making Better Exit Decisions*, 2006(2) MCKINSEY Q. 65, 65. לסקירה מפורטת של קריסתה של חברת פולארואיד ראו Mary Tripsas & Giovanni Gavetti, *Capabilities, Cognition, and Inertia: Evidence from Digital Imaging*, 21 STRATEGIC MGMT. J. 1147 (2000). ראו גם Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corp., 559 A.2d 257 (Del. Ch. 1989).

מחויבות בנסיבות של מצוקה מימונית.⁵⁶ בניה ובנותיה של המשפחה שהיא בעלת החברה נעשים אז נחשבים אף יותר בנסיבותיהם להאריך את חייה של החברה הגוססת.⁵⁷ יזמים מפגינים אף הם נטייה להסלים מחויבות. נטייה זו מובנת במיוחד, שכן יזמים מתאפיינים בבוחן מציאות לקוי במיוחד בקשר להערכה של יכולתם האישית (לטובה) ושל סיכונים חיצוניים (לרעה) וכן ברגישות יתר לתמריצים לא ממוניים.⁵⁸ כך גם משקיעי הון סיכון – חרף היותם מקצוענים לכאורה בתחום ההשקעות – כאשר החברה שבה השקיעו נמצאת על סף כישלון.⁵⁹

הסלמת מחויבות אינה רק התנהגות אישית רגשנית או לא רציונלית. במקרים רבים משפיע עליה גם ההקשר החברתי של קבוצת הפנים (ingroup), שהיא גם קבוצת ההתייחסות של מקבלי ההחלטה – בפרט הדירקטוריון, הארגון, הקהילה והתרבות שבהם הם נטועים. תופעות אלו מתועדות כיום בגוף מחקרי הולך וגדל. כמה מחקרים הראו שדירקטוריונים נוטים להיקלע לדינמיקות חברתיות שונות אשר מובילות לבסוף להסלמת מחויבות למיזמים כושלים.⁶⁰ ניתוח עיוני מציע ששיעור גבוה יותר של

-
- Dean A. Shepherd, Johan Wiklund & J. Michael Haynie, *Moving Forward: Balancing the Financial and Emotional Costs of Business Failure*, 24 J. BUS. VENTURING 134 (2009); Jeremy A. Woods, Thomas Dalziel & Sidney L. Barton, *Escalation of Commitment in Private Family Businesses: The Influence of Outside Board Members*, 3 J. FAM. BUS. STRATEGY 18 (2012); Naveed Akhter, Philipp Sieger & Francesco Chirico, *If We Can't Have It, Then No One Should: Shutting Down Versus Selling in Family Business Portfolios*, 10 STRATEGIC ENTREPRENEURSHIP J. 371 (2016).
- Francesco Chirico et al., *To Merge, Sell, or Liquidate? Socioemotional Wealth, Family Control, and the Choice of Business Exit*, 46 J. MGMT. 1342 (2019).
- Thomas Åstebro, Holger Herz, Ramana Nanda & Roberto A. Weber, *Seeking the Roots of Entrepreneurship: Insights from Behavioral Economics*, 28(3) J. ECON. PERSP. 49 (2014); Sari Pekkala Kerr, William R. Kerr & Tina Xu, *Personality Traits of Entrepreneurs: A Review of Recent Literature*, 14 FOUND. & TRENDS IN ENTREPRENEURSHIP 279 (2018).
- Thomas Åstebro, Scott A. Jeffrey & Gordon K. Adomdza, *Inventor Perseverance After Being Told to Quit: The Role of Cognitive Biases*, 20 J. BEHAV. DECISION MAKING 253 (2007); Robert A. Lowe & Arvids A. Ziedonis, *Overoptimism and the Performance of Entrepreneurial Firms*, 52 MGMT. SCI. 173 (2006); Anne M. McCarthy, F. David Schoorman & Arnold C. Cooper, *Reinvestment Decisions by Entrepreneurs: Rational Decision-Making or Escalation of Commitment?*, 8 J. BUS. VENTURING 9, 24 (1993).
- David Devigne, Sophie Manigart & Mike Wright, *Escalation of Commitment in Venture Capital Decision Making: Differentiating Between Domestic and International Investors*, 31 J. BUS. VENTURING 253 (2016).
- James D. Westphal & Michael K. Bednar, *Pluralistic Ignorance in Corporate Boards and Firms' Strategic Persistence in Response to Low Firm Performance*, 50 ADMIN. SCI. Q. 262 (2005); Henry Moon et al., *Group Decision Process and Incrementalism in Organizational Decision Making*, 92 ORG. BEHAV. & HUM. DECISION

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

דירקטורים עצמאיים ומיומנים היה עשוי לסייע לחברה להפחית מחויבות (de-escalate), כתהליך הפוך מהסלמה), במיוחד בחברות משפחתיות, מכיוון שהללו נוטים פחות להיות מחויבים למיזם.⁶¹ אף על פי כן, ממצאים אמפיריים מלמדים שדירקטורים חיצוניים אינם מצליחים להפחית את הלחץ להסלים.⁶² כפי הנראה, קבלת החלטות קבוצתית או גיוון גרידא בקבוצה המקבלת את ההחלטה אינם מספקים ערובה לכך שהארגון יצליח לחמוק ממלכודת ההסלמה.⁶³

לנוכח נטייתם של פרטים ושל צוותים להסלים מחויבות, האתגר המעשי הוא למצוא דרכים יעילות להביאם לידי הפחתת המחויבות, דהיינו, להשבית את המיזם או לסגור את החברה הכושלת במטרה להציל את שניתן עדיין להציל. על פי סקירת ספרות עדכנית מאת צ'ולקוב וברון, חשיבות יתרה נודעת להרחקתם של מקבלי ההחלטה המקורית מהצוות שאמור להפחית מחויבות:

"Research on the escalation of commitment provides strong support for the personal responsibility effect that contributes to escalation as long as the original decision makers are involved in the continuation of investment decisions. Studies on reversing escalation of commitment, or de-escalation, conclude that breaking the cycle of escalation decision errors is facilitated by a change in management."⁶⁴

שינוי בהנהלה מסתמן אפוא ככלי העיקרי להיחלצות ממלכודת ההסלמה. נוסף על שינויים בהנהלה, עשויים לתרום להפחתת מחויבות גם מידע משופר על העלות והתועלת של המיזם, הערכה תקופתית קבועה וניטור קבוע של המיזם, קביעה של אמות מידה ברורות להצלחה ושל רמות ביצוע נדרשות (למשל, רווחיות), וכן מנגנוני משוב ביחס לפיגור בביצועים.⁶⁵ עם זאת, בכל המנגנונים האלה תהיה תועלת מוגבלת בלבד כל עוד המידע שהם מספקים מעובד ומתורגם להחלטות על ידי אותם אנשים שיזמו את

PROCESSES 67 (2003); Sun Hyun Park, James D. Westphal & Ithai Stern, *Set Up for a Fall: The Insidious Effects of Flattery and Opinion Conformity Toward Corporate Leaders*, 56 ADMIN. SCI. Q. 257 (2011). לתיאור דינמיקה שבה מנהלים כוחניים עשויים לגרום להחלשת דעות נוגדות בדירקטוריון ראו Leigh Plunkett Tost, Francesca Gino & Richard P. Larrick, *When Power Makes Others Speechless: The Negative Impact of Leader Power on Team Performance*, 56 ACAD. MGMT. J. 1465 (2013).

61 ראו Woods, Dalziel & Barton, לעיל ה"ש 56; Ann K. Buchholtz, Michael Lubatkin & Hugh M. O'Neill, *Seller Responsiveness to the Need to Divest*, 25 J. MGMT. 633 (1999).

62 ראו Westphal & Bednar, לעיל ה"ש 60; Park, Westphal & Stern, לעיל ה"ש 60.

63 ראו Sleesman et al. (2018), לעיל ה"ש 46.

64 Dmitriy V. Chulkov & John M. Barron, *Turnover in Top Management and De-Escalation of Commitment*, 51 APPLIED ECON. 2534, 2534–2535 (2019).

65 שם, בעמ' 2535.

הפעילות הכושלת או אפילו על ידי אנשים אחרים אשר קשורים לאותם מקבלי החלטות מקוריים.⁶⁶ במילים אחרות, שינוי משמעותי בהנהלה הוא לא רק כלי עיקרי, אלא גם כלי חיוני. מבלי להתייחס לגוף הספרות על הסלמת מחויבות, אך מתוך הבנה שיפוטית נכונה, הכיר לאחרונה בית המשפט העליון של ניו זילנד בסכנה הנשקפת מנטייה זו, ועמד על ההכרח להתמודד עימה באמצעות שינוי בהרכבם של מקבלי ההחלטות בחברה כאשר ננקטים מהלכים להתמודדות עם חדלות פירעון או במצבים דומים:

"The removal of decision-making powers from directors in such circumstances is a recognition that directors are not the appropriate decision-makers in times of insolvency or near-insolvency. This is because their decisions may be compromised by conflicting interests and, even where that is not the case, they may be too close to the company and its business to be able to take a realistic and impartial view of the company's situation...

All of the formal mechanisms have carefully worked out processes for decision-making and involve either an independent person or consultation with all affected creditors. None of these formal regimes involve continued unfettered decision-making by directors. Directors can choose to employ informal mechanisms but these must align with formal mechanisms."⁶⁷

פרק ב: חובת התחשבות בנושים

1. מבוא

חובת הצמצום לפי סעיף 288 לחוק חדלות פירעון מהווה חלק ממארג דינים רחב המיועד להגן על עניינם של הנושים בחברות חדלות פירעון או על סף חדלות פירעון. רוב הדינים האלה ותיקים בדין הישראלי. הם ותיקים עוד יותר בדין האנגלי, שממנו נשאבו רובם באמצעות חקיקה שנשענה על חקיקה אנגלית,⁶⁸ וכן בדין האמריקני,

66 ראו Brian C. Gunia, Niro Sivanathan & Adam D. Galinsky, *Vicarious Entrapment: Your Sunk Costs, My Escalation of Commitment*, 45 J. EXPERIMENTAL SOC. PSYCHOL. 1238 (2009). ראו גם Woods, Dalziel & Barton, לעיל ה"ש 56.

67 *Madsen-Ries v. Cooper* [2020] NZSC 100, paras. 43, 49.

68 בין היתר נמצא בקבוצה זו הוראות שהיו בפקודת החברות, כגון ס' 373 בדבר ניהול עסק בתרמית וס' 374 בדבר הפרות שהתגלו בפירוק, וכן הוראות שהוחלו על חברות לפי ס' 353 ואשר נמצאו בפועל בפקודת פשיטת הרגל [נוסח חדש], התש"ס-1980 (להלן: פקודת פשיטת הרגל), כגון ביטול של הענקות, המחאות לא רשומות והעדפות לפי ס' 96-98 לפקודת פשיטת הרגל. האחרונות מצויות כיום בס' 219-220 לחוק חדלות פירעון, לצד הוראה חדשה, בס' 221 לחוק, בדבר הברחת נכסים.

ששימש את בתי המשפט בארץ כמקור למקצתם.⁶⁹ לצד אלה מצויות דוקטרינות ישראליות בעיקרן, שהתפתחו בהשראת המשפט המקובל.⁷⁰ חובת הצמצום, שעל אודותיה נרחיב בפרק הבא, היא מחידושי של חוק חדלות פירעון, אף זאת תוך התבססות על מקור בחקיקה אנגלית.⁷¹

במקביל למערך הדוקטרינרי המסועף הזה מתפתחת בדין הישראלי בהדרגה חובה כללית להתחשב בעניינם של נושי החברה, ובסמיכות לחדלות פירעון במיוחד. לגישה כללית זו יש ביטויים מוקדמים ספורים, התואמים את הדין האנגלי. בשנים האחרונות החלו להופיע בפסיקה גם התייחסויות ל"אזור חדלות הפירעון" ולמקביליו הלועזיים vicinity of insolvency או zone of insolvency. בתי משפט בארץ שהזכירו מושגים אלו ציינו מקורות מגוונים, אך בדרך כלל אזכרו מקורות אמריקניים שהתייחסו אליהם, בעיקר מדלוור. לאמיתו של דבר, הדין הדלוורי דוחה כיום בתקיפות יוצאת דופן את הרעיון של משטר משפטי מיוחד לטובת הנושים באזור חדלות הפירעון. גם בעבר לא חרג העיסוק בכך מהשתעשעות באמרות אגב, שעוררו עניין רב בארצות הברית ומחוץ לה. לעומת זאת, בדינים של מדינות חבר העמים הבריטי, ובמיוחד באנגליה, באוסטרליה ובניו זילנד, התפתחה דוקטרינה מגובשת בדבר חובת התחשבות בנושים בסמיכות לחדלות פירעון, אם כי גבולותיה ותוכנה טרם התחוורו כדבעי. חובה זו, שיסודה בהלכה פסוקה, מתפקדת בפועל כדוקטרינה אחת של האיסורים החרותים שיש בדינים אלו ביחס לניהול בעוולה. יחד הם יוצרים משטר משפטי משולב, המיועד לגונן על עניינם של הנושים בנסיבות אלו. בדומה לכך, גם את סעיף 288 הישראלי יהיה נכון לנתח

69 כאן נמצא בעיקר את הדוקטרינות של הדחיית חוב ואפיון מחדש. ביחס לראשונה ראו עניין **אפרוחי הצפון**, לעיל ה"ש 27; ע"א 2146/06 **ברק נ' אבוקרט** (פורסם באר"ש, 18.11.2010); עמיר ליכט "הרמת מסך והדחיית חוב לאחר תיקון 3 לחוק החברות: מה נשתנה?" **תאגידים** ב(3) 65 (2005) (להלן: ליכט "מה נשתנה?"); דוד האן "דחיית חובות" **מחקרי משפט** כג 33 (2006); דורון טייכמן "צדק, הגינות ויעילות בדיני חברות: הערות בעקבות ע"א 4263/04 **משפטים** מ 701 (2011). ביחס לשנייה ראו ע"א (מחוזי ת"א) 66316-05-18 **סמרה נ' סמרה יזמות וקרימיקה בע"מ** (פורסם בנבו, 15.8.2019); עמיר ליכט "מימון חברה שלא כדרכה – איפיון מחדש והדחייה של הלוואת בעלים" **נקודה בסוף משפט** 18.9.2019 www.amirlicht.wordpress.com/2019/09/18/154.

70 בקטגוריה זו מצויה בעיקר הדוקטרינה של הרמת מסך, המעוגנת כיום, באופן חלקי, בס' 6 לחוק החברות. ראו, באופן כללי, בג"ץ 132/15 **ר-צ פלסטק בע"מ נ' איפראימוב** (פורסם באר"ש, 5.4.2017); רע"א 996/17 **חברת טקסס השקעות בע"מ נ' אינגריג** (פורסם באר"ש, 31.8.2017). המשפט האנגלי מכיר כעיקרון בהרמת מסך, אך הפסיקה העדכנית מסתייגת ממנה מאוד, עד כדי הטלת ספק בנכונותה העקרונית, ועמדה זו ראויה לעיון מעמיק. ראו *Prest v. Petrodel Resources Ltd* [2013] UKSC 34. לעומת זאת, בדינים האמריקניים הרמת מסך ננקטת כעניין שבשגרה. לסקירה כללית ראו ליכט "מה נשתנה?", שם; אירית חביב-סגל **דיני חברות** כרך א 368–282 (2007).

71 לצידה מצוי חידוש חרות נוסף, בסעיף 221 לחוק חדלות פירעון, אשר מעגן בדין הישראלי דוקטרינה עתיקת יומין של "הברחת נכסים". ראו ע"א 5709/99 **לוינ' נ' שילר**, פ"ד נה(4) 925, 938–939 (2001). ראו גם, בקצרה, עמיר ליכט "רומנסרו אזורי – חלוקת דיבידנד, הברחת נכסים, וחובות דירקטורים באזור חדלות הפירעון" **נקודה בסוף משפט** 6.3.2019 www.amirlicht.wordpress.com/2019/03/06/140.

וליישם לנוכח תפיסה משפטית כללית ביחס לאזור חדלות הפירעון העולה בקנה אחד עם התוכנות שהתפתחו במדינות חבר העמים הבריטי, לצד ההלכות הוותיקות הנזכרות. פרק זה מוקדש לבירור קווי המתאר של החובה להתחשב בנושים באזור חדלות הפירעון, כפי שזו מוכרת במשפט המשווה ובידין הישראלית. לנוכח דלות החומר המשפטי בישראל, מוטב לדון בו לאחר ניתוח המצב במשפט המשווה ולאורו, וכך נעשה. תת-פרק 2 סוקר ומנתח את הדין הדלוורי. דין זה, כאמור, אינו מכיר בחובה דנן, אך להתפתחויות שם עשויות להיות השלכות מעניינות לדין שלנו. תת-פרק 3 עומד על חובת ההתחשבות בנושים בסמיכות לחדלות פירעון באנגליה, באוסטרליה ובניו זילנד, אשר הדין בהן התפתח במשולב ותוך היזון הדדי, ומקנה בהתייחסות לדין בקנדה. תת-פרק 4 בוחן לאור כל אלה את הדוקטרינה המתהווה בדין הישראלי בדבר חובת ההתחשבות בנושים בסמיכות לחדלות פירעון.

2. דלוור

מבין הדינים האמריקניים נתמקד בדין הדלוורי, שבתי משפט בארץ מבקשים לא פעם להסתופף בצילו.⁷² מבחינת עמדתו הכללית בסוגיית קבוצות העניין בחברות עסקיות רגילות, הדין הדלוורי מחזיק בגישה מוניסטית קיצונית.⁷³ לפי ההלכה המנחה בעניין *Guth v. Loft*, חובות האמונות של נושאי המשרה מופנות לחברה וגם לבעלי המניות.⁷⁴

72 הדין הדלוורי ראוי לשמש מקור להיקש ולאיומן הלכות בידי תאגידים ככל שהוא תואם את עקרונות היסוד של הדין הישראלי, אלא שלא תמיד הדבר כך. זהו עניין לדיון נפרד, חיוני כשלעצמו. לדיון בקשר לחובת האמון ראו עמיר ליכט "בגנות ההגיונות: מקומה הנעדר של הגינות בחובת האמון בדין הישראלי" **משפטים** 675 (2018) (להלן: ליכט "בגנות ההגיונות").

73 במדינות רבות בארצות הברית (41 מדינות, לפי אחד המניינים), אך לא בדלוור, יש חוקים מיוחדים אשר מסמיכים במפורש את הדירקטוריון, בנוסחים שונים, לשקול את ענייניהן של קבוצות עניין אחרות. ראו Joseph R. Shealy, *The Corporate Identity Theory Dilemma: North Carolina and the Need for Constructionist Corporate Law Reform*, 94 N.C. L. REV. 686, 691 (2016). דיון בחוקים אלו ובהשלכותיהם חורג מהמסגרת הנוכחית. ראו, באופן כללי, Brett H. McDonnell, *Corporate Constituency Statutes and Employee Governance*, 30 WM. MITCHELL L. REV. 1227 (2004). נוסף על כך, בדלוור, כמו גם במדינות רבות נוספות בארצות הברית, יש חקיקה מיוחדת בדבר benefit corporations, דהיינו, חברות שמכוח החוק רשאיות לכלול בתקנון הוראה המסמיכה את הדירקטורים לפעול לתכליות המפורטות בתקנון, כלומר, במשמע, לאו דווקא לטובת בעלי המניות. גם באלה לא נדון כאן. ראו, למשל, Brett H. McDonnell, *Benefit Corporations and Public Markets: First Experiments and Next Steps*, 40 SEATTLE U. L. REV. 717 (2017); David G. Yosifon, *Opting Out of Shareholder Primacy: Is the Public Benefit Corporation Trivial?*, 41 DEL. J. CORP. L. 461 (2017).

74 *Guth v. Loft, Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939) ("Corporate officers and directors... stand in a fiduciary relation to the corporation and its stockholders") ראו גם *Malone v. Brincat*, 722 A.2d 5, 10 (Del. 1998) ("The directors of Delaware corporations stand in a fiduciary relationship not only to the stockholders but also to the corporations upon whose boards

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

הדירקטורים אינם רשאים לנקוט מדיניות עסקית המתכחשת למרוב ערך לבעלי המניות,⁷⁵ והתמקדות בטובתם של בעלי המניות (הרגילות, common stock) מצדיקה התעלמות מעניינן של קבוצות עניין אחרות מעבר לקיום זכויותיהן לפי דין או חוזה.⁷⁶ גישה זו מבטאת חפיפה מלאה בין טובת החברה לבין טובת בעלי המניות. יש בה אפילו קורטוב של התעלמות מאישיותה המשפטית של החברה, בכך שבעלי המניות כקבוצת עניין נתפסים כנהנים ישירים – ולא רק שניוניים או רעיוניים – של חיובי האמונאות, אך היא מקובלת ברבים.⁷⁷

באשר לדין באזור חדלות הפירעון חלה בדלור התפתחות בכמה שלבים. עד שלהי המאה העשרים שלטה בכיפה דוקטרינת קרן הנאמנות (trust fund doctrine), שהטילה על דירקטורים של חברה חדלת פירעון לנהל אותה כנאמנים של קרן נאמנות, בדומה לנאמן בפשיטת רגל.⁷⁸ מפנה דרמטי אירע בשנת 1991 בעניין *Credit Lyonnais*.⁷⁹ שם דובר אומנם בחברה שהייתה חדלת פירעון, אך בשולי הדברים אמר הצ'נסלור אלן (Allen) כי "[a]t least where a corporation is operating in the vicinity of insolvency, a board of

they serve"); Leo E. Strine, Jr., *The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law*, 50 WAKE FOREST L. REV. 761, 768 (2015) ("Despite attempts to muddy the doctrinal waters, a clear-eyed look at the law of corporations in Delaware reveals that, within the limits of their discretion, directors must make stockholder welfare their sole end, and that other interests may be taken into consideration only as a means of promoting stockholder welfare").

75 *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1, 35 (Del. Ch. 2010) ("Directors of a for-profit Delaware corporation cannot deploy a rights plan to defend a business strategy that openly eschews stockholder wealth maximization—at least not consistently with the directors' fiduciary duties under Delaware law").

76 *In re Trados Inc. Shareholder Litigation*, 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013); Frederick Hsu, *Living Trust v. ODN Holding Corp.*, 2017 Del. Ch. LEXIS 67 (Del. Ch. 2017).

77 ראו, עם זאת, E. Norman Veasey & Christine T. Di Guglielmo, *What Happened in Delaware Corporate Law and Governance from 1992–2004? A Retrospective on Some Key Developments*, 153 U. PA. L. REV. 1399, 1431 (2005), המדגישים את היות החברה בגדר הנהנה של חיובי האמונאות.

78 *Quadrant Structured Prods. Co. v. Laster* (Laster) ראו *Quadrant Structured Prods. Co. v. Vertin*, 102 A.3d 155 (Del. Ch. 2014) (להלן: *Quadrant I*); *Quadrant II* (להלן: *Quadrant II*). ראו גם Jared A. Ellias & Robert J. Stark, *Delaware Corporate Law and the 'End of History' in Creditor Protection*, in FIDUCIARY OBLIGATIONS IN BUSINESS 207 (Arthur B. Laby & Jacob Hale Russell eds., 2021). למען הסר ספק, הדגם הנזכר הוא המקרה הכללי של קרן של נכסים המוחזקים בנאמנות, ולא דווקא קרן להשקעות משותפות בנאמנות (mutual fund).

79 *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*, 17 DEL. J. CORP. L. 1099 (Del. Ch. Dec. 30, 1991) (להלן: *Credit Lyonnais*).

directors is not merely the agent of the residue risk bearers, but owes its duty to the "corporate enterprise".⁸⁰ על כך הוא הוסיף הערת שוליים נרחבת שבה הדגים, עם חישובים וטבלה, את המתח בין בעלי המניות לבין הנושים בחברה הסמוכה לחדלות פירעון.⁸¹ הגם שהדברים לא נפסקו להלכה כנראה,⁸² פרשת *Credit Lyonnais* עוררה עניין עצום. בספרות שצצה בעקבותיה התלקחה מחדש המחלוקת התמידית בין הגישה המוניסטית לגישה הפלורליסטית, ופסק הדין האמור נדון בה כמבשר בשורה פלורליסטית חדשה. גם בפסקי דין נוספים של הצ'נסרי נדון ההיקף של חיובי האמונות של הדירקטוריון בסמיכות לחדלות פירעון.⁸³ פרשת *Credit Lyonnais* הותירה את רושמה אף על פסיקתו של בית המשפט העליון בישראל.⁸⁴

התפנית הבאה בעלילה, האחרונה לעת עתה ודרמטית לא פחות מקודמתה, אירעה בעניין *Gheewalla*, שבה טענה נושה של חברה שהייתה באזור חדלות הפירעון כי הדירקטורים הפרו כלפיה חובות אמונות.⁸⁵ בית המשפט העליון של דלוור דחה את הטענה בפסקנות:

80 שם, בעמ' 1155.

81 נאמר שם, בעמ' 1155, ה"ש 55, בין היתר, כי "[s]uch directors will recognize that in managing the business affairs of a solvent corporation in the vicinity of insolvency, circumstances may arise when the right (both the efficient and the fair) course to follow for the corporation may diverge from the choice that the stockholders (or the creditors, or the employees, or any single group interested in the corporation) would make if given the opportunity to act".

82 ראו Robert Bartlett & Eric Talley, *Law and Corporate Governance*, in THE HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF CORPORATE GOVERNANCE, vol. 1, 177, 196 (Benjamin E. Hermalin & Michael S. Weisbach eds., 2017), הרואים בדברים "[a] non-binding obiter dictum". גם לדעתו נאמרו הדברים דרך אגב.

83 ראו Production Resources Group v. NCT Group, Inc., 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004); Big Lots Stores, Inc. v. Bain Capital Fund VII, LLC, 922 A.2d 1169 (Del. Ch. 2006); Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P., 906 A.2d 168 (Del. Ch. 2006) (להלן: *Trenwick*). עניין *Trenwick*.

84 ראו עניין **פישר**, לעיל ה"ש 4, בעמ' 85 ("נפסק בארצות הברית כי חובות הזהירות והאמון, המוטלות על הדירקטורים והמופנות ברגיל כלפי החברה ובעלי מניותיה, מקבלות תפנית במצב של חדלות פירעון ומופנות גם כלפי נושי החברה" – ראו עניין *Credit Lyonnais*, לעיל ה"ש 79). ראו גם פר"ק (מחוזי י-ם) 26836-07-14 **הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' חברת דואר ישראל בע"מ**, פס' 46 להחלטה (פורסם בנבו, 4.9.2014) (עניין **חברת הדואר**), שם מתייחס השופט מינץ לעניין *Credit Lyonnais* בהקשר של השתרעות גבולותיו של אזור חדלות הפירעון. כמבואר לעיל, הדברים בעניין *Credit Lyonnais* נאמרו אגב אורחא.

85 North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla, 930 A.2d 92 (Del. 2007). נוסף על הטענה בדבר חובת אמונות כלפי כלל הנושים קבוצת עניין, טענה אותה נושה כי הופרו חובות אמונות כלפיה בנושה מסוימת. טענה זו, המקבילה לסוגיה של חובת אמון לבעל מניות מסוים, נדחתה אף היא.

"When a solvent corporation is navigating in the zone of insolvency, the focus for Delaware directors does not change: directors must continue to discharge their fiduciary duties to the corporation and its shareholders by exercising their business judgment in the best interests of the corporation for the benefit of its shareholder owners."⁸⁶

בית המשפט עמד בפירוט על הטעם לפסיקתו, בציינו כי כלל "קו בוהק" כזה מספק לדירקטורים הדרכה ברורה, שהיא חיונית להם לצורך הניווט לנמל מבטחים.⁸⁷ משכך, הוא פטר את עצמו מלהתייחס לפסק דין *Credit Lyonnais* ולהגדרה של אזור חדלות הפירעון.⁸⁸ פסיקה מאוחרת יותר פירשה זאת כדחייה של עצם הרעיון של אזור זה.⁸⁹ בד בבד הובהר גם כי הדין הדלוורי אינו מכיר במושג "העמקת חדלות הפירעון" (deepening insolvency).⁹⁰ על נקודה זו ראוי להתעכב, שכן בדחיית הרעיון של אזור חדלות הפירעון יש יסוד מיתמם. כפי שראינו לעיל, אזור חדלות הפירעון קיים כעניין של מציאות עסקית. אין לחשוך בשופטים הדלוורים בנאיביות עסקית, ופסק דין *Gheewalla* אכן מתייחס לאזור חדלות הפירעון כתופעה קיימת; הוא רק מכחיש אותו כעניין משפטי. זאת, לנוכח פסיקה שקבעה כי על הנושים מגינים חוזים מפורטים ושורה של דוקטרינות

86 שם, בעמ' 101.

87 הדימויים שבית המשפט משתמש בהם מלמדים שהוא רואה לנגד עיניו רב חובל של ספינה הנואשת להגיע לחוף מבטחים, ואת עצמו – כמגדלור המספק הכוונה ברורה וביטחון. ראו שם (This Court has endeavored to provide the directors with clear signal beacons and brightly lined channel markers as they navigate with due care, good faith, a loyalty on behalf of a Delaware corporation and its shareholders. This Court has also endeavored to mark the safe harbors clearly).

88 שם, בעמ' 98.

89 ראו עניין *Quadrant I*, לעיל ה"ש 78, בעמ' 174 (In *Gheewalla*, the Delaware Supreme Court discarded the zone); עניין *Quadrant II*, לעיל ה"ש 78, בעמ' 546 (There is no legally recognized 'zone of insolvency' with implications for fiduciary duty claims" *Kirschner v. FitzSimons* (In re Tribune Co. Fraudulent Conveyance Litigation), 2018 U.S. Dist. LEXIS 204632 (S.D.N.Y., Nov. 30, 2018) ("Gheewalla's rejection of the 'zone of insolvency' theory").

90 ראו עניין *Quadrant II*, לעיל ה"ש 78, בעמ' 547 (Delaware does not recognize the theory of 'deepening insolvency.' Directors cannot be held liable for continuing to operate an insolvent entity in the good faith belief that they may achieve profitability, even if their decisions ultimately lead to greater losses for creditors" *Trenwick*, לעיל ה"ש 83, בעמ' 174 (Delaware law does not recognize this catchy term as a cause of action, because catchy though the term may be, it does not express a coherent concept" *Trenwick America Litigation Trust v. Billett*, 931 A.2d 438 (Del. 2007)).

משפטיות מלבד חובות אמונאות, וביניהן חובת תום הלב.⁹¹ בדחותה את הרעיון בדבר אזור חדלות הפירעון ואת הדברים בעניין *Credit Lyonnais* (או בהשליכה אותם לאשפה, בלשונו החדה של סגן הצ'נסלור לסטר בעניין *Quadrant*), הלכת *Gheewalla* נוקטת מדיניות משפטית המבקשת להשרות תחושה של ודאות בקרב אלה הזקוקים לה פסיכולוגית, ולא דווקא לספק ודאות בפועל – דבר שאין ביכולתה לעשות.⁹² אגב כך היא מאששת את העמדה המוניסטית הנחרצת של הדין הדלוורי גם בהקשר של אזור חדלות הפירעון.⁹³

פסק דין *Credit Lyonnais* סיפק יסוד לכמה מחקרים אמפיריים שבחנו את השפעתו על התנהגות החברות מבחינת ההתנהלות המימונית ומתכונת הדיווח הכספי. כך, נמצא כי חברות דלווריות הקטינו את מידת הסיכון והגדילו את שיעור החוב,⁹⁴ וכי הן הקטינו את השימוש בנסיונות לעקוף תניות באגרות החוב.⁹⁵ במישור הדיווח נמצא כי חברות דלווריות הגבירו את השמרנות החשבונאית, דהיינו, נקטו הכרה מוגברת בהוצאות ובירידות ערך והכרה פחותה ברווחים.⁹⁶ הממצאים מעניינים, אך פרשנותם אינם קלה, ולא דווקא תומכת בסברה שפסק הדין היטיב עם הנושים. מסקנה כזאת מתיישבת עם מנגנון של השלמה בין התופעות. אולם השערה הגיונית לא פחות תציע מנגנון של תחלופה, כך שהגברת ההגנה המשפטית לנושים הייתה עשויה להוביל להיחלשותם של אמצעי ההגנה החלופיים. מחקר שבחן מהלך דברים דומה במקצת בישראל אכן מצא כי בעקבות החלטה שהקנתה לנושים אפשרות לכפות הסדר חוב על חברה באזור חדלות הפירעון (אך לא חדלת פירעון באופן פורמלי), תגובות השוק ושינויים במתכונת הדיווח

91 ראו עניין *Gheewalla*, לעיל ה"ש 85, בעמ' 98 ואילך. בית המשפט מאשרר שם פסיקה קודמת שקבעה כך, ובכלל זה את *Katz v. Oak Industries, Inc.*, 508 A.2d 873 (Del. Ch. 1986); *Simons v. Cogan*, 549 A.2d 300 (Del. 1988).

92 על הכמיהה לצלילות ולוודאות בהקשר זה ראו ליכט "חובת הגילוי המלא", לעיל ה"ש 24, וכן הטקסט שליד ה"ש 24.

93 ההלכה בעניין *Gheewalla*, לעיל ה"ש 85, מחדדת את הגבולות לא רק עבור הדירקטורים, אלא גם עבור הנושים. אלה צריכים לגמור אומר בדעתם אם לעמוד מנגד ולהסתפק בהגנות החוזיות והמשפטיות האחרות או שמא לנקוט הליכי חדלות פירעון ואז להיכנס לנעליהם של בעלי המניות ולשאת בעצמם באחריות לניהול ובמלוא הסיכונים העסקיים של החברה המקרטעת.

94 ראו *Bo Becker & Per Strömberg, Fiduciary Duties and Equity-Debtholder Conflicts*, 25 *REV. FIN. STUD.* 1931 (2012).

95 ראו *Shai Levi, Benjamin Segal & Dan Segal, Does Fiduciary Duty to Creditors Reduce Debt Covenant Violation Avoidance Behavior?*, 48 *J. BUS. FIN. & ACCT.* 929 (2021).

96 ראו *Jagadison K. Aier, Long Chen & Mikhail Pevzner, Debtholders' Demand for Conservatism: Evidence from Changes in Directors' Fiduciary Duties*, 52 *J. ACCT. RES.* 993 (2014); *Daniel Bens, Sterling Huang, Liang Tan & Wan Wongsunwai, Contracting and Reporting Conservatism Around a Change in Fiduciary Duties*, 37 *CONTEMP. ACCT. RES.* 2472 (2020).

מתיישבים עם אפקט תחלופה.⁹⁷ על כך יש להוסיף את השאלה אם הערת שוליים 55 המפורסמת הייתה חלק מהלכת הפסק,⁹⁸ אם כי יש המצינים כי פסק הדין סוקר בתקשורת,⁹⁹ כך שבכל מקרה נוצר אולי רושם שחל שינוי בדין הנוהג. כן מטרידה העובדה שכאשר נבדקה השפעתו של פסק דין *Gheewalla*, שהתייחס לסוגיה בהרחבה במוקד הדיון, לא נמצא שינוי סימטרי בהתנהגותן של החברות.¹⁰⁰ ממצאים אלו תומכים לעת עתה בעיקר במסקנה הפשטנית שיש להיזהר מהסקת מסקנות פשטניות בהקשר מורכב זה. לצד הממצאים המתוארים לעיל בדבר הגמישות הרבה שדירקטורים מפגינים בסוגיית קבוצות העניין,¹⁰¹ הממצאים הנוכחיים מציעים שהדירקטורים אינם אדישים למצב המשפטי, לפחות כפי שהם תופסים אותו.

3. מדינות חבר העמים הבריטי

באנגליה, באוסטרליה ובניו זילנד התגבשה גישה משפטית מיוחדת בדבר חובות אמונאות כלפי הנושים, שנוקטת עמדת ביניים בין הגישה הדוגלת בבכירותם של בעלי המניות, בגרסה הנחרצת הנוהגת בדלוור, לבין הימנעות כביכול מכל תערובת בין קבוצות עניין, כנהוג בקנדה.¹⁰² עמדה דומה נוהגת בשיטות משפט מקובל נוספות, כגון הונג קונג וסינגפור.¹⁰³ למען הנוחות אכנה כאן את הגישה הזו "הגישה האנגלית", אף שיש הבדלי גוונים בין הדינים השונים. הטעם לכך הוא שהיסודות העיקריים שלה התפתחו בדרך של הפריה הדדית וחילופי דעות בין בתי משפט בשיטות השונות, כך שחרף ההבדלים מוצדק לראותה כגישה אחודה. הגישה האנגלית מכילה שני ענפים: האחד הוא כלל של הלכה פסוקה בדבר חובת הדירקטורים להתחשב בעניינם של הנושים בסמיכות לחדלות פירעון; והאחר הוא הוראה חרותה אשר בכינויים ובניסוחים שונים מטילה חבות אישית על דירקטורים שלא נקטו צעדים להגנה על נושי החברה כאשר החברה הייתה חדלת פירעון למעשה, משמע, עוד בטרם נפתחו הליכי חדלות פירעון. אפתח את הדברים בהערה על העמדה הבסיסית של דינים אלו ביחס לתכלית החברה, במיוחד לנוכח העובדה שהדין הישראלי קרוב אליהם מאוד ונוקט עמדה דומה. דיני החברות במדינות חבר העמים הבריטי נאמנים יותר לנוסחה הקלסית של חובת האמון בחברה, בראותם את החברה לבדה כנהנית של חובות האמונאות של נושאי המשרה, הקוראות להם לפעול לטובתה. בד בבד התאפיינה נוסחה זו של החובה

97 ראו Assaf Hamdani et al., *Creditor Rights, Implicit Covenants, and the Quality of Accounting Information* (Draft Working Paper, 2021).

98 ראו לעיל ה"ש 81–82 והטקסט שלידן.

99 ראו Becker & Strömberg, לעיל ה"ש 94, בעמ' 1937–1938.

100 שם, בעמ' 1965–1966. ההסבר שהחוקרים מציעים לכך נראה דחוק.

101 ראו לעיל ה"ש 22 ואילך והטקסט שלידן.

102 ביחס לקנדה ראו להלן ה"ש 127 ואילך והטקסט שלידן.

103 ראו Aurelio Gurrea-Martínez, *Towards an Optimal Model of Directors' Duties in the Zone of Insolvency: An Economic and Comparative Approach*, J. CORP. L. STUD. (forthcoming).

המשפטית, מאז ומעולם, בתפיסה מרחיבה של ענייני החברה וטובתה, באמצעות התייחסות ל"טובת החברה בכללותה".¹⁰⁴ במסגרת זו מוכרת בכירותם של בעלי המניות כמי שלטובתם החברה מתנהלת (וכמי שבסופו של דבר מאגדים אותה וממנים את הדירקטוריון שלה), אולם למנהלים ניתן מרחב תמרון ניכר להביא בחשבון עניינים שונים לשם קידום טובתה. חוק החברות האנגלי משקף עמדה זו בדומה לחוק הישראלי אך בהבדלי גוון. סעיף 172 לחוק החברות האנגלי קובע כי משימת הדירקטורים היא לנהל את החברה לטובת בעלי המניות, ומורה להם כי בעשותם זאת שומה עליהם להתחשב (consider) בקבוצות העניין המוכרות.¹⁰⁵ בכך יש הכרה חרותה בחשיבותן לחברה (ככל שהמנהלים זקוקים לתזכורת כזו). בחוקי החברות באוסטרליה ובניו זילנד אין הוראה מקבילה, כך שהסוגיה מטופלת במסגרת ההלכה הפסוקה לנוכח ההוראה הכללית בדבר החובה לנהל את החברה בתום לב, דהיינו, בגדר חובת האמון.¹⁰⁶

104 ראו Greenhalgh v. Arderne Cinemas [1951] Ch. 286, 291 (C.A.); Allen v. Gold Reefs of West Africa Ltd [1900] 1 Ch 656, 671. על קליטת הנוסחה של "טובת החברה בכללותה" דיין הישראלי לפי הלכת Greenhalgh, שם, ראו ליכט **דיני אמונות**, לעיל ה"ש 15, בעמ' 185–189. 105 ס' 172 ל- Companies Act 2006 (U.K.) (להלן: חוק החברות האנגלי) קובע:

"Duty to promote the success of the company

- (1) A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to—
 - (a) the likely consequences of any decision in the long term,
 - (b) the interests of the company's employees,
 - (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others,
 - (d) the impact of the company's operations on the community and the environment,
 - (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and
 - (f) the need to act fairly as between members of the company.
- (2) Where or to the extent that the purposes of the company consist of or include purposes other than the benefit of its members, subsection (1) has effect as if the reference to promoting the success of the company for the benefit of its members were to achieving those purposes.
- (3) The duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors of the company."

ראו, באופן כללי, Andrew Keay, *Having Regard for Stakeholders in Practising Enlightened Shareholder Value*, 19 OXFORD U. COMMW. L.J. 118 (2019).

106 באשר לאוסטרליה ראו Corporations Act 2001 s 181 (Austl.). ראו גם Ngurli Ltd v. McCann (1953) 90 CLR 425, para. 24 (Austl.), המזכיר את הלכת Greenhalgh, לעיל ה"ש 104. כן ראו,

יתר על כן, המשפט המקובל מחזיק בעמדה עקרונית שכושר פירעון הוא יסוד מהותי בטובת החברה. מכך נובע שעניינם של הנושים יובא בחשבון כל אימת שהוא רלוונטי לטובת החברה.¹⁰⁷ עמדה זו מדגישה שכושר הפירעון של החברה אינו רק מושא לחובות הדירקטורים, אלא אף מציב סייג לריבונותם של בעלי המניות בחברה שאיגדו.¹⁰⁸ דוקטרינה זו משתקפת כיום בהלכת *Duomatic*, הקובעת כי כל דבר שניתן לעשות בהחלטה של האספה הכללית ייחשב פעולה תקפה – ולכן פעולה של החברה – אם כל בעלי המניות הסכימו לו, אף אם באופן לא פורמלי.¹⁰⁹ אולם כלל זה מסווג כאמור

Rosemary Teele Langford, *Best Interests: Multifaceted but Not Unbounded*, 75 באופן כללי, CAMBRIDGE L.J. 505 (2016). באשר לנוי זילנר ראו Companies Act 1993 § 131 (N.Z.). כן ראו, JOHN FARRAR & SUSAN WATSON, *COMPANY AND SECURITIES LAW IN NEW באופן כללי, ZEALAND* 368 et seq. (2nd ed. 2013).

107 יפים לכך דברים שאמר לאחרונה בית המשפט העליון בנוי זילנד בעניין Cooper, לעיל ה"ש 67, פס"ד 32–31: "Even under the traditional approach [of shareholder-focused corporate governance—A.L.], it is accepted that the interests of creditors have to be considered where the company is insolvent or nearly insolvent. Further, no matter which view is taken on the best interests of the company, maintaining solvency is vital. It cannot be in the best interests of the shareholders as a whole for a company to become insolvent as they would not only lose possible future income from the company, but also their investment in it. Equally, it cannot be in the best interests of the company itself to become insolvent, given it would cease to exist in the event of liquidation. Similar considerations apply to other stakeholders." על כך הוסיף בית המשפט הבהרה חשובה, שם, פס"ד 31, הערה 17: "Note, however, that this is not considered to amount to a duty to creditors. Rather, creditors' interests are to be considered since those are the interests that may be prejudiced in the event a company becomes insolvent"

108 זאת, באופן בלתי תלוי בשאלה אם בעלי מניות גדולים קטנים חבים חובות כלשהן כלפי החברה – שאלה שהמשפט האנגלי משקיף עליה בספקנות, בניגוד למשפט הישראלי, המטיל עליהם חובות כלפיה. ראו, באופן כללי, L.S. Sealy, *Directors' "Wider" Responsibilities—Problems*, *Conceptual, Practical and Procedural*, 13 MONASH U. L. REV. 164, 181–183 (1987).

"where it can be shown") (*Duomatic* :להלן: Re Duomatic Ltd [1969] 2 Ch. 365, 373 109
that all shareholders who have a right to attend and vote at a general meeting of the
company assent to some matter which a general meeting of the company could carry into
effect, that assent is as binding as a resolution in general meeting would be"
Ciban Management Corporation v. Citco (BVI) Ltd [2020] UKPC 21 במועצת המלכה ראו
Byers v. Chen [2021] UKPC 4, para. 64 ; (*Ciban Management* עניין :להלן: (Virgin Is.)
(Virgin Is.). הלכה זו נוהגת בכל מדינות חבר העמים הבריטי. ליישום באוסטרליה ראו, למשל,
Links Golf Tasmania Pty Ltd v. Sattler [2012] FCA 634, paras. 583 et seq. בניו זילנד ראו,
למשל, *Westpac Securities Ltd v. Kensington* [1994] 2 NZLR 555 (N.Z.). בניו זילנד הובע
ספק אם להסכמה לא פורמלית יש נפקות לנוכח הוראות חרות בדבר החלטת באספה, אך לנקודה
זו אין השלכה על הדיון הנוכחי. ראו *Ririnui v. Landcorp Farming Ltd* [2016] NZSC 62 (N.Z.).
הלכת *Duomatic*, שם, משמשת בדרך כלל כסיס להכשרה של הפרת חובות אמונאות של נושאי

בסייגים המגבילים את ריבונותם המוחלטת של בעלי המניות הפועלים כגוף אחד בחברה.¹¹⁰ מביניהם, הסייג הרלוונטי לענייננו דורש שהפעולה שאושרה פה אחד נעשתה בחברה כשירת פירעון. מעשה שנעשה בחברה ופוגע או מאיים לפגוע בכושר הפירעון שלה – ובכלל זה החלטה של דירקטורים תוך הפרת חובותיהם כלפי החברה – לא יוכל אפוא לקבל הכשר אף בהסכמה פה אחד של כל בעלי המניות.¹¹¹ על רקע זה פיתחו בתי משפט במדינות אלו דוקטרינה המחייבת דירקטורים להתחשב בעניינם של הנושים במיוחד בסמיכות לחדלות פירעון. בספרות מקובל להצביע על הופעת ניצניה הראשונים באוסטרליה ובניו זילנד ועל אימוצה באנגליה לאחר מכן.¹¹²

משרה בחברה באמצעות הסכמה של החברה להפרה. ראו Multinational Gas and Petrochemical Co v. Multinational Gas and Petrochemical Services Ltd [1983] Ch 258 (להלן: עניין Multinational Gas Stubbins Marketing Ltd v. Stubbins Food Partnerships Ltd [2020] EWHC (Ch) 1266 (Eng.)).

110 התפיסה שלפיה מעשה בהסכמתם של כל בעלי המניות נחשב מעשה החברה אך כפוף גם הוא לסייגים מושכת את שורשיה עד ההלכה המיתולוגית בעניין Salomon v. Salomon & Co Ltd [1896] UKHL 1. בהלכה זו, שביססה את מושג האישיות המשפטית הנפרדת של החברה, נאמר כי "the company is bound in a matter intra vires by the unanimous agreement of its members. In fact, it is impossible to say who was defrauded" AG for Canada v. The Standard Trust Company of New York (Canada) [1911] UKPC 37 (PC), המאזכרת תדירות גם כיום בהקשר זה, יושם סייג המרמה ביחס למעמדם של בעלי המניות לעומת מעמד הנושים בקשר להפרת חובות של הדירקטורים, כך שיש בה משום מבשרת מוקדמת של הסייג של טובת הנושים.

111 ראו עניין Ciban Management, לעיל ה"ש 109, פס' 40 ("One recognised qualification [holds] that the transaction must not jeopardise the company's solvency or cause loss to its creditors"). כבסיס לסייג זה מקובל לאזכר את In re Horsley & Weight Ltd [1982] Ch 442, Meridian Global Funds Management Asia Ltd v. The Securities Commission [1995] UKPC 5, [8] (appeal taken from New Zealand) ("[T]he unanimous decision of all the shareholders in a solvent company about anything which the company under its memorandum of association has power to do shall be the decision of the company"); Baker (Liquidator of TMG Brokers Limited) v. Staines [2021] EWHC (Ch) 1006, para. 55 (Eng.) ("The informal unanimous consent of shareholders does not enable a company to avoid compliance with a provision for the protection of creditors or to validate an unlawful distribution, nor can the company in general meeting ratify a breach of duty if the company is insolvent or may thereby become insolvent").

112 ראו, באופן כללי, Andrew Keay, *Directors' Duties and Creditors' Interests*, 130 L. Q. REV. 443 (2014); Andrew Keay, *Formulating a Framework for Directors' Duties to Creditors: An Entity Maximisation Approach*, 64 CAMBRIDGE L.J. 614 (2005); Anil Hargovan & Jason Harris, *For Whom the Bell Tolls: Directors' Duties to Creditors After Bell*, 35 SYDNEY L. REV. 433 (2013); K.M. Hayne, *Directors' Duties and a Company's Creditors*, 38 MELB. U. L. REV. 795 (2014).

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

כך, בעניין *Walker v. Wimborne* נאמר כי "the directors of a company in discharging their duty to the company must take account of the interest of its shareholders and its creditors"¹¹³. בעניין *Nicholson v. Permakraft* נוסח הכלל כך:

"The duties of directors are owed to the company. On the facts of particular cases this may require the directors to consider inter alia the interests of creditors. For instance creditors are entitled to consideration, in my opinion, if the company is insolvent, or near-insolvent, or of doubtful solvency, or if a contemplated payment or other course of action would jeopardise its solvency."¹¹⁴

הרעיון צבר תנופה בפסק הדין האוסטרלי בעניין *Kinsela v. Russell Kinsela Pty Ltd (in liq)*, הנחשב להלכה המנחה.¹¹⁵ הלכת *Kinsela* אומצה לאחר מכן בדין האנגלי בעניין *West Mercia Safetywear Ltd v. Dodd*,¹¹⁶ ומאז חזרו עליה בתי המשפט באנגליה פעמים רבות.¹¹⁷ עם חקיקת חוק החברות האנגלי בשנת 2006 עוגנה ההלכה גם בחקיקה, בסעיף 173(3) לחוק, אשר מסייג את בכירותם של בעלי המניות בכל דין המחייב את הדירקטורים להתחשב בעניינם של נושי החברה.¹¹⁸ הפרה של החובה להתחשב בנושים מהווה הפרה של חובת נושא המשרה לפעול בתום לב לטובת החברה, דהיינו, של חובת האמון.¹¹⁹ בעידן הנוכחי השתלב קו הפסיקה הזה עם קו

¹¹³ Walker v. Wimborne (1976) 137 CLR 1, 7 (Austl.)

¹¹⁴ Nicholson v. Permakraft (NZ) Ltd [1985] 1 NZLR 242, 249 (CA) (N.Z.)

¹¹⁵ Kinsela v. Russell Kinsela Pty Ltd (in liq) (1986) 4 NSWLR 722 (Austl.) ראו גם Spies v. The Queen (2000) 201 CLR 603 (Austl.)

¹¹⁶ West Mercia Safetywear Ltd v. Dodd (1988) 4 BCC 30 (U.K.) (להלן: הלכת *West Mercia*).

¹¹⁷ van Zwieten, *Director Liability*, לעיל ה"ש 35; Andrew Keay, *Financially Distressed Companies, Preferential Payments and the Director's Duty to Take Account of Creditors' Interests*, 136 L.Q. REV. 52 (2020). ון צוויטן טוענת כי הלכת *West Mercia* (שם) ובנותיה הוחלו בנסיבות קונונציונליות של העדפות אסורות והפרות של חובות אמונאות, ולא דווקא כאמצעי להטלת אחריות דווקא בסמיכות לחדלות פירעון.

¹¹⁸ ראו את נוסח ההוראה בחוק החברות האנגלי.

¹¹⁹ Australian Securities and Investments Commission v. Somerville [2009] NSWSC 934, ראו para. 37 ("[U]nless the interests of the creditors are taken into account where objective circumstances require this, then if those interests are disregarded and only the interests of shareholders considered, the directors cannot be acting in good faith"); *In the matter of IW4U Pty Limited* (in liq) [2021] NSWSC 40, para. 33; *TMO Renewables Ltd v. Yeo* [2021] EWHC (Ch) 2033, paras. 391–392. בעניין *IW4U*, שם, הוסיף בית המשפט כי הפרת החובה לפעול בתום לב כמוה כפעולה לא לתכלית ראויה או משיקולים זרים. כך גם בעניין *TMO Renewables*, שם. כל אלה הם מופעים שונים של הפרת חובת אמון.

הפסיקה הוותיק יותר שצמח מהלכת *Duomatic* וסייגיה, וסימוכין משניהם מובאים יחדיו.¹²⁰

בבואם ליישם את ההלכה נדרשו בתי המשפט לשתי שאלות עקרוניות: ראשית, מתי בדיוק מתעוררת החובה להתחשב בנושים? שנית, משהתעוררה החובה, האם טובת הנושים מחליפה את טובת בעלי המניות ותופסת את הבכורה (*paramountcy*) ביחס לתכלית החברה (דהיינו, לפי תפיסה מוניסטית) או שמא הן שוכנות זו לצד זו ועל הדירקטורים לאזן ביניהן (לאמור, תפיסה פלורליסטית או לכל הפחות דואליסטית)?¹²¹ במענה לשאלה הראשונה – בדבר מידת הסמיכות לחדלות פירעון המעוררת את חובת ההתחשבות – הציעו בתי המשפט מגוון של נוסחאות לתיאור הקרבה שיש לה נפקות.¹²² דא עקא, מעבר לעושרן המילולי, הנוסחאות האלה אינן מספקות למנהלים או לשופטים הדרכה ברורה די הצורך ביחס לנקודה הקריטית הזו, ובשנים האחרונות הובעה מורת רוח מן המצב בלא כחל וסרק. בית המשפט לערעורים בפרשת *Sequana* הכיר בערפל המשפטי שנוצר, וקבע כי המבחן הוא מבחן של צפיות מסתברת

120 ראו, למשל, *Bowthorpe Holdings Ltd. v. Hills* [2002] EWHC (Ch) 2331 (Eng.); *Madoff*, *Securities International Ltd v. Raven* [2011] EWHC (Comm) 3102 (Eng.).

121 לסקירה מקיפה של אסמכתאות ראו *Keay, Directors' Duties and Creditors' Interests*, לעיל ה"ש 112. ראו גם *Andrew Keay, Financially Distressed Companies, Restructuring and*

Creditors' Interests: What Is a Director to Do?, 2019(2) LLOYD'S MAR. & COM. L.Q. 297.

122 בין היתר ננקטו תיאורים כגון "doubtfully insolvent", "very dangerous financial state", "parlous financial state", "doubtful solvency or on the verge", "precarious financial position".

"a real and not remote risk of insolvency" – *BTI 2014 LLC v. דיין* בפסק דין.

(*Sequana S.A.* [2019] EWCA Civ 112, para. 213 (U.K.). (להלן: עניין *Sequana*), שניתן על ידי

בית המשפט לערעורים, עמד השופט ריצ'רדסון (Richardson) על הגישות שהצטברו בפסיקה ביחס

לסף המעורר את חובת ההתחשבות בנושים: "The authorities and the submissions in this case suggest that there are at least four possible answers to the question of when the creditors'

interests duty is triggered. First, it may be when the company is actually insolvent, either

on a cash-flow or balance sheet basis. The decision in *West Mercia* authoritatively

establishes that at least at this point the duty is engaged. Second, it may arise when the

company is on the verge of insolvency or nearing or approaching insolvency. Phrases such

as these have been used in a number of the cases. Third, it may arise when the company is

or is likely to become insolvent. This is, I think, what judges mean when they refer to a

company as being of dubious solvency. Fourth, it might be the trigger advanced by BTI,

where there is a real, as opposed to a remote, risk of insolvency. Other phrases, such as the

company being in a parlous financial state or in financial difficulties, could fall within

either the second or third categories, assuming that they convey something less than

outright insolvency. Although they may be apt descriptions of a company's situation in

particular cases, they are in my view too vague to serve as a useful test for the important

"step of engaging the creditors' interests duty".

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

(likely, probable).¹²³ כפי שנראה להלן, לאמת מידה זו יש יתרון בכך שהיא קרובה לאמת המידה הננקטת ביחס לסעיף 214 לחוק חדלות פירעון האנגלי בדבר ניהול בעוולה, שהוא אחד מהוריו של סעיף 288 הישראלי.¹²⁴ במענה לשאלה השנייה – אם בעת התעוררות החובה טובת הנושים תופסת את עמדת הבכורה במקום טובת בעלי המניות או ניצבת/נדחקת לצידה – הביעו בתי המשפט עמדות שונות וטרם הושגה תמימות דעים. בעניין זה, היורד לשורשה של תפיסת תכלית החברה, אימץ בית המשפט לערעורים בפרשת *Sequana* את גישת הבכורה המוניסטית.¹²⁵ לעומת זאת, בתי משפט באוסטרליה ובניו זילנד הביעו עמדות אחרות.¹²⁶

שאלה שלישית, שלא ניתנה לה הדעת בפסיקה עד כה, עוסקת באופן שבו על הדירקטורים להתחשב בעניינם של הנושים כאשר החובה מתעוררת, בין כעניין המצוי במעמד בכורה ובין כעניין המצוי לצד עניינם של בעלי המניות. בשאלה נוספת זו נעסוק בתת-פרק הבא, במסגרת דיונונו בדין הישראלי.

לסיום הסקירה ההשוואתית בחלק זה ראוי לעמוד בקצרה על הדין בקנדה, הנבדל מזה שביתר מדינות חבר העמים הבריטי ומזה שבדלוור. בדומה לדין האנגלי, גם הדין הקנדי רואה את החברה כנהנית היחידה של חובות האמונאות של נושאי המשרה.¹²⁷ לעומת זאת, ההוראה החרותה בחוק החברות הקנדי בדבר איסור קיפוח מונה גם את הנושים בין הזכאים לסעד של הסרת הקיפוח, בניגוד להוראה שבחוק האנגלי (וגם בזה הישראלי).¹²⁸ הוראה זו סיפקה עילה להתדיינות בפרשת *BCE*, שבה טענו משקיעים מוסדיים מחזיקי אגרות חוב לקיפוחם בגין עסקה צפויה של רכישה ממונפת, שהייתה

123 שם, פס' 220: "Judicial statements should never be treated and construed as if they were statutes but, in my judgment, the formulation... that the duty arises when the directors know or should know that the company is or is likely to become insolvent accurately encapsulates the trigger. In this context, 'likely' means probable, not some lower test..."

124 ראו ס' 214 ל-*Insolvency Act 1986* (להלן: חוק חדלות פירעון האנגלי). עם זאת, נכון למועד חתימתו של המאמר הנוכחי, בשלהי שנת 2021, הערעור על פסק דין *Sequana* ממתיך להכרעה בבית המשפט העליון של אנגליה, כך שיתכן שינוי בדין שם.

125 ראו עניין *Sequana*, לעיל ה"ש 122, פס' 222 ("it is hard to see that creditors' interests could be anything but paramount"). לדין התומך בגישת בית המשפט שם ראו, Kristin van Zwieten, *Disciplining the Directors of Insolvent Companies*, 33(1) *INSOLVENCY INTELLIGENCE* 2 (2020) (להלן: *van Zwieten, Disciplining the Directors*).

126 ראו, למשל, *Westpac Banking Corp. v. Bell Group Ltd. (in liq)* [No. 3] [2012] WASCA 157, para. 2031 (Austl.) ("[D]irectors in discharging their fiduciary duties to their company must, if the company is sufficiently financially distressed, have regard and give proper effect to the interests of creditors").

127 ראו § 122 C-44, R.S.C. 1985, c. C-44 (להלן: חוק החברות הקנדי).

128 ראו ס' 241(2) לחוק החברות הקנדי, והשוו לס' 994 לחוק החברות האנגלי בדבר איסור הקיפוח ולס' 191 לחוק החברות הישראלי, המבוסס על החיקוק האנגלי. לניתוח וליישום ראו ע"א 2773/04 **עטר נ' נצבא חברה להתנחלות בע"מ**, פ"ד סכ"א (1) 456, פסק דינה של השופטת נאור (2006).

פוגעת בדירוגן של אגרות החוב.¹²⁹ בית המשפט העליון של קנדה אימץ גישה פלורליסטית פתוחה לחלוטין, תוך שהוא עומד במפורש ובכנות ראויה להערכה על כך שגישה זו אינה מבוססת על עיקרון כלשהו, אלא על הגינות כללית ואיזון אינטרסים בנסיבות המקרה.¹³⁰ לאחרונה עוגנה הגישה של הלכת BCE גם בחקיקה.¹³¹

4. ישראל

דיני החברות הישראליים מושתתים על תפיסה אנגלית מובהקת של החברה ושל היחסים בינה לבין המשתתפים השונים בה. לפי התפיסה הישראלית, חובותיהם של נושאי המשרה מופנות אפוא אל החברה בלבד.¹³² ככלל, הן אינן מופנות ישירות לקבוצה זו או

129 BCE Inc. v. 1976 Debentureholders, 2008 SCC 69, [2008] 3 S.C.R. 560 (Can.) (להלן: הלכת BCE).

130 ראו שם, פס' 82–84: "[T]he duty of the directors to act in the best interests of the corporation comprehends a duty to treat individual stakeholders affected by corporate actions equitably and fairly. There are no absolute rules. In each case, the question is whether, in all the circumstances, the directors acted in the best interests of the corporation, having regard to all relevant considerations, including, but not confined to, the need to treat affected stakeholders in a fair manner, commensurate with the corporation's duties as a responsible corporate citizen. Directors may find themselves in a situation where it is impossible to please all stakeholders... There is no principle that one set of interests—for example the interests of shareholders—should prevail over another set of interests"

131 ראו ס' 122(1.1) לחוק החברות הקנדי. נוסח הסעיף קרוב לנוסחה של פסיקה קודמת של בית המשפט העליון הקנדי, הנחשבת למבשרת של הלכת BCE. ראו Peoples Department Stores Inc. (Trustee of) v. Wise, 2004 SCC 68, para. 42 (Can.) ("[I]n determining whether they are acting with a view to the best interests of the corporation it may be legitimate, given all the circumstances of a given case, for the board of directors to consider, inter alia, the interests of shareholders, employees, suppliers, creditors, consumers, governments and the environment"). הוראה דומה להוראה החרוטה הקנדית נמצאת בחוק החברות של אנטיגואה. Antigua International Business Corporation § 204. לדיון קצר ראו In re Stanford International Bank Ltd (Antigua and Barbuda) [2019] UKPC 45, paras. 26–27. הוראה שונה בניסוחה אך פלורליסטית במפגיע בגישתה מצויה בחוק החברות של הודו: The Companies Act, 2013, § 166 (Ind.) Afra Afsharipour, *Lessons from India's Struggles with Corporate Purpose*, in RESEARCH HANDBOOK ON CORPORATE PURPOSE AND PERSONHOOD 363 (Elizabeth Pollman & Robert B. Thompson eds., 2021).

132 ראו, למשל, ע"א 3379/06 ברנוביץ נגד נתנון, פס' כב לפסק דינו של השופט רובינשטיין (פורסם באר"ש, 4.3.2008) (ההדגשות במקור): "לבעלי תפקידים מחויבות משפטית לפעול לטובת החברה (ולהעדיף את האינטרס המצרפי של קידום הרווחים של החברה עצמה)...", 'להשאת רווחיה', ולמימוש האינטרסים והרצונות שלה; שלה, כקביעת המחוקק, גם אם הקרבה בין החברה לבין בעלי התפקידים אמורה, בעולם הגון, לקרב את האינטרסים והרצונות. התפיסה המשפטית של החברה כנפרדת מבעלי מניותיה היא שביסוד סעיף 11."

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

אחרת מבין קבוצות העניין בה או למי מחבריהן באופן אישי – לא בעלי המניות, לא הנושים וכולי¹³³ – וגם לא כלפי חברות אחיות או בנות.¹³⁴ נוסף על כך, התפיסה הישראלית בדבר טובת החברה היא מוניסטית, כפי שראינו לעיל; אלא שבאותה נשימה ההישענות על הנוסחה האנגלית של "טובת החברה בכללותה" מאפשרת לדין הישראלי לנקוט גישה מוניסטית הוליסטית, כלומר, כזו שאינה קוראת לנושאי המשרה להדיר מן

133 לכלל האמור יש כמה חריגים. ראשית, בדין הישראלי מוכרת כנראה חובת גילוי מלא המופנית ישירות כלפי כלל בעלי המניות בגדר חובת האמון של נושאי משרה. כך אפשר לפרש את הפסיקה בע"א 741/01 קוט נ' עיזבון איתן, פ"ד נז(4) 171 (2003). ליישום מדויק ראו ת"א (כלכלית ת"א) 17-11-16 6516 זחבי נ' שפרעם (פורסם בנבו, 19.8.2019). ראו גם ת"א (כלכלית ת"א) 19-01-25839 בן יהודה נ' ויטנר, פס' 51-53 לפסק הדין (פורסם בנבו, 16.8.2021). לדיון ראו ליכט דיני אמונות, לעיל ה"ש 15, בעמ' 74-79. דין דומה שורר באנגליה, באוסטרליה ובדלור. ראו, בהתאמה, Stein v. Blake (No. 2) [1997] EWCA Civ 4002 (U.K.); Brunninghausen v. Glavanics [1999] NSWCA 199 (Aust.). עניין Malone, לעיל ה"ש 74. שנית, בת"צ (כלכלית ת"א) 11-01-26809 כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ (פורסם בנבו, 15.5.2011) הוכרה בארץ חובת אמון כלפי המיעוט כאשר החברה עומדת להיעלם מן העולם – למשל, בעקבות מיזוג. חובת זהירות של נושא משרה כלפי המיעוט בנסיבות מיוחדות מאוד, השקולות למעשה לנסיבות של קיפוח, הוכרה בע"א 16/3417 פינוס החזקות בע"מ נ' גולדשטיין (פורסם באר"ש, 12.7.2021) (להלן: עניין פינוס). לדעת המשנה לנשיאה (בדימ') מלצר, שם, בפס' 63, חובה זו כפופה לחובת הזהירות כלפי החברה. לא אעסוק כאן בדיון ביקורתי בדין זה, אולם אומר כי מעבר לנסיבות האלה, וכעניין כללי יותר, חובה כלפי המיעוט אינה רצויה, ונראה שאינה אפשרית כלל. ראו עמיר ליכט "מיעוט מבוטל – האם נושא משרה בחברה אם ובחברה בת, המעורב בקיפוח, מפר חובת אמון למיעוט?" נקודה בסוף משפט 6.3.2017. www.amirlicht.wordpress.com/2017/03/06/76; עמיר ליכט "קיפוח זוחל – חובת הזהירות של נושא משרה למיעוט בחברה ציבורית" נקודה בסוף משפט 20.7.2021. www.amirlicht.wordpress.com/2021/07/20/209. שלישית, בפרשת קוט, שם, בעמ' 184, נפסק כי בנסיבות מיוחדות תוכר חובת אמון של נושאי משרה כלפי בעל מניות מסוים. זהו חריג מדומה, שיסודו, עם כל הכבוד, בקריאה לא מדויקת של הפסיקה האנגלית שהשופטת פרוקצ'יה מאזכרת שם. למעשה, הכוונה באותה פסיקה אנגלית היא שבין נושא משרה לבעל מניות יכולים להתקיים יחסי אמונות על בסיס נפרד מיחסיהם כנושא משרה ובעל מניות בחברה – למשל, במסגרת יחסי שליחות ביניהם – ואזי פשיטא שתחול חובת אמון. ראו Peskin v. Anderson [2000] EWCA Civ 326. לפיכך סברתה של השופטת פרוקצ'יה בעניין קוט (שם, בעמ' 183) כי "הוראות סעיף 96(ב) לפקודת החברות [כיום ס' 254(ב) לחוק החברות]... הן בבחינת פתח שניתן להחדיר דרכו, בזהירות ובהדרגה, עקרונות מתפתחים של הרחבת אחריות מנהל גם לגורמים אחרים שמחוץ לחברה" שגויה, עם כל הכבוד. זאת, מכיוון שהיא מתכחשת לעיקרון יסודי של דיני האמונות כי חובת האמון היא נוקשה ובלתי מתפשרת, ואינה סובלת "החדרות" מן הסוג המוצע או איוונים המאפיינים חובת חלשות יותר, כגון חובת תום הלב. ראו ליכט דיני אמונות, לעיל ה"ש 15, בעמ' 220-223; דניאל פרידמן ואלרן שפירא בר-אור דיני עשיית עושר ולא במשפט כך א 642 (מהדורה שלישית, 2015) ("העיקרון הוא נוקשה").

134 ראו ת"א (כלכלית ת"א) 06/2193 מתוק אפרים ובניו בע"מ נ' אביבי, פס' 14 לפסק הדין (פורסם בנבו, 2.4.2013): "חובת הזהירות של הדירקטורים המכהנים בדירקטוריון חברת ארון אינטרנשיונל היא כלפי חברה זו בלבד. לדירקטורים הללו אין חובת זהירות כלפי חברות אחרות בקבוצת מתוק, ואף לא כלפי החברה הבת של ארון אינטרנשיונל – ארון מאמ."

השיקולים ביחס לטובת החברה קבוצות עניין שאינן במעמד בכורה, אלא מאפשרת להביאן בחשבון לפי שיקול דעתם בהתאם לנסיבות.¹³⁵ עניין זה לא השתנה לאחר חקיקת חוק החברות, אשר התנתק מהתשתית החרוטה המיושנת של פקודת החברות.¹³⁶ למעשה, לאחר פסק דין פויכטונגר וביטול מעמדו של בעל שליטה בחברה כאמונאי בנסיבות של מכירת שליטה חובלת,¹³⁷ נותקה אחת המוסרות המשמעותיות שקישרה את דיני החברות שלנו לדין האמריקני.¹³⁸ התפתחויות בדיני חדלות הפירעון חיזקו עוד את הזיקה המושגית הכללית לדין האנגלי, הן לפני חקיקתו של חוק חדלות פירעון ובמיוחד

135 ראו לעיל ה"ש 17 ואילך והטקסט שלידן.

136 על רקע זה יש לתמוה על סברתו של האן "אחריות נושאי משרה", לעיל ה"ש 3, בעמ' 227 ואילך, כי דיני החברות בישראל מבוססים על דגם אמריקני דלוורי, בעוד דיני חדלות הפירעון – על דגם אנגלי. דבר זה לא היה נכון מעולם ואינו נכון כיום. הבדל מושגי אחד בין הדין הישראלי לאנגלי נוגע בבסיס חובת הזהירות של נושא משרה בישראל על עולת הרשלנות, בעוד הבסיס לכך באנגליה ברור פחות כיום, אלא שבדין הדלוורי הוא ברור עוד פחות ורחוק עוד יותר מן הדין הישראלי, לנוכח מורשת עבר מעיקה שם. הבדלים אחרים נוגעים במנגנונים חרוטים שונים, והם מסדר שני. יש הטוענות כי חוק החברות עוצב בהשראת מקורות מכל העולם, ודומה כי כוונתן למנגנונים אלו. ראו ידי לחמן מסר ורוני טלמור "חוק החברות התשנ"ט-1999 – חוק ישראלי – אז והיום" **שורשים במשפט** (משרד המשפטים, 7.4.2019) www.gov.il/BlobFolder/reports/roots_1999_2/he/roots-1999-2.pdf. יתר על כן, אף כאשר בית המשפט סבר כי הוא מאמץ הסדרים דלווריים, לא תמיד עלה הדבר בידו. ראו, למשל, ע"א 7735/14 **ורדניקוב נ' אלוביץ**, פס' 13 לפסק דינו של השופט סולברג (פורסם באר"ש, 28.12.2016) (להלן: ע"א **ורדניקוב**) ("...בכל מקרה היישום של סטנדרט הביניים בדלאוור שונה מהתוכן שמבקש השופט עמית לצקת לתוכו בדיני החברות בישראל"). ראו גם עמיר ליכט "מכון התקנים – מהו הדין החל על רכישת מניות המיעוט בידי בעלת השליטה בחברה ציבורית?" **נקודה בסוף משפט** 16.8.2020 www.amirlicht.wordpress.com/2020/08/16/182. בד בבד, וכפי שצוין לעיל, בדברי הביקורת הנאמרים כאן אין כדי לגרוע מחשיבותם של הדינים האמריקניים כמקור להשראה ולקליטה של דגמים משפטיים, מקום שהדבר נעשה תוך מודעות לדין הישראלי הנוהג ומקום שהדבר מתאים ותואם את הדין הישראלי. כך הדבר, למשל, ביחס להדחיית חוב, שהיא דגם אמריקני שיסודו בדיני היושר אך שאין לו מקבילה בדין האנגלי, ואשר נקלטה אצלנו בלא קושי.

137 ע"א 7657/17 **הנאמן על הסדר הנושים של פויכטונגר תעשיות בע"מ נ' פויכטונגר** (פורסם באר"ש, 18.6.2020).

138 לדין הקודם ראו ע"א 817/79 **קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ**, פ"ד לח(3) 253, 286 (1984). לדין בדין הקודם ראו, למשל, ליכט **דיני אמונאות**, לעיל ה"ש 15, בעמ' 158 ואילך. לפסיקה והערות לנוכח הדין החדש ראו ת"א (כלכלית ת"א) 47075-12-19 **מישורים השקעות נדל"ן בע"מ נ' בלוטרייך** (פורסם בנבו, 3.2.2021); עמיר ליכט "כמה דינים כבר אפשר להמציא בכלל – דמותן החדשה של חובות ההגנות של בעל שליטה" **נקודה בסוף משפט** 21.6.2020 www.amirlicht.wordpress.com/2020/06/21/177; עמיר ליכט "אל תתנני בנפש צרי – חובת ההגנות במכירת שליטה וכלל שיקול הדעת העסקי" **נקודה בסוף משפט** 26.6.2020 www.amirlicht.wordpress.com/2020/06/26/178; עמיר ליכט "והיה המישור לעקוב – הפרת חובת הגינות של בעל שליטה בעסקה משולבת" **נקודה בסוף משפט** 20.2.2021 www.amirlicht.wordpress.com/2021/02/20/196.

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

אחריה, מבלי לכבול אותנו אליו, כמובן. זאת, הגם שבתי המשפט כיום שוב אינם מגלים אותה מיומנות בשימוש במשפט משווה לפיתוח הדין הישראלי, אשר סייעה לבתי המשפט בארץ לא פעם בעבר הלא־רחוק.

בדין הישראלי יש כמה רבדים של דינים בנוגע להתחשבות בעניינם של הנושים בחברה הנמצאת בחדלות פירעון או בסמיכות לחדלות פירעון. הדין הישראלי דומה בכך לדין האנגלי ולדיניהן של מדינות חבר העמים הבריטי, שהתפתחו במשולב עימו הן מבחינת המבנה הן מבחינת התוכן של רבדים אלו. כפי שנראה להלן ובפרק הבא, גם בדין הישראלי מוכר עיקרון בסיסי ותיק הקורא להתחשב בעניינם של נושי החברה; גם כאן התפתח גוף פסיקה, אם כי עופרי עדיין, הנותן נפקות ממשית להגנה על עניינם של הנושים בנסיבות של סמיכות לחדלות פירעון; וגם אצלנו יש כיום הוראה חרותה המטילה אחריות על נושאי משרה שלא נקטו צעדים על מנת להגן על ענייני הנושים עוד לפני שאלה נטלו את העניינים לידיהם. בכל המישורים האלה הדין הישראלי נבדל מהדין הדלוורי, אשר ממקד את חובות הדירקטורים בטובתם של בעלי המניות בלבד, ולמעשה רק בטובתם של בעלי המניות הרגילות, ודוחה לגמרי את המושג "סמיכות לחדלות פירעון" כמושג בעל נפקות משפטית.

ברובד אחד מוכרת אצלנו דוקטרינה מקבילה וזהה להלכת *Duomatic*, שיסודה בהלכת **אדורם מהנדסים בע"מ נ' גת**.¹³⁹ שם נדונה פעולה של דירקטור בחברה פרטית שגרם להתקשרות של החברה בעסקה עם רעייתו, לכאורה תוך הפרה בוטה של חובת האמון, אלא שהוכח די הצורך כי בעל המניות האחר בחברה היה מודע לפרטי העסקה ולא התנגד לה. השופט גולדברג קבע:

"...במקרה דנן עולה מחומר הראיות כי העסקה נעשתה בהסכמת כלל בעלי המניות ובידיעתם המלאה, ולפיכך לא יכולה להשמע כל טענה בדבר מעילה של נחום גת באמון החברה...

כאשר לא מעורב בעל אינטרס חיצוני לחברה, דוגמת האינטרס של נושים, הרי רשאים כלל בעלי המניות לעשות ברכוש החברה כרצונם, ובכלל זה אף לתתו במתנה. בכך אין בעלי המניות פוגעים באיש זולתם, ופעולה הנעשית על ידם פה אחד אינה יכולה להוות הפרת חובת אמון כלפי מי מהם או עושק של מאן דהוא. הוא הדין במנהל, הפועל על דעת כל בעלי המניות... חובת האמון של המנהל כלפי החברה נועדה לקדם בסופו של דבר את ענייניהם של בעלי המניות..."¹⁴⁰

פסק דין **אדורם** לא פורסם בסדרת "פסקי דין". הוא כתוב בתמציתיות, והסימוכין המובאים בו אינם תומכים ישירות בהלכה שהוא קובע, כך שביסודו הוא יצירה

139 ע"א 995/90 **אדורם מהנדסים בע"מ נ' גת** (פורסם בנבו, 14.7.1992).

140 שם, פס' 5 לפסק הדין (ההדגשה הוספה).

מקומית.¹⁴¹ בפרט, לא מאזכרים בו הלכת *Duomatic* וסייגיה או מקור אחר באותה רוח מן המשפט המשווה.¹⁴² בין שהדין הזה היה מוכר לשופט גולדברג (כפי שנראה שהיה למקרא הטקסט) ובין שלפנינו ראייה נוספת לכך שסדנא דארעא חד הוא, התוצאה שקולה לדוקטרינה הנוהגת בדין האנגלי, דהיינו, שפעולה של החברה בהסכמת כל בעלי המניות תיחשב תקפה גם בהעדר הליך פורמלי באספה, אולם חופש הפעולה הזה של בעלי המניות ביחס לחברה מותנה בהעדר פגיעה אפשרית בנושיה. בית המשפט העליון חזר על הלכת **אדורם** בפרשת **הררי**. בערעור שהוגש בפרשה שב השופט גרוניס וקבע כי הסכמה של כל בעלי המניות מסוגלת להכשיר פעולה של החברה הנגועה בהפרת חובת אמון, הזכיר את הסייג כי לעיתים יהיה עליהם להתחשב באינטרס של צד שלישי, אך הוסיף על כך הבהרה כי אין בכך כדי ליצור חובת אמון של נושאי המשרה כלפי הנושים.¹⁴³ זו הבהרה חשובה, במיוחד לנוכח העובדה שבנסיבות מסוימות תוכר חובת

141 פסק הדין מאזכר ארבעה מקורות. שניים מהם – ס' 96 (כז) לפקודת החברות (כיום ס' 254 לחוק החברות) והלכת **קוט**, לעיל ה"ש 138 – תומכים בפרופוזיציה הפשוטה שנושא משרה חב חובת אמון לחברה. כן מאזכרים יוסף גרוס **דירקטורים ונושאי משרה בחברה** 249–251 (1989), בחלק הדין בהפניית חובת האמון כלפי החברה וכלפי בעלי מניות בנסיבות מיוחדות, ויוסף כהן **דיני חברות** כרך ב 179 (1991).

142 למעשה, ולמיטב הידוע לי, הלכת *Duomatic* (לעיל ה"ש 109) או הלכת *Horsley* (לעיל ה"ש 111), בדבר הסייג השולל החלטה פה אחד שעלולה לפגוע בנושי החברה, לא אוזכרו מעולם בפסיקה בישראל.

143 ראו ע"א 10568/02 **בנק לאומי לישראל בע"מ נ' מפרק החברה ברג יעקב ובניו (רהיטים) בע"מ (בפירוק)**, פ"ד נח(5) 673, 678–679 (2004) (להלן: ע"א הררי). כך נקבע שם ביתר פירוט (ההדגשות הוספו): "אף אם נניח כי ככלל קמה חובה לאשר פעולות מן הסוג האמור בהתאם להוראות לגבי עניין אישי, הרי שבנסיבותיו הפרטניות של המקרה שלפנינו אין תחולה לחובה זו. הטעם לכך הוא שהשימוש בהפסדים הצבורים של החברה לטובת הבנק בוצע על דעתם של כל בעלי המניות. בהיותה של החברה שייכת לבעלי מניותיה, הרי שככלל, רשאים הם לעשות ברכושה כרצונם. **עם זאת ייתכן שבנסיבות מסוימות רצון זה חייב להתחשב באינטרסים של צדדים שלישיים...** לפיכך משכל בעלי המניות נתנו את ידם לפעולה כלשהי של החברה, קשה לייחס עוד משמעות לצורך באישור הפעולה בהתאם להוראות הנזכרות... במקרה דנא אין מקום להחיל את חובת האמונים של נושאי משרה כלפי נושיה האחרים של החברה (ראו סעיף 96כז(ב) לפקודה [פקודת החברות] והשוו [לפסק דין **קוט**, לעיל ה"ש 133]). זאת, בין היתר, לאור קיומה של הוראה שעניינה העדפת מירמה של נושים במסגרת פירוק (סעיף 355 לפקודה אשר מחיל, לעניין פירוק, את הוראת סעיף 98 לפקודת פשיטת הרגל...), אשר אין מקום להרחיבה באמצעות הדינים המתייחסים לחובת אמונים של נושאי משרה..."

נוסף על אזכור של הלכת **אדורם** (לעיל ה"ש 139) ציין השופט גרוניס אסמכתה נקודתית מאנגליה שבה חזר בית המשפט שם בלקוניות על הלכת *Duomatic* (לעיל ה"ש 109) כדין נדרש. ראו *Re Zinotty Properties Ltd* [1984] 3 All ER 754, 766 ("[T]he registration of the petitioner in 1979 was effected with the assent of all the corporators. An informed consent of all the corporators is sufficient to implement any matter which is *intra vires* the company")

אמון שלהם כלפי בעלי מניות.¹⁴⁴ ההתחשבות בנושים, מקום שהיא נדרשת, תיעשה אפוא במסגרת של טובת החברה בכללותה, תוך שמירה על המתכונת של חובת אמון כלפי החברה בלבד. בדחות בקשה לדיון נוסף חזרה השופטת ביניש על הדברים.¹⁴⁵ בתי המשפט חזרו על הלכת **אדורם/הררי** כמה פעמים,¹⁴⁶ והיא אף יושמה בערכאות הדיניות ביחס לפרופוזיציה העיקרית שלה – הכשרת הפרה של חובת אמון לנוכח הסכמה של כל בעלי המניות.¹⁴⁷ לעומת זאת, בפרשת **התחנה המרכזית החדשה** התחבט בית המשפט מעט ביחס להבחנה בין החובה להתחשב בנושים בנסיבות מסוימות לבין העדר חובת אמון ישירה כלפיהם בהתאם להבהרה הנזכרת של השופט גרוניס. השופט ארנון סבר כי **"עניין אדורם ועניין הררי** אינם עולים בקנה אחד (זה עם זה) בכל הנוגע למתן אפשרות לבעלי המניות לאשר החלטה הפוגעת בטובת החברה מקום בו מעורב בעל אינטרס חיצוני לחברה, כדוגמת נושים".¹⁴⁸ אף על פי כן נראה שדעתו נטתה להלכת **אדורם**, אשר לשיטתו, ולדעתי בטעם, אינה מאפשרת להכשיר הפרת חובת אמון

144 השופט גרוניס בע"א **הררי**, שם, אכן הקפיד לאזכר, לשם השוואה, את פסק דין **קוט**, שבו דנה השופטת פרוקצ'יה באפשרות של קיום חובת אמון כלפי בעלי מניות. ראו לעיל ה"ש 133.

145 ראו דנ"א 5286/04 **הררי נ' בנק לאומי לישראל בע"מ**, פס' 4 להחלטה (פורסם באר"ש, 24.1.2006): "כאשר עסקינן במצב בו ממילא כל בעלי המניות בחברה מסכימים לפעולה מסוימת נקבע כי אין כל קושי בקביעה שפעולה זו הינה כדין, אף אם לא אושרה בהתאם לכללים הנוגעים לעסקאות בהן יש לבעלי השליטה בחברה עניין אישי. ההבחנה בין פסק הדין נשוא העתירה לפסק הדין בעניין **אדורם** נוגעת למצב בו הפעולה שמבצעת החברה בהסכמת כל בעלי מניותיה משפיעה על גורמים חיצוניים לחברה – בראש ובראשונה נושי החברה. בסוגיה זו לא נדרש בית המשפט העליון להכריע בעניין **אדורם**. לעומת זאת, במקרה שלפנינו נקבע כי אין מקום להרחיב את חובת האמונים של נושאי משרה בחברה כלפי נושיה מעבר להוראות העוסקות בהעדפת מירמה בדיני חדלות הפירעון..."

146 ראו ע"א 4845/04 **קליין נ' כונס נכסים**, פס' 12 לפסק הדין (פורסם באר"ש, 14.12.2006) ("אנו מזכירים אפשרות זו, של הסכמה של כל בעלי המניות, משום שבאופן זה ניתן להכשיר עסקה עם בעלי עניין, אף אם לא ננקט הליך האישור הפורמלי"); תנ"ג (כלכלית ת"א) 43335-11-12 **ורדינקוב נ' אלוביץ**, פס' 68 לפסק הדין (פורסם בנבו, 17.9.2014); ע"א 6041/15 **האמה בע"מ נ' מולר**, פס' 8 לפסק דינו של השופט סולברג (פורסם באר"ש, 25.9.2016) ("מקובלנו כי 'כאשר לא מעורב בעל אינטרס חיצוני לחברה, דוגמת האינטרס של נושים, הרי רשאים כלל בעלי המניות לעשות ברכוש החברה כרצונם"); ע"א 7594/16 **מולכו נ' בנק מזרחי טפחות בע"מ**, פס' 41 לפסק הדין (פורסם באר"ש, 25.3.2021) ("הזהות בין בעלי המניות בחברות ובין מקבלי ההחלטות בה, מפיגה כשלעצמה את החשש מפני ניגוד עניינים מצד נושאי המשרה... וגם בשל כך אין תוחלת בעמידה דווקנית על מנגנון האישור"). ראו גם עניין **טטור**, לעיל ה"ש 17, פס' 32 לפסק דינו של השופט מינץ ("ובמקרה אחר, נמנע בית משפט זה מלהרחיב את חובת האמונים של נושא משרה גם כלפי נושי החברה").

147 ראו ת"א (מחוזי ב"ש) 3112-04 **מוצרי אספלט ואבן בע"מ נ' רידניק**, פס' 34 לפסק הדין (פורסם בנבו, 27.6.2016) ("...ההתקשרות עם 'טנא' בוצעה על דעתם של כל בעלי המניות... הסכמה של כל בעלי המניות מאפשרת להכשיר עסקה עם בעלי עניין, אף אם לא ננקט הליך האישור הפורמלי הנדרש לפי חוק החברות, וזאת אף אם ההסכמה ניתנת באופן בלתי פורמלי").

148 פר"ק (מחוזי מ"ר) 25351-01-12 **התחנה המרכזית החדשה בתל אביב בע"מ נ' נצבא החזקות 1995 בע"מ**, פס' 127 לפסק הדין (פורסם בנבו, 22.8.2017) (ההדגשה במקור).

הפוגעת בנושים.¹⁴⁹ קושי דומה התעורר בעניין מולכו, שבו החילה השופטת ברון את הלכת אדורם לצורך ההכרעה המרכזית, אולם בהמשך הדברים אמרה, בהסתמך על פסקי הדין בעניין הררי, כי "אין מקום להרחיב את מבחן 'טובת החברה' כך שיחול על 'טובת הנושים'... וכבר נקבע בפסיקה כי חובת האמונים של נושא המשרה אינה חלה גם כלפי נושי החברה".¹⁵⁰ עם כל הכבוד, נדמה שבנקודה זו מצא בית המשפט פנים לא כהלכה בהלכת הררי, התואמת את הלכת אדורם תוך שהיא מחדדת את תחולתה. חובה ישירה כלפי הנושים אין, אולם חובה להתחשב בעניינם בגדר טובת החברה בנסיבות מסוימות – יש.¹⁵¹

ברובד נוסף של הדין החלו להופיע בפסיקה בשנים האחרונות התייחסויות לאזור חדלות הפירעון תוך שימוש במונח זה בעברית או בכינויים המקבילים באנגלית: zone of insolvency או vicinity of insolvency. ההתפתחות הייתה מהירה יחסית.¹⁵² בפסקי הדין החלוציים בסוגיה, בפרשות אי די בי וחברת הדואר, עמדו בתי המשפט על כך שאזור חדלות הפירעון טרם קנה שביטה כמושג מוכר בדין הישראלי, אך הדבר לא ריפה את ידיהם מלמנות בעל תפקיד לחברה לבקשת הנושים, הגם שאלה לא פתחו בהליך חדלות פירעון.¹⁵³ בית המשפט העליון נתן לכך גושפנקה בעניין

149 שם: "מכאן שעל פי עניין אדורם, בעלי המניות אינם רשאים 'לעשות ברכוש החברה כרצונם, ובכלל זה אף לתתו במתנה' כאשר הדבר עלול לפגוע בנושי החברה. לעומת זאת, בעניין הררי, צומצם עיקרון זה ונקבע כי: 'אין מקום להרחיב את חובת האמונים של נושאי משרה בחברה כלפי נושיה מעבר להוראות העוסקות בהעדפת מרמה בדיני חדלות הפירעון'... מכאן שעל פי עניין אדורם, ככל שתתקבל טענתם של הנאמנים, הכנ"ר, דן ואגד לפיה עסקת דיסקונט ועסקת פדיון האג"ח עלולה הייתה לפגוע גם בנושי החברה – אין באישור כלל בעלי המניות (גם אם היה מתקבל) כדי להכשיר הפרת אמונים בעסקאות אלה, ככל שבוצעה." (ההדגשות במקור).

150 עניין מולכו, לעיל ה"ש 146, פס' 53 לפסק הדין.

151 הדיון שם נערך בהקשר של הדרישה בס' 270 לחוק החברות בדבר אישור עסקות נגועות, כי העסקה תהיה לטובת החברה. לדיון קצר ראו עמיר ליכט "גם זו לטובה – טובת החברה באישור עסקה נגועה והחובה להתחשב בנושים" נקודה בסוף משפט 6.4.2021 www.amirlicht.wordpress.com/ 2021/04/06/200.

152 למצבו ההיולי של הדין עוד באמצע העשור הקודם ראו איל גבע "חובת הזהירות כלפי נושים בסביבת חדלות פירעון" ספר גרוס, לעיל ה"ש 24, 197, בעמ' 199. גבע טען בשעתו כי "יש לחתור למודל המעודד כניסה מוקדמת להליכי חדלות פירעון והבראה פורמליים במגוון דרכים ולהתרחק ממודל של חובות זהירות גמישות המשתנות בהתאם למצבה הכלכלי של החברה" (שם, בעמ' 197–198). כפי שנראה בפרק הבא, גישה זו לא אומצה על ידי המחוקק של חוק חדלות פירעון, ונראה שגם הפסיקה אינה דוגלת בה, ככל שניתן לזהות בה קו אחיד. גישה זו, המעודדת פנייה להליכי חדלות פירעון, נקוטה בכמה דינים באירופה, אך גם שם הועם זוהרה על רקע חקיקה של האיחוד האירופי. לסקירה קצרה ראו Sérgio Coimbra Henriques, *The Duties of Directors When There Is a Likelihood of Insolvency and the Proposal for a New Directive*, 16 EUR. COMP. L. 50 (2019).

153 ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 36681-04-13 אי די בי חברה לפיתוח בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ, פס' 5 לפסק הדין (פורסם בנבו, 9.6.2013) ("הדין הישראלי לא קבע מצב של התנהלות החברה ב'דמדומים

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

סינרגי.¹⁵⁴ לאורו נתנו בתי המשפט סעדים מגוונים נוספים, כגון הפקדת כספים בחשבון נאמנות והקלה בנטל הראיה להוכחת תרמית בידי הנאמן.¹⁵⁵ בעניין **אור סיטי** כבר היה השופט מינץ יכול לתכלול את קו הפסיקה הזה באומרו כי "אפשרות פתיחת הליכי הבראה ושיקום במקום שבו מצויה חברה ב'אזור חדלות הפירעון', אשר התאפשרה עד היום מכוח פסיקת בתי המשפט בלבד, קיבלה ביטוי ממשי במסגרת החוק החדש, המאפשר לחברה (להבדיל מנושה) להגיש בקשה ל'צו פתיחת הליכים', גם אם היא אינה נמצאת בחדלות פירעון".¹⁵⁶

התמונה המצטיירת בעת כתיבתו של המאמר הנוכחי ביחס למעמד הנושים באזור חדלות הפירעון אינה ברורה לגמרי. אכן, באמצע שנת 2020 העיר סגן הנשיא כבוב, אגב

– **אזור חדלות פירעון** (Zone of insolvency). דומה, כי חברת פיתוח אינה נמצאת בתחתית המדרון, אך גם לא במעלה המדרון, וישנם אותות אזהרה לא קלים על מצבה" (ההדגשה במקור); עניין **חברת הדואר**, לעיל ה"ש 84, פס' 44–45 להחלטה ("ולמרות שאין כאמור, חובה שהחברה תהיה חדלת פירעון, בית המשפט יבחן את מצבה הכלכלי של החברה, בין היתר בשים לב לקרבתה למצב של חדלות פירעון... מהו, אפוא 'אזור חדלות פירעון' [של] החברה שלפני כניסתה לאזור לא קיימת עילה לפנייתה או לפניית נושה לבית המשפט, ושל אחרי שמה יהיה מאוחר מדי").

154 ע"א 3791/15 **סינרגי כבלים בע"מ נ' חבר**, פס' 8 לפסק הדין (פורסם באר"ש 19.4.2016) (להלן: עניין **סינרגי**) ("...המציאות מלמדת כי ייתכנו מקרים, והמקרה שבפנינו יוכיח, בהם ממנה בית המשפט בעלי תפקיד בהליכים בהם נתון התאגיד ב'אזור חדלות הפירעון' (zone of insolvency), ועוד בטרם ניתן צו להקפאת הליכים או לפירוק החברה").

155 ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 44348-04-16 **רוניק פז נבו נאמנות בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי**, פס' 7 להחלטה (פורסם בנבו, 25.4.2016) (מינוי בעל תפקיד) ("לא למותר לציין שהחברה נמצאת באזור הדמדומים של חדלות פירעון, כאשר קיים חשש לגורלה ולגורל כספי המשקיעים אם לא יינקטו פעולות דחופות. כפי שציין בא"כוח הכנ"ר, באמתחתו של בית המשפט הן בחדלות פירעון מנעד רחב של סעדים, ואלה חלים גם במצב שבו חברה נמצאת באזור הדמדומים של חדלות הפירעון"); פר"ק (מחוזי ת"א) 59196-02-16 **אור סיטי נדל"ן מקבוצת ענבל אור נ' כונס הנכסים הרשמי**, פס' 17 לפסק הדין (פורסם בנבו, 1.8.2016) (צו להפקדת כספים מתמורת עסקה בחשבון נאמנות); פש"ר (מחוזי ת"א) 1494-00 **הנאמן בפשיטת רגל לנכסי החייב לוי נ' כונס הנכסים הרשמי**, פס' 17 לפסק הדין (פורסם בנבו, 12.6.2017) (הקלה בנטל בטענות תרמית בקשר להברחת רכוש מנושים); פש"ר (מחוזי ת"א) 29020-07-14 **מנהל מיוחד לנכסי החייב בפשיטת רגל נ' אברמוביץ**, פס' 33 לפסק הדין (פורסם בנבו, 22.7.2018) (הקלה בנטל הראיה); פש"ר (מחוזי ת"א) 25315-05-12 **אור נ' דסקל**, פס' 270 לפסק הדין (פורסם בנבו, 23.7.2018) (הקלה בנטל הראיה).

156 ע"א 8263/16 **אור סיטי נדל"ן מקבוצת ענבל אור בע"מ נ' אור**, פס' 55 לפסק דינו של השופט מינץ (פורסם באר"ש, 19.3.2018) (להלן: עניין **אור סיטי**). ראו גם שם, פס' 54 לפסק דינו של השופט מינץ ("...נקיטת הליכים לפי סעיף 350 לחוק החברות, בטרם התדרדרה החברה לחדלות פירעון, והיא עודנה מדשדשת בגדרי 'אזור חדלות הפירעון' (The vicinity of insolvency) עשויה להביא לתוצאות טובות יותר מבחינת אפשרות שיקומה של החברה והפחתת הנזק הצפוי לנושים"); חדל"ת (מחוזי נצ') 23327-04-20 **היי ווד דבליו.פי.סי תעשיות (2013) בע"מ נ' הממונה על הליכי חדלות פירעון ושיקום כלכלי**, פס' 1 לפרק הדיון בהחלטה (פורסם בנבו, 5.6.2020) ("העובדה שחלק י' נמצא בחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, מלמדת כי תאגיד שפונה בבקשה לאישור הסדר חוב עלול להימצא ב'אזור חדלות הפירעון', על כל המשתמע מכך").

אורחא, כי "אין ספק כי תחת הליך חדלות פירעון, ואף קודם לכן – באזור חדלות הפירעון, קמה ציפייה לגיטימית כי במסגרת חבותם יביאו נושאי המשרה בחשבון גם את עניינם של נושי החברה".¹⁵⁷ אולם לפרופוזיציה כה רחבה אין אצלנו עדיין אסמכתה של ממש, אף שנראה כי בתי המשפט צועדים לקראת אימוצה כעיקרון כללי, שכן הדין הישראלי מכיר כאמור בכשרות פירעון כחלק מטובת החברה. ככל שבתי המשפט יבססו ויעמיקו את הגישה הזו – ואיני מחווה כאן דעה בדבר רציתו של המהלך הזה¹⁵⁸ – כן יתקרב הדין הישראלי עוד לגישה האנגלית של הלכות *Kinsela* ו-*West Mercia* ויתרחק מהגישה הדלוורית הנוכחית של הלכת *Gheewalla*.

הפסיקה הקיימת משקפת בעיקר נכונות להקנות לנושים של חברה במצוקה מימונית הגנות משפטיות מעבר להסדרים החוזיים ומעבר לדוקטרינות הוותיקות של דיני חדלות פירעון, עוד לפני שהחברה נכנסת להליכי חדלות פירעון (וכפי שצוין, חוק חדלות פירעון עיגן מנגנונים מוכנים לכך). ההתייחסויות בפסיקה נוטות להיות ספורדיות והתרשמותיות, ומעבר לנקודות המסוימות שנדונו וכן אזכורים חטופים של "אזור חדלות פירעון" או "סמיכות לחדלות פירעון" כמערכת נסיבות בעלת נפקות, אין למצוא בהן עדיין תפיסה שיטתית מגובשת ביחס למעמד הנושים בנסיבות אלו. בשורות הבאות נדון אפוא בשלוש שאלות עקרוניות ביחס לדין החל בסמיכות לחדלות פירעון לאור הפסיקה הישראלית הקיימת והמשפט המשווה.

השאלה הראשונה נוגעת בנקודת הסף בתוך אזור חדלות הפירעון שבה מתעוררת חובה להתחשב בעניינם של הנושים עוד בטרם נפתח הליך חדלות פירעון, כלומר, מתי

157 ת"א (כלכלית ת"א) 30851-01-16 **חבס השקעות (1960) בע"מ נ' ברוך חבס יזום (2005) בע"מ**, פס' 229 לפסק הדין (פורסם בנבו, 30.7.2020) (להלן: **עניין חבס השקעות**). סגן הנשיא כבוב הביא שם כאסמכתה את עניין **סינרגי**, לעיל ה"ש 154, פס' 8 לפסק הדין. אלא שלפי לשונם, הדברים שנאמרו שם (המצוטטים לעיל) מתמקדים במינוי בעל תפקיד. למען השלמות נציין כי בהמשך הדברים בעניין **חבס השקעות**, שם, פס' 237–238 לפסק הדין, קבע סגן הנשיא כבוב, אגב דיון בטענה להרמת מסך, כי לפי הדין שקדם לחקיקת ס' 288 לחוק חדלות פירעון נושאי המשרה אינם חבים לנושים חובות ישירות, ואזכר בהקשר זה את הלכת *Gheewalla*, לעיל ה"ש 85. קביעה זו אכן תואמת את הדין הישראלי, כפי שראינו לעיל, אולם את הלכת *Gheewalla* יש לקרוא בהקפדה יתרה בהקשר זה. הדין הדלוורי דווקא מכיר בחובות אמונאות ישירות לנושים, אולם זאת רק במצב של חדלות פירעון מלאה, שאז הן מחליפות חובות אמונאות ישירות לבעלי המניות. זו דוקטרינה שהדין הישראלי דוחה בתקיפות, כפי שהוא דוחה את קודמתה. ראו לעיל ה"ש 74 ואילך והטקסט שלידן.

158 ובכל זאת יצוין בשולי הדברים כי בניכוי הרטוריקה המיתממת של הלכת *Gheewalla*, שם, ביחס להשראת ודאות ובהירות, שאין לה אחיזה במציאות, לעיקרון המהותי שהלכה זו קובעת יש יתרונות מעשיים ניכרים. זאת, לצד העובדה שלפחות באנגליה, חובת ההתחשבות בנושים לפי הלכת *West Mercia* (לעיל ה"ש 116) ובנותיה כנראה אינה מציגה יתרון משמעותי מעבר לתביעות בעילות מסורתיות של דיני אמונאות בגין פעולות בניגוד עניינים וכד'. לפירוט ראו *Director van Zwieten, Liability*, לעיל ה"ש 35, המראה כי בפסיקה האנגלית, שבה נטענה הפרת החובה להתחשב בנושים, הנסיבות והדיון ביססו גם הפרות של עילות מסורתיות כאלה. לעמדה התומכת בגישה האמריקאית ראו *Odelia Minnes & Dov Solomon, Game of Thrones: Corporate Law and Bankruptcy*, *Law in the Arena of Directors' Liability*, 27 COLUM. J. EUR. L. 1 (2021).

הסמיכות לחדלות הפירעון קרובה עד כדי כך שיש לה נפקות משפטית. בשאלה זו עסקו כמה מפסקי הדין המוקדמים (יחסית).¹⁵⁹ בהקשר זה צוין גם הקושי לקבוע נקודה ברורה לנוכח המבחנים השונים לקביעת חדלות פירעון, בגישה תזרימית או בגישה מאזנית.¹⁶⁰ זהו קושי מוכר, אך העיסוק בו איבד מטעמו במידה רבה לאחר שהתגבש נוסחו של חוק חדלות פירעון, אשר אוחד בו וגם מזו אינו מניח ידו.¹⁶¹ דא עקא, בכך אין מענה לשאלה באיזו מידה של סמיכות לחדלות פירעון, שאינה בגדרה של זו ממש, יחול המשטר המיוחד של חובת התחשבות בנושים. בעניין **חברת הדואר** עמד השופט מינץ בפירוט על ההתלבטות הזו לנוכח פסיקה בארצות הברית (אשר לפחות בדלור אבד עליה כלח עם הלכת *Gheewalla*).¹⁶² כפי שציין, "השאלה היא כאמור קשה", ו"ההתלבטות בישראל היא אותה התלבטות".¹⁶³

שנים של התלבטות דומה באנגליה ובמדינות חבר העמים הבריטי ופסיקה ענפה שנדרשה שם לשאלה זו מציעות לקח מפוכח: ככל שהכוונה למבחן ברור או לנוסחה קלה ליישום, העיסוק בכך חסר תוחלת ונדון מראש לכישלון. התרחיש שבו מדובר מתאפיין בעמימות ובאי־ודאות כעניין מובנה, כמעט הגדרתי: לאזור חדלות הפירעון אין גבול מוגדר, אין חברה יודעת את יום פקודתה, ואשרי דירקטור מפחד תמיד. על התובנות הנבונות האלה אפשר להוסיף תוכחות נכוחות בדבר ההכרח להישמר מפני חוכמה בדיעבד, וגם כמה קריאות נרגשות בזכות היזמות העסקית, נטילת סיכונים והעדפת שיקום והבראה על פירוק וחידלון. כל אלה, שאין חולק עליהן, אינן מסייעות בקביעת מבחן מעשי להתעוררות החובה להתחשב בנושים.¹⁶⁴ אין תמה אפוא שזולת להטוטנות מילולית, הנוסחאות השונות שהוצעו בפסיקה אינן נבדלות זו מזו במידת חדותן. הנוסחה שקבע בית המשפט לערעורים בעניין *Sequana* – לאמור, "when the directors know or should know that the company is or is likely to become insolvent..."

159 ראו המובאות לעיל בה"ש 153.

160 ראו, למשל, עניין **אור סיטי**, לעיל ה"ש 156, פס' 52–53 לפסק דינו של השופט מינץ, שם נסקרת גם פסיקה קודמת בנושא.

161 ראו ס' 2 לחוק חדלות פירעון, הקובע כי "חדלות פירעון היא מצב כלכלי שבו חייב אינו יכול לשלם את חובותיו במועד, בין אם מועד פירעונם הגיע ובין אם לאו, או שהתחייבויות החייב, לרבות התחייבויות עתידיות ומותנות שלו, עולות על שווי נכסיו".

162 עניין **חברת הדואר**, לעיל ה"ש 84, פס' 46 להחלטה. ראו גם לעיל ה"ש 153. לפיכך, עם כל הכבוד, השופט מינץ לא דייק כאשר סבר, שם, כי "גם בארצות הברית קיימת התלבטות לגבי הגדרת 'אזור חדלות פירעון' (המכונה vicinity of insolvency או zone of insolvency) ובתי המשפט נמנעו בדרך כלל ממתן הגדרה מדויקת לאותו מושג". זאת, לפחות ככל שמדובר בדין של דלור, שבו אין התלבטות כזו. ראו לעיל ה"ש 85 ואילך והטקסט שלידן.

163 עניין **חברת הדואר**, שם.

164 וכפי שראינו, הן הובילו את בית המשפט בדלור לויתור מוחלט על הניסיון לנסח מבחן בעניין ולהכחשת כל נפקות משפטית של אזור חדלות הפירעון. זו מדיניות שיש טעמים כבדי משקל לטובתה, אך הם לא יידונו כאן.

"In this context, 'likely' means probable"¹⁶⁵ – טובה לתכליתה: לציין כי חדלות הפירעון היא כבר עובדה קיימת או שסביר שתהיה כזו בקרוב. הא ותו לא, בלא יומרה יתרה לספק אמת מידה מדויקת.

השאלה שעל בית משפט ישראלי לשאול בהקשר זה אינה מילולית, אלא שאלת מדיניות מהותית: בהנחה שיש בישראל חובה משפטית להתחשב בנושים עוד לפני חדלות פירעון מוכחת ופתיחת הליך, האם יש לעורר את חובת ההתחשבות בהם קרוב לחדלות הפירעון או רחוק ממנה? לדעתי, הגישה העדיפה צריכה לדגול בקרבה רבה ככל האפשר לחדלות פירעון – ממש על סיפה של זו, כאשר החברה כבר נושקת לה, כאשר היא כבר חשובה כחדלת פירעון. לעמדה זו אפשר להציע כמה טעמים. ראשית, חברות רבות חוות מצוקה מימונית וקשיים עסקיים במהלך פעילותן – בין מסיבות פנימיות ובין בשל נסיבות חיצוניות – ומצליחות להיחלץ מהם בניהול עסקים רגיל, בלי שינויים דרמטיים במשטר המשפטי החל.¹⁶⁶ יתר על כן, אף כאשר החברה כושלת, וכספי המשקיעים, בהון ובחוב, יורדים לטמיון, הכישלון עשוי להיות תוצאה נורמלית של נטילת סיכון עסקי, הזכאית לחסינות לפי כלל שיקול הדעת העסקי.¹⁶⁷ כך הדבר במיוחד בחברות הזנק הממומנות בהון סיכון ו"שורפות מזומנים" כל העת. אלה מצויות לכאורה בחדלות פירעון מראשיתן עד אחריתן, ונזקקות לסבבים חוזרים של גיוסי הון עד להצלחת הפיתוח או לכשלונו ולסגירתן, כדי שחדלות הפירעון בכוח לא תיהפך לחדלות פירעון בפועל ותכריע אותן בטרם עת. מנקודת מבטם של בעלי המניות והמנהלים מטעמם, התעוררות החובה להתחשב בנושים אינה עניין של מה בכך. אין זה עוד שיקול או אילוץ עסקי שעליהם לתת את דעתם אליו. כדי לצקת תוכן ממשי בחובת ההתחשבות, ראוי להטיל חובה לשנות את המדיניות העסקית (האסטרטגיה) של החברה באופן משמעותי, וחובה כזו אמורה לשלול את הגנת שיקול הדעת העסקי. עצם החובה לנהוג כך היא עניין קשה, יישומה בפועל מאתגר אף הוא, והחשש מאחריות משפטית אינו עניין שניתן להקל בו ראש. לפיכך ראוי לדחות את המהלך הזה ככל האפשר למצבי קצה, שבהם הוא חיוני בתכלית.

שנית, מנקודת מבטם של הנושים יש לזכור כי התעוררות החובה להתחשב בהם היא מתת חינום לגביהם. כאשר ננקט הליך חדלות פירעון, הנושים קונים לעצמם את הזכות שהחברה תתנהל לפי עניינם, אך לצד זאת גם את הנטל לשאת בתוצאות הכלכליות של התנהלות זו. או אז החברה היא "שלהם" לטוב ולרע. לא כך כאשר בעלי המניות

¹⁶⁵ ראו לעיל ה"ש 123.

¹⁶⁶ ראו עמיר ליכט "אל חודל הפרעון הישרנו מבט – תובע נגזר ועילת התביעה בקשר לחלוקה אסורה" **נקודה בסוף משפט** 23.1.2019 www.amirlicht.wordpress.com/2019/01/23/135. ראו גם להלן ה"ש 220 והטקסט שלידה.

¹⁶⁷ ראו ת"א (מחוזי מר') 47302-05-16 **בטר פלייס ישראל (ת.ת.) 2009 בע"מ נ' אגסי** (פורסם בנבו, 12.9.2018) (להלן: **עניין בטר פלייס**). ראו גם עמיר ליכט "גיוס שווא של עילת סרק – דחייה על הסף של תביעה מכוח כלל שיקול הדעת העסקי" **נקודה בסוף משפט** 18.9.2018 www.amirlicht.wordpress.com/2018/09/18/125. לדיון ראו להלן ה"ש 182 ואילך והטקסט שלידן.

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

והמנהלים מטעמם נושאים בנטל החובה להתחשב בנושים. לכך אין הצדקה, מימונית או נורמטיבית, זולת בסמיכות קרובה מאוד לחדלות פירעון.

שלישית, מבין המתחמים השונים בתוך אזור חדלות הפירעון, זה הקרוב ביותר אליה הוא הקל ביותר לאיתור מבחינת הממצא העובדתי שבית המשפט יידרש לקבוע. זהו שיקול מעשי חשוב להעדיף קרבה מרבית לחדלות פירעון כבסיס לעירור החובה. לנוכח כל אלה מוצע לנקוט מבחן מצמצם של "ודאות קרובה" לחדלות פירעון כאמת מידה להתעוררות החובה.¹⁶⁸ גישה זו עשויה להיתקל בהתנגדות מקרב אלה שיסברו כי היא מצמצמת גם את מרחב האפשרויות של בית המשפט לנהל הליכי חדלות פירעון, אולם הדברים אינם כך. לבית משפט של חדלות פירעון יש סמכויות נרחבות, בדין וביושר. תכליתה של הגישה המצמצמת היא, מצד אחד, לתת תוקף לעמדה הבסיסית של הדין הישראלי, הרואה את כשרות הפירעון כחלק מטובת החברה, ומצד אחר, להותיר את המהלך הקשה של "עיקום המרחב המשפטי" – המאפשר לספק הגנה לטובת הנושים גם בדרך זו ובאמצעות האחריות של נושאי משרה – לנסיבות צרות המצדיקות זאת.

שאלה שנייה הטענה עדיין הכרעה בדין הישראלי נוגעת במעמד היחסי של הנושים לעומת בעלי המניות משהתעוררה כבר החובה להתחשב בהם בסמיכות לחדלות פירעון. בפרט, האם בשלב זה נשמרת עדיין התפיסה המוניסטית הבסיסית של הדין הישראלי, שלפיה יש קבוצת עניין אחת שהבכורה נתונה לה, ומכאן שטובת הנושים מחליפה את טובת בעלי המניות כזו הנמצאת במוקד חיובי האמונות של נושאי המשרה לפעול לטובת החברה, או שמא עניינם של הנושים מתייצב (או נדחף) לצד עניינם של בעלי המניות, שאז על נושאי המשרה "לאזן" ביניהם? בעניין **קו אופ** ביטא השופט מינץ גישה מוניסטית, המקנה בכורה לנושים בנסיבות אלו, באומרו כי "כאשר החברה היא חדלת פירעון או ב'אזור חדלת פירעון'... 'בעלי המניות נדחקים לירכתי הבמה'".¹⁶⁹ לעומת זאת, בהקשר סמוך, בעניין **אפרוחי הצפון**, פרשה השופטת פרוקצ'יה יריעה רחבה בדונה במסגרת המשפטית של הדחיית חוב, ובגדרה אמרה, בין היתר, כי "חדירת המושגים 'תום הלב' ו'הגינות' לתחום של דיני החברות מביאה, בין היתר, לכך שעל החברה, ועל הפועלים מטעמה, להתחשב לא רק באינטרסים של החברה

168 מבחן "הוודאות הקרובה" – המוצע כאן כגרסה עברית ל-*likely* ו-*probable* שנוקט עניין *Sequana*, לעיל ה"ש 122 – מבקש במודע להסתמך על מבחן הוודאות הקרובה שקבע השופט אגנרט כמקבילה ישראלית ל-*likely* ו-*probable* עבור "עלול" בבג"ץ 73/53 **חברת "קול העם" בע"מ נ' שר-הפנים**, פ"ד ז 871, 882, 887 (1953). על תלאות התרגום שפקדו את המונחים האלה ראו פנינה להב "יובל ועוד עשור לקול העם: מה עוד יש להגיד?" **עיוני משפט** לח 97, 101–102 (2015). יודגש כי מבחינת המשפט הישראלי הטעם הנזכר עומד על רגליו שלו, כך שאין נפקא מינה אם בערעור על עניין *Sequana* יינקט מבחן שונה, אם כי יהיה טוב לתת את הדעת לפסיקה בערעור, שתהיה לה השפעה ניכרת על הדין באנגליה ובמדינות נוספות שיש בהן איסור ניהול בעוולה.

169 ע"א 238/16 **האפוטרופוס הכללי נ' קו אופ הריכוז הכחול אגודה לשירותים בע"מ (בפירוק)**, פס' 35 לפסק דינו של השופט מינץ (פורסם באר"ש, 10.9.2017), המצטט מתוך עניין **חברת הדואר**, לעיל ה"ש 84, ומתוך האן **דיני חדלות פירעון**, לעיל ה"ש 3, בעמ' 61, בהתאמה.

ושל בעלי מניותיה, אלא גם בציפיותיהם הלגיטימיות של גורמים אחרים שעימם החברה באה במגע – כגון עובדים, צרכנים, נושים, והציבור הרחב.¹⁷⁰ בהמשך קבעה השופטת כי "בסוגיית השעייתו של פירעון חובותיו של בעל מניות על ידי החברה, מתחייב איזון ראוי בין זכויות הנושה החיצוני בנשייתו כלפי החברה לבין ערכים נוגדים שיש להתחשב בהם, ובכללם חופש ההתאגדות, ערך האישיות המשפטית הנפרדת של התאגיד והגבלת האחריות המאפיינת אותו, הנטועים עמוק בדיני התאגידים".¹⁷¹ דיון מלא בהלכת **אפרוחי הצפון** חורג מהמסגרת הנוכחית.¹⁷² בקשר לשאלה דנן, הרוצים בכך יוכלו לפרש את הדברים כביטוי לתפיסה פלורליסטית מלאה בנוסח הלכת *BCE* הקנדית.¹⁷³ על יסוד זה הם יוכלו לטעון ליישומה גם ביחס להתעוררותה של חובת ההתחשבות בנושים בסמיכות לחדלות פירעון – דהיינו, כדרישה ל"איזון" בין הנושים לבעלי המניות – ויהיה להם על מה לסמוך.¹⁷⁴ כפי שראינו לעיל, במשפט

170 עניין **אפרוחי הצפון**, לעיל ה"ש 27, בעמ' 601.

171 שם, בעמ' 603.

172 ההלכה בעניין **אפרוחי הצפון** מעוררת כמה קשיים, הגם שההכרעה בנסיבות המקרה שם נראית נכונה ואף מתבקשת בשיטה המכירה בהדחיית חוב כסעד מן היושר או כסעד חרות שיסודו ביושר. השוו *Costello v. Fazio*, 256 F.2d 903 (9th Cir. 1958). הקשיים קשורים למהלך ההנמקה של השופטת פרוקצ'יה. בין היתר מתעוררת השאלה, הנדונה בטקסט לעיל, בדבר פרשנותו של ס' 11 לחוק החברות. דומה, עם כל הכבוד, שהשופטת מעקמת את הכתוב, וזאת לא לצורך. ראו ליכט **דיני אמונאות**, לעיל ה"ש 15, בעמ' 200–202. שנית, ההנמקה כולה מונעת מהסברה כי "בעל המניות אינו אמור, בדרך הטבע, להלוות כספים לחברה שבבעלותו, ולהפוך לנושה שלה. תפקידו הטבעי הוא לשמש משקיע בחברה. לפיכך, הלוואות בעלים בתאגיד עסקי אינן בבחינת תופעה טבעית ומובנת מאליה, והפיכתו של בעל מניות לנושה החברה אינה מצב שיש לעודדו". עניין **אפרוחי הצפון**, שם, בעמ' 616. הדעת נותנת שהשופטת פרוקצ'יה לא ראתה בהלוואת בעלים משום נס גלוי, שרק הוא לא בדרך הטבע, כידוע, ולא ביקשה להתרות באנשי עסקים שלא יהיו סומכים על הנס. לפיכך, עם כל הכבוד, ההמשגה של הלוואות בעלים כמעשה שאינו בדרך הטבע והסלידה העקרונית המובעת לגביה בשל כך אינן במקומן, הן מבחינה משפטית הן מבחינה עסקית, ואינן מועילות לעיצוב מדיניות משפטית בסוגיה.

173 הלכת *BCE*, לעיל ה"ש 129.

174 ראו גם את הדברים בעניין **חבס השקעות**, לעיל ה"ש 157, פס' 229 לפסק הדין ("...תחת הליך חדלות פירעון, ואף קודם לכן – ב'אזור חדלות הפירעון', קמה ציפייה לגיטימית כי במסגרת חבותם יביאו נושאי המשרה בחשבון גם את עניינם של נושי החברה...") (ההדגשה הוספה). אמירה זו מציעה כי לדעת סגן הנשיא כבוב, ענייניהם של בעלי המניות ושל הנושים יישקלו זה לצד זה. בד בבד, מייד לאחר מכן (שם, פס' 230 לפסק הדין), נאמר כי "גם כיום, עם כניסתה של חברה להליך חדלות פירעון, נדחים נושיה [צ"ל "נדחים בעלי המניות"] של החברה להיות בעלי הזכויות השיווריים בנכסיה, וזאת בתורם **אחרי נושיה של החברה**. במובן זה, 'עוקפת' טובתם ושמירת האינטרסים של הנושים כעליונה לזו של בעלי המניות" (ההדגשה במקור). אמירה זו מכוונת כנראה לבטא ביחס לתקופת חדלות הפירעון גישה מוניסטית, המתמקדת בנושים. קריאת הדברים יחדיו עשויה להציע, אפוא, שאם יש תחולה לגישה פלורליסטית, מאזנת, הרי היא במצבי סמיכות לחדלות פירעון, אך הנקודה אינה ברורה.

המשווה יש ביטויים לשתי הגישות.¹⁷⁵

הבחירה בין כלל של בכורה לכלל של איזון תלויה באופן שבו בית המשפט תופס את ההתנהלות הנדרשת לשם הגנה על הנושים בסמיכות לחדלות פירעון, ובמיוחד עד כמה הוא סבור שתיתכן התנהלות עסקית אשר מיישבת את המתח בין האינטרסים ה"נוגדים" של בעלי המניות ושל הנושים בנסיבות אלו.¹⁷⁶ כפי שראינו בפרק א, סברה רווחת גורסת כי לנושים יש עניין בהקטנת סיכון, ואילו לבעלי המניות – בהגדלתו. מכך נובעת כביכול המסקנה – ואיתה כלל ההתנהלות המומלץ – כי כדי לצאת את ידי החובה להתחשב בנושים בסמיכות לחדלות פירעון, על המנהלים להקטין סיכונים. גישה כזו קוראת כביכול להתנהלות עסקית "מתונה", "פושרת", כמעשה זהבה ושלוש הדובים, החותרת למצוא "דרך ביניים" בין קבוצות העניין. לכאורה, זה בדיוק טיבו של איזון ראוי. אולם לאמיתו של דבר, ספק אם גישה ביניים של הקטנת סיכונים הולמת את טובתה של קבוצה כלשהי מבין קבוצות העניין אף בשגרה,¹⁷⁷ קל וחומר בסמיכות לחדלות פירעון. התנהלות מתונה, פושרת, אינה מתאימה כלל למצב חירום כזה. או אז החברה נמצאת על עברי פי פחת, כשהיא מדממת מזומנים או סובלת מאי־ספיקת מזומנים, וזקוקה בדחיפות לטיפול נמרץ. במיוחד בנסיבות כאלה של מצוקה עשויות להידרש פעולות תקיפות, אשר מתינות היא מהן והלאה. ככל שיש הבדל בין פעולה להצלת החברה לטובת הנושים לבין התנהלות לטובת בעלי המניות, מתן משמעות ממשית לחובה להתחשב בנושים – כזו שאינה רק מס שפתיים מתחסד – מחייב החלפה של קבוצת העניין הנמצאת במוקד של טובת החברה, לאמור, גישה מוניסטית של בכורה. לא למותר לציין כי נקיטת אסטרטגיות ניהוליות סותרות בעת ובעונה אחת היא רעיון גרוע במיוחד, בוודאי בפירמה במצוקה. לעומת זאת, אם אין הבדל בין התנהלות לטובת הנושים לבין התנהלות לטובת בעלי המניות, אזי מלכתחילה אין נפקות להטלת חובה להתחשב בנושים, ולמעשה – גם לא לכל העיסוק האינסטיטובי באזור חדלות הפירעון. כמפורט בשורות הבאות, יש הבדל מהותי בין אופני ההתנהלות בתרחישים השונים, ולפיכך גישה של בכורה הולמת יותר מדיניות משפטית המבקשת להגן על נושים באמצעות חובותיהם של נושאי משרה בסמיכות לחדלות פירעון.

175 ראו לעיל ה"ש 125–126 והטקסט שלידן.

176 תיאור האינטרסים של בעלי המניות ואלה של הנושים כ"נוגדים" מובא בטקסט במירכאות כדי לציין את העובדה שאין מדובר כאן בניגוד עניינים לעניין חובת האמון של נושאי המשרה. זאת, שוב, מכיוון שבדין הישראלי הם אינם חבים חובות ישירות לקבוצות העניין. בהקשר דנן מדובר בחובת אמון וחובת זהירות בניהול החברה לתכליתה. לפיכך גם לא מתעוררות באופן ישיר שאלות של "תקן ביקורת" כזה או אחר לפי קו הפסיקה שראשיתו בע"א **ורדניקוב**, לעיל ה"ש 136, על הקשיים הדוקטרינריים שהן מעוררות. לדיון ראו ליכט "בגנות ההגינות", לעיל ה"ש 72.

177 ראו Olubunmi Faleye, Vikas Mehrotra & Randall Morck, *When Labor Has a Voice in Corporate Governance*, 41 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 489 (2006). המחברים מראים כי חברות שמנהליהן נוקטים גישה ביניים כזו, ככל הנראה כדי להפיש את דעתה של קבוצה משמעותית של בעלי מניות שהם גם עובדים, נוטות לצאת קירחות מכאן ומכאן: הן מראות רווחיות נמוכה יותר והשקעה נמוכה יותר במחקר ופיתוח, אך גם נטייה גדולה יותר לכישלון עסקי.

השאלה השלישית שטעונה מענה עוסקת אפוא באופן ההתנהלות הנדרש בסמיכות לחדלות פירעון, דהיינו, **כיצד** נושאי המשרה אמורים לנהל את החברה בשלב זה תוך התחשבות בנושים (או פשוט לטובתם). למיטב ידיעתי, שאלה זו טרם זכתה בדיון של ממש בפסיקה או בספרות, להבדיל מהעיסוק הנרחב בשאלה שנדונה לעיל בדבר בכורה או איזון בין בעלי המניות לנושים.¹⁷⁸ בהקשר זה אטען שתי טענות: ראשית, כי עם התעוררותה של חובה להתחשב בנושים שומה על הדירקטורים להחליף את מדיניות הניהול (האסטרטגיה) של החברה מאסטרטגיה יזמית (entrepreneurial) לאסטרטגיה משמורנית (custodial);¹⁷⁹ שנית, כי לשם קיום נאות של חובת ההתחשבות בסמיכות לחדלות פירעון נכון לדרוש גם עריכת שינויים בהרכבם של מקבלי ההחלטות בחברה, כדי להתמודד עם הבעיה של הסלמת המחויבות.

באשר לטענה הראשונה, "יזמות" משמשת כאן במשמעות שנתנו למושג זה יוזף שומפטר וישראל קירזנר, שהצביעו על ייחודו של הזים כמי שמיטיב לנצל שינויים וחידושים להפקת רווחים.¹⁸⁰ לעומתה, משמורנות היא מדיניות המתמקדת בהגנה מפני אובדן ובנטילת סיכונים מחושבת, בדרך כלל מתונה. ניהול עסקים יזמי שואף לנצל אי-ודאות, במיוחד את זו הכרוכה בשינויים וצירופים חדשים, כדי להפיק תשואה מעל לתשואה נורמלית (המכסה את הוצאות התפעול בשיווי משקל).¹⁸¹ אסטרטגיה יזמית היא זו שסעיף 11 לחוק החברות רואה בקובעו את תכלית החברה להתנהל על פי שיקולים עסקיים. כפועל יוצא מטיבו המיוחד הזה של ניהול עסקים יזמי – כך שאין אמות מידה מוגדרות להערכה של איכות ההחלטות העסקיות מחמת אי-הודאות

178 ראו הסקירות המובאות לעיל בה"ש 121. לעמדה תמציתית ראו יוסף גרוס **דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי** 429 (מהדורה חמישית, 2018) ("במצבים הקרובים לחדלות פירעון, על הדירקטורים ונושאי המשרה לפעול בדרך שתגן על אינטרס הנושים, שכן הם הופכים להיות בעלי האינטרסים האפקטיביים של החברה. תכלית קיומה של החברה, ממנה [נגזר] תוכנה המהותי של חובת הזהירות של הדירקטורים, אינה סטטית אלא משתנה בהתאם למצבה הכלכלי").

179 הדברים שלהלן נשענים בעיקרם על Amir N. Licht, *My Creditor's Keeper: Escalation of Commitment and Custodial Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*, WASH. U. L. REV. (forthcoming 2022).

180 לעבודות הקנוניות של השניים ראו JOSEPH A. SCHUMPETER, *THE THEORY OF ECONOMIC DEVELOPMENT* (Redvers Opie trans., Transaction Publishers 1983) (1911); ISRAEL M. KIRZNER, *COMPETITION AND ENTREPRENEURSHIP* (1973); ISRAEL M. KIRZNER, *DISCOVERY AND THE CAPITALIST PROCESS* (1985); Israel M. Kirzner, *Entrepreneurial Discovery and the Competitive Market Process: An Austrian Approach*, 35 J. ECON. LITERATURE 60 (1997).

181 בהקשר זה "אי-ודאות" משמשת במובן שטבע פרנק נייט. ראו, באופן כללי, FRANK H. KNIGHT, *RISK, UNCERTAINTY, AND PROFIT* (1921). אי-ודאות וסיכון מתארים שניהם מצבי טבע לא ידועים, בדרך כלל בעתיד. אי-ודאות נבדלת מסיכון בכך שבניגוד לסיכון, במצבי אי-ודאות אין אמת מידה להערכת ההסתברות של התרחשות אירועים עתידיים לא ידועים. כפועל יוצא מכך אין אפשרות להעריך אירוע לא ודאי או להיערך לקראתו, ומכאן שאין דרך שיטתית לשפוט בדיעבד את ההתמודדות עימו.

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

המאפיינת אותן – הדין מקנה חסינות לתוכן המהותי של החלטות עסקיות, ומתמקד רק באיכות של הליך קבלת ההחלטה. זאת, באמצעות הדוקטרינה של כלל שיקול הדעת העסקי (business judgment rule).

בנקודה זו יש צורך בעצירה קלה להבהרת פועלו של כלל שיקול הדעת העסקי במשפט הישראלי העדכני.¹⁸² חרף העובדה שהדין הישראלי מכיר בדוקטרינה זו שנים רבות בכינויים שונים, ואף שהיא מעוגנת גם בסעיף 253 לחוק החברות, בתי המשפט בדור האחרון נטרדו רבות בשאלת תחולתה תחת הכותרת האמריקנית דווקא, עד שהסוגיה נדונה אגב אורחא בערעור ורדניקוב, והוכרז חגיגית כי הכלל מוכר בדין שלנו.¹⁸³ דא עקא, לשימוש במינוח הדלוורי לא מתלווה יישום של התוכן המשפטי הדלוורי, שלפיו הכלל הוא מוכוון הליך.¹⁸⁴ פסיקה מאוחרת התייחסה ל"חובת זהירות מהותית", החילה כללים של זהירות עסקית מהותית, והביעה נכונות לבחון בדיעבד את הסבירות המהותית של הפעולה העסקית.¹⁸⁵ במילים אחרות, היא לא ראתה בו כלל של חסינות, אלא כלל של איפוק שיפוטי, שניתן לרופף אותו בכל עת לפי שיקול דעתו של בית המשפט. זאת, בניגוד לטעמיו ולתכליתו של כלל שיקול הדעת העסקי. בעת הנוכחית הסוגיה רחוקה עדיין מלבוא אל מנוחתה.

בין כך ובין כך, לעומת אסטרטגיה יזמית לפי שיקולים עסקיים, אסטרטגיה משמורנית מאפיינת משימות של מי שקיבלו לניהולם נכסים בראש ובראשונה לשם

182 לדין מפורט ראו עמיר ליכט "שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושא-משרה" **משפט ועסקים** יט 475 (2016); שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" **עיוני משפט** לא 313 (2009); רות רונן ושיר אשכול "כלל שיקול הדעת העסקי והדרישה לקבל החלטה 'מיוחדת'" **משפטים** מז 583 (2018).

183 ראו ע"א ורדניקוב, לעיל ה"ש 136, פס' 74 לפסק דינו של השופט עמית.
184 ראו, למשל, *In re Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 907 A.2d 693, 750 (Del. Ch. 2005) ("Thus, the business judgment rule is process oriented and informed by a deep respect for all good faith board decisions"); *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244, 264 (Del. 2000) ("Due care in the decisionmaking context is process due care only" (emphasis in original)).
185 ראו עניין **פינרוס**, לעיל ה"ש 133, פס' 67 לפסק דינו של המשנה לנשיאה (בדימ') מלצר ("בדרך כלל, אמרנו, משום שעל-פי עניין ורדניקוב, ובשונה מפסיקת בית המשפט בדלאוור, שיטתנו מכירה באפשרות כי לעתים יש להידרש לגופה של ההחלטה העסקית, גם מקום בו לא התעורר אחד מחששות אלה, בהתאם לנסיבות העניין... כאשר כלל שיקול הדעת העסקי נסתר, מחמת אחד הפגמים שתוארו לעיל – משמעות הדבר היא כי בית המשפט יבחן את החלטת נושאי המשרה לגופה, ויביע עמדתו אם הופרה חובת הזהירות, או חובת האמונים של אותו נושא משרה...") (ההדגשות במקור); ע"א 4024/13 **תקווה – כפר להכשרה מקצועית בגבעות זייד בע"מ נ' פינקוביץ** (פורסם באר"ש, 29.8.2016) (להלן: עניין **תקווה**); ע"א 239/13 **מכללת איסט לונדון השלוחה בישראל בע"מ (בפירוק) נ' בירמן** (פורסם באר"ש, 25.7.2016). לביקורת ראו עמיר ליכט "כף התקווה הטובה – לקראת תיקון ההלכה בדבר 'שיקול דעת עסקי סביר'" **נקודה בסוף משפט** 15.10.2017; www.amirlicht.wordpress.com/2017/10/15/96; עמיר ליכט "ונשמרתם מאוד לרשימתכם – כלל שיקול הדעת העסקי והפרת חובת הזהירות במחדל" **נקודה בסוף משפט** 25.7.2021. amirlicht.wordpress.com/2021/07/25/210.

שימורם, ובמידת האפשר (בהתאם לאופיים) גם כדי להפיק מהם תשואה בטווח הארוך. משמורנים מובהקים מסוג זה הם, למשל, הנאמן (trustee) לקרן נאמנות מסורתית, ובמיוחד נאמן לקרנות תגמולים, כגון קרנות פנסיה.¹⁸⁶ דוקטרינה רבת שנים מחייבת נאמנים כאלה להגן על נכסי הקרן ולנהלם באופן בטוח, בכך שיימנעו מלהעמידם בסיכון של אובדן. סעיף 10(א) רישא לחוק הנאמנות, התשל"ט-1979, משקף תפיסה זו בקובעו כי "נאמן חייב לשמור על נכסי הנאמנות, לנהלם ולפתחם ולפעול להשגת מטרות הנאמנות". במשפט האנגלי הכלל קורא להימנע מהשקעות "הנתונות בסיכון",¹⁸⁷ ואילו במשפט האמריקני הוא מתואר כ־duty of caution.¹⁸⁸ חובה זו, שנכנה אותה "חובת הישמרות", ניצבת לצד חובת האמון וחובת הזהירות (duty of care) של הנאמן.¹⁸⁹ העובדה שנאמנים כפופים לחובת הישמרות מבדילה אותם ממנהלים של חברות עסקיות, שאינם כפופים לה, ואין תמה בדבר: יזמות והישמרות הן תרתי דסתרי.

¹⁸⁶ כל עוד יש לכך הסמכה נאותה בשטר הנאמנות, המכשיר המשפטי של נאמנות יכול לשמש – ואף משמש כיום בפועל – למגוון רחב של פעילויות, ובכלל זה גם פעילויות עתירות סיכון ואף פעילויות עסקיות מובהקות (בפרט באוסטרליה). הדיון כאן מתמקד בנאמנות קונוונציונלית, כאמור בטקסט.

¹⁸⁷ ראו [I]t 1 (1887) UKHL 1 (Lord Watson) 12 App Cas 727, 733 (Learoyd v. Whiteley) is the duty of a trustee to confine himself to the class of investments which are permitted by the trust, and likewise to avoid all investments of that class which are attended with hazard"). העיקרון שנקבע בהלכת Whiteley, בצירוף עדכונים מתבקשים לנוכח חידושים שחלו בתורת המימון מאז נפסקה לראשונה, ממשיך להדריך את בתי המשפט באנגליה ובאוסטרליה, וכוחו יפה גם כיום. ראו, למשל, Nestle v. National [1984] 2 All ER 750, 762; Cowan v. Scargill [1984] 2 All ER 750, 762; Daniel v. Tee [2016] EWHC (Ch) 1538 paras. 38–40 (Eng.); Elder's Trustee & Executor Co Ltd v. Higgins [1963] HCA 48, para. 29. ראו, באופן כללי, J.E. PENNER & JEREMIAH LAU, THE LAW OF TRUSTS §§ 10.12–10.16 (11th ed. 2019); GRAHAM VIRGO, THE PRINCIPLES OF EQUITY & TRUSTS 373 et seq. (3rd ed. 2018). התפתחותה של תורת ניהול ההשקעות (Modern Portfolio Theory) באמצע המאה הקודמת מאפשרת לנאמנים בני זמננו לכלול בנכסי הקרן נכסים בעלי סיכון פרטיקולרי גבוה מבלי שהדבר ייחשב כמאיים על הקרן כולה, כך שהביטוי "נכס מסוכן מדי" טעון פרשנות בהקשרו. ראו, למשל, Uniform Prudent Investor Act § 2 (1994), Comment ("The Act impliedly disavows the emphasis in older law on avoiding 'speculative' or 'risky' investments. Low levels of risk may be appropriate in some trust settings but inappropriate in others").

¹⁸⁸ ראו 76 Am. Jur. 2d Trusts § 404 (2005) ("[an obligation] to safeguard, preserve, or protect the trust assets and the safety of the principal"); Restatement (Third) of Trusts § 77(1) Robert ("[a duty to exercise] reasonable care, skill, and caution"). ראו, באופן כללי, H. Sitkoff, *Fiduciary Principles in Trust Law*, in THE OXFORD HANDBOOK OF FIDUCIARY LAW 41 (Evan J. Criddle, Paul B. Miller & Robert H. Sitkoff eds., 2019).

¹⁸⁹ Restatement (Third) of Trusts § 90 cmt e ("In addition to the duty to use care and skill, the trustee must exercise the caution of a prudent investor managing similar funds, in similar circumstances, for similar purposes... [T]his requirement of caution requires the trustee to invest with a view both to safety of the capital and to securing a reasonable return").

אי-אפשר לנהל לפי שיקולים עסקיים ולהישמר מפני הפסדים בעת ובעונה אחת. בהתאמה, כלל שיקול הדעת העסקי אינו חל על נאמנים, ובכלל זה גם לא על נאמני קרן פנסיה.¹⁹⁰ כהונתם כפופה לפיקוח משפטי ולביקורת שיפוטית מהותיים ביחס להחלטותיהם כמשמורנים, כלומר, אם הם עמדו באופן סביר בחובת ההישמרות לצד יתר חובותיהם. זאת, מכיוון שבניגוד להתנהלות עסקית יזמית, להתנהלות משמורנית יש אמות מידה להערכת תקינותה המהותית, בדומה להתנהלותם של אנשי מקצוע אחרים, כגון רופאים ומהנדסים. קיומן של אמות מידה להערכה מאפשר ביקורת שיפוטית מהותית של החלטות מקצועיות, ובכלל זה של אנשי מקצוע שעיסוקם כרוך בנטילת סיכונים יזומה, כגון רופאים. אמות מידה אלו משקפות את ההבחנה בין סיכון לאי-ודאות, בכך שיש מידע על מאפייני הסיכונים השונים, כגון ההסתברות לתופעות לוואי או סיכונים של טיפולים רפואיים שונים. לעומת זאת, להצלחה בעסקים אין פרוטוקול או פרוצדורה או סגולה בדוקה.

מוצע אפוא לפרש את החובה להתחשב בנושים בסמיכות לחדלות פירעון כדרישה לעבור לניהול משמורני, מתוך כוונה לייצב את החברה ולחזור לפעילות עסקית רגילה – בניהול יזמי במשמע – אם וכאשר יאפשרו זאת הנסיבות. זאת, בדומה לחובה המוטלת על בעל תפקיד בחדלות פירעון.¹⁹¹ אם תרצו, על נושאי המשרה לפעול אז כרופא סביר, ולא כמנהל סביר: הם עשויים להידרש ליטול סיכונים חדשים, שאולי יתממשו לרעה, אך זאת למשימה של הצלה, ולא של הרפתקנות מודעת, שיש לה מקום בעסקים אך לא ברפואה. בעולם הדימויים של יורדי הים בהלכת *Gheewalla*¹⁹² המשמעות היא שכאשר ספינתה של החברה מיטלטלת בסערה, מים מציפים אותה והיא מחשבת להיטרף, שומה על קברניטיה להשעות את משימת המסע המקורית ולהתמקד במאמצים להבטיח שהיא תמשיך לצוף, ובמידת הצורך והאפשר – לתפוס מחסה עד יעבור זעם. רק לעיתים רחוקות המשמעות היא שעליהם לעצור את ההפלגה; בדרך כלל המשך התנועה יהיה

190 ראו Robert H. Sitkoff, *An Agency Costs Theory of Trust Law*, 89 CORNELL L. REV. 621, 657–655; עמיר ליכט "הפרוטוקולים של גימלאי ציון – חובת זהירות של מנהל קרן פנסיה" (2004) 655–657; נקודה בסוף משפט 29.6.2015 www.amirlicht.wordpress.com/2015/06/29/14. סולומון וויצמן מציעים להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי על גופים מוסדיים. ראו דב סולומון ואופיר ויצמן "חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הדעת העסקי של גופים מוסדיים" **המשפט** כו 309 (2020). זוהי עמדה מוקשה. מבחינה פוזיטיבית, הדין הנוהג בישראל, באנגליה ובארצות הברית, וכן דעות מלומדים שם, נוקטים עמדה שונה כאמור. מבחינה מהותית, האופי העסקי של גופים מוסדיים (בדומה לזה של נאמנים מקצועיים) יכול להתבטא ביעילות התפעול וכיוצא בזה, אך לא בביצוע המשימה שהופקדה בידיהם, קרי הפקת תשואה משוקללת בסיכון, שהיא משמורנית במהותה.

191 ראו עניין **שגב**, לעיל ה"ש 8, פס' 20 לפסק דינו של השופט פוגלמן ("ייעוד החברה [בהקפאת הליכים] אינו עוד להשיא את רווחיה לטובת בעלי המניות באמצעות נטילת סיכונים סבירים, אלא למזער ככל האפשר את הפגיעה בנושים"). שתי הערות בשולי השוליים: ראשית, לפי כלל שיקול הדעת העסקי, שיקול דעת של מנהל בחברה בת פירעון אינו מוגבל ל"סיכונים סבירים". שנית, ייתכנו הבדלים בין המסגרות השונות של חדלות פירעון במידת הדגש המושם בשימור הקיים.

192 ראו לעיל ה"ש 87.

חיוני, אך לתכלית של הצלת הספינה. בניסוח ציורי פחות, שבו זרמי המים מוחלפים בתזרימי מזומנים, ניהול משמורני יהיה כרוך בהסדרי חוב, בשינויים במתכונת הפעילות ובצעדים מסוג זה, שיכוונו לשימור הנכסים האסטרטגיים של החברה – עובדים, לקוחות, ספקים – בתקווה שהם יוכלו לחזור לתפועל רווחי לאחר ביצוע הצעדים האלה. ניהול משמורני אינו מחייב הפסקת פעילות, אינו שולל נטילת התחייבויות חדשות וכולי.¹⁹³ יודגש: בדומה למשמורנים אחרים, למנהלים הפועלים במתכונת משמורנית לא תהיה חסינות מכוח כלל שיקול הדעת העסקי, וזו, כאמור לעיל, סיבה נוספת לייחד את תחולת החובה לנסיבות צרות ככל האפשר, ממש על סף חדלות הפירעון.¹⁹⁴ אף אם תאומץ הדרישה להחליף את מתכונת ההתנהלות העסקית בחברה בסמיכות לחדלות פירעון, יש חשש שלא יהיה די בכך להתמודד כראוי עם האתגר של הצלת החברה, שיקומה והחזרתה לפעילות עסקית רגילה. כפי שראינו, המחקר על הסלמת מחויבות מלמד שהכרה בקשיים או בכישלון של מיזם ונקיטת הצעדים הנדרשים להצלתו או לחלופין להפסקתו בהעדר כל אפשרות אחרת הן לעיתים קרובות למעלה מכוחם של המנהלים הנוכחיים.¹⁹⁵ כך ביתר שאת כאשר המנהלים הם גם הבעלים או היזמים שהקימו את המיזם. שורה של גורמים פסיכולוגיים מקשים עליהם להכיר במציאות המאכזבת ולהתמודד איתה באפקטיביות. כדי לתת למיזם הזדמנות ממשית להשתקם, יש לערוך שינוי בהרכב של צוות מקבלי ההחלטות שלו, כך שיוכל לבחון את התוחלת של מאמצי השיקום ולבצע את הנדרש לכך באופן מפוכח. לעיתים לא יהיה מנוס מהחלפתו המלאה של צוות מקבלי ההחלטות, אך לכל הפחות יש להכניס לתוכו אנשי מקצוע המנותקים מהשפעתה של הסלמת המחויבות.

כאשר מדובר בחברה חדלת פירעון, הדין כבר מיישם באופן מובנה צעדים להחלפתם של מקבלי ההחלטות בחברה או לשינוי בהרכבם. מינויו של מפרק, מנהל

193 בהיקש מרוחק יותר יש דמיון מסוים בין תפקידו של נאמן כמשמורן הפועל כ-caretaker לבין סמכויותיה של ממשלת מעבר, הנתפסת גם היא כ-caretaker. ראו והשוו. Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., 663 A.2d 1134, 1148 (1994) ("The role of the trustee is prudently to manage assets placed in trust, within the parameters set down in the trust instrument. The classic trusteeship is not essentially a risk taking enterprise, but a caretaking one"); רבקה ווייל "תקופת בין השמשות: על סמכויותיה של ממשלת-מעבר" **משפט וממשל** יג 167, 218–220 (2010). בד בבד, כפי שווייל (שם) מציינת, וכפי שהניסיון בתקופת מגפת הקורונה מאשש, לצד האחריות לשמר את הקיים בגדר ניהול שוטף, גם ממשלת מעבר תימצא לא אחת בנסיבות חירום המחייבות עשייה.

194 עם זאת, אין משמעות הדבר שלא תהיה להם הגנה כלל, אלא שפעולותיהם ייבחנו כפעולה של בעל מקצוע סביר. נסיבות אלו יידונו בפרק הבא. מצד אחר, לפי העמדה המסתמנת באמרות אגב של בית המשפט העליון ביחס לכלל שיקול הדעת העסקי, דוקטרינה זו אינה מקנה חסינות לשיקול דעת כזה, ובית המשפט עשוי לעיין בתבונתה העסקית של ההחלטה. ראו לעיל ה"ש 182 ואילך והטקסט שלידן. לפי גישה זו, הפער בין שיקול דעת עסקי לשיקול דעת משמורני קטן יותר, ובהתאם לכך יש מקום ליתר נכונות ליישם כלל של שיקול דעת משמורני בנסיבות הנאותות.

195 ראו לעיל בתת-פרק 4א.

מיוחד וכל בעל תפקיד הדומה להם, אשר נכנסים לנעלי החברה ונוטלים את סמכויות הדירקטוריון, מממש מהלך כזה. בית המשפט העליון של ניו זילנד עמד על כך בעניין Cooper, כאמור לעיל, והוסיף כי גם בהליכים אחרים של הסדר חוב, ובכלל זה הליכים לא פורמליים, מן הדין לשמור על מדיניות זו.¹⁹⁶ תובנות כלליות אלו יפות גם לחברה בסמיכות לחדלות פירעון. בנסיבות אלו החברה מנוהלת עדיין על ידי מנהלים ודירקטורים הפועלים מטעם בעלי המניות. החשש מפני מהלכים נואשים מצד אלה לשם הגדלת סיכון כדי להחצינו לנושים אינו מבוטל, אולם החשש מפני החלטות שמקורן בהסלמת מחויבות מטריד לא פחות, ולדעתי אף יותר, והוא שצריך להנחות את עיצוב המדיניות המשפטית. בהשוואת האיום הנשקף משני המקורות האלה על תוחלת השיקום של החברה, החצנת סיכונים היא התנהגות רציונלית, שיש יסוד להניח שתגיב על תמריצים – בין שליליים ("מקלות") ובין חיוביים ("גזרים"). לעומתה, הסלמת מחויבות היא התנהגות לא רציונלית ביסודה, המונעת בעיקר על ידי גורמים רגשיים ולחצים חברתיים עזים, ולכן תחשיבים כלכליים של כדאיות משפיעים עליה פחות, אם בכלל. הדברים אמורים ביתר שאת כאשר מדובר במנהלים או בעלי שליטה יזמים, לנוכח נטייתם המוגברת של אלה לאופטימיות חסרת בסיס.¹⁹⁷

בנקודה זו יש לי אפוא מחלוקת יסודית עם דוד האן, הסבור כי "בחינה עניינית של מצבי משבר לשם הסקת מסקנות, הפקת לקחים וקבלת החלטות מפוכחת מתאפשרת דווקא בסביבה, שבה ניתוח הדברים אינו כרוך בהכרח בהטלת אחריות אישית בכל מקרה שהתברר כי הייתה בו תקלה. מקבלי החלטות נוטים לבחון משברים בצורה עניינית כאשר תוצאות הבחינה והביקורת אינן מעיבות כל העת על משרתם".¹⁹⁸ האן מסתמך על תרבות התחקיר של חיל האוויר. מבלי להידרש להתאמת המשל לנמשל, העמדה המוצגת במאמר הנוכחי נשענת על ספרות ענפה, השוללת את האפשרות להסתמך על קבלת החלטות של המנהלים במצבי משבר מימוני של החברה, שכן יש חשש כבד שהיא לא תהיה מפוכחת אז. במקרים רבים מדי ההפך הוא הנכון. כפועל יוצא מכך, על החובה להחליף את מדיניות הניהול לאסטרטגיה משמורנית ראוי להוסיף גם דרישה לשינוי במנגנון קבלת ההחלטות, כך שיתווספו אליו אנשי מקצוע בעלי מיומנות רלוונטית לשיקום חברות. לצד ההנהלה הנוכחית של החברה, שיש לה יתרון וערך בהיכרות אינטימית עם החברה, עובדיה ודרכי התנהלותה, מקצוענים חיצוניים כאלה יוסיפו את הרכיב הקריטי של בחינה מפוכחת המשוחררת ממחויבויות קודמות. זאת, לצד ידע מקצועי רלוונטי שאולי חסר להנהלה הנוכחית. רק כך יגדל הסיכוי לקבל החלטה לטובת החברה בכללותה.¹⁹⁹ ברוח זו מציעים דוד האן וגדעון פרחומבסקי כי

196 ראו לעיל ה"ש 67 והטקסט שלידה.

197 ראו את המקורות המפורטים לעיל בה"ש 58.

198 האן "אחריות נושאי משרה", לעיל ה"ש 3, בעמ' 246.

199 ראו גם גרוס, לעיל ה"ש 178, בעמ' 429 ("על הדירקטוריון ללמוד ולהבין את תמונת המצב והמדדים השונים הקודמים למשבר באמצעות מודלים כלכליים רלוונטיים. להבין את גורמי הסיכון של החברה ולהיות ערוך בהתאם, תוך שאיפה לשימוש במגוון כלים ומדדים על מנת לייצר תמונת מצב

בחברה שנקלעה לקשיים פיננסיים ימונו דירקטור אחד או יותר מטעם הנושים הבלתי-מובטחים.²⁰⁰ בהקשר זה אין להפריז בחשש שמינוי גורם חיצוני לצד ההנהלה הנוכחית או בתוכה יהווה הודאה פומבית בקשיי החברה, אשר תעצים את קשייה ואולי אף תחיש את קריסתה. אומנם, חשש זה אינו משולל יסוד, ולפיכך ראוי לצמצם את תחולת המשטר המיוחד של סמיכות לחדלות פירעון כמפורט לעיל, אולם התרשמות יתר מהחשש הזה תשלול מהחברה ומקבוצות העניין בה את הכלי העיקרי שעשוי לסייע לה להיחלץ מהסלמת מחויבותה למבוי הסתום שבו היא מצויה.

בהעדר הוראה חרוטה או הלכה פסוקה לעת עתה, דרישה לשינוי כאמור במגנון קבלת ההחלטות אינה בגדר חובה משפטית ואף לא נטל שמי שלא עמדו בהם ייחשבו או יוחזקו כמפירים. עם זאת, בתי המשפט יכולים ליצור חזקה חיובית שלפיה דירקטורים שיראו כי נקטו צעד כזה (כמובן, לא באופן מעושה ומן השפה ולחוץ) יישמעו בטענה שהם נקטו אמצעים סבירים לצאת את ידי החובה להתחשב בנושים בסמיכות לחדלות פירעון. נוסף על פועלו הישיר, כלל כזה ייצור לכידות עם ההוראות בדבר חובת הצמצום לפי סעיף 288 לחוק חדלות פירעון, הכוללות מנגנון דומה בין מנגנוני חוף המבטחים המנויים בו, שיידונו להלן. בהסתכלות השוואתית אנו מוצאים מנגנונים כאלה גם במשטרי חדלות פירעון שמותירים את השליטה בחברה חדלת הפירעון בידי מנהליה הקודמים במתכונת של DIP. כך, אפילו בארצות הברית – מכורת ה-DIP ומחוז החפץ של חסידי – חלה התפתחות, וכיום ה-DIP הוא יותר רעיון מופשט מאשר פרקטיקה נהוגת.²⁰¹ בחברות אמריקניות מתמנה תדיר Chief Restructuring Officer (CRO) –

מהימנה, להבין את איכות המידע שמועבר אליו, את ניתוחו והצגתו ולבחון את יכולתה של החברה לעמוד בתחזיות שהיא מציגה).

200 ראו דוד האן וגרעון פרחומובסקי "ממשל תאגידי חדש לחברות בקשיים פיננסיים" **משפטים** נב (צפוי להתפרסם ב-2022), בעמ' 21–25 לכתב היד. ההצעה מסברת את האוזן. אולם יש להדגיש כי חרף סברתם של המחברים כי הדבר אינו מעורר קושי לנוכח ס' 106 לחוק החברות, "דירקטור מטעם" (nominee director; designated director) חב את חיוכי האמונות שלו לחברה בלבד. ככל ששיקול דעתו יושפע מעניינם של הנושים שמטעמם הוא מונה, הוא עלול להפר את חובת האמון שלו, ואף לסבך את ממנוי במעורבות אסורה בהפרת חובת אמון. עמדתם של דיני החברות באנגליה ובדלור בסוגיה זו נוקשה ואחידה. לסקירות ראו, בהתאמה, Deirdre M. Ahern, *Nominee Directors' Duty to Promote the Success of the Company: Commercial Pragmatism and Legal Orthodoxy*, 127 LAW Q. REV. 118 (2011); J. Travis Laster & John Mark Zeberkiewicz, *The Rights and Duties of Blockholder Directors*, 70 BUS. LAW. 33 (2015).

201 במסגרת הנוכחית אין צורך להידרש למידת הרציות של אימוץ מנגנון DIP בישראל. המחוקק נקט עמדה (שלילית) בנדון, אלא אם כן רואים את תקופת המשא ומתן המוגן כמעין DIP, כפי שמוצג לעיתים המנגנון האנגלי החדש, הנזכר להלן. הממצא האמפירי בדבר מידת יעילותו של מנגנון ה-DIP האמריקני לפי Chapter 11 שנוי במחלוקת, בלשון המעטה, וקסמו של זה התפוגג במידה רבה. בד בבד, כאמור בטקסט, מאז נחקק Chapter 11 חלו התפתחויות ניכרות בפרקטיקה שלו, שהתרחקו מדגם ה-DIP הבסיסי. לסקירות ראו David A. Skeel, *Taking Stock of Chapter 11*, SYRACUSE L. REV. (forthcoming 2022); George Triantis, *Debtor-in-Possession Financing in Bankruptcy*, in RESEARCH HANDBOOK ON CORPORATE BANKRUPTCY LAW 177 (Barry E.

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

"סמנכ"ל שיקום", אם תרצו – וזאת לפי הסכמה עם הנושים ומטעמים. חרף תוארו המשני כביכול בהנהלה, כסגן, בפועל על פיו יישק דבר.²⁰² באנגליה נהגו עד לאחרונה מנגנונים שונים של טיפול בחברות חדלות פירעון שלא כללו מנגנון של DIP. רפורמה שנחקקה באמצע שנת 2020 (בשיאו של משבר הקורונה אך לאחר עבודת הכנה שקדמה לו) הוסיפה מנגנון של הקפאת הליכים, המותיר את הניהול בידי ההנהלה הוותיקה לתקופה קצובה אך כולל גם מינוי של משקיף (monitor). זהו בעל תפקיד מטעם בית המשפט שיש לו התמחות בשיקום חברות, ומשימתו היא לגבש דעה בדבר הסיכוי להציל את החברה ולשקמה כעסק חי.²⁰³ לצד הבדלים ניכרים בין המנגנונים האלה, היסוד המשותף להם הוא שהם מכניסים לשדרת ההנהלה הבכירה אשת מקצוע מיומנת שאינה קשורה להחלטות שהתקבלו בעבר, ואשר יכולה על כן להציע מבט מפוכח ביחס למציאותן וישימותן של אסטרטגיות אפשריות לשיקום החברה המקרטעת.

פרק ג: סוד הצמצום

לנוכח הדברים הקודמים אפשר לגשת כעת לדיון במשטר המשפטי של החובה לצמצם את היקף חדלות הפירעון, הקבועה בסעיף 288 לחוק חדלות פירעון. סעיף 288 ראוי לכינוי "עובר מונסטרוזי", שבאמצעותו תיאר ממלא מקום הנשיא זילברג את המושג "שפיטות".²⁰⁴ זהו יציר חקיקה עוקמני שפרשנותו קשה ואשר תכליתו ותועלתו שנויות במחלוקת מיום שבא לעולם. לא במפתיע, בהיותו נצר משותף לדברי חקיקה דומים בנכר, קשיים וביקורת דומים התעוררו גם ביחס לקרוביו שם. ומכיוון שאלה סעיפים ש"כולם אוהבים לשנוא", אין גם תמה שמחוקקים בנכר התנערו מהם, ולו באופן זמני, כאשר רק נפלה לידיהם ההזדמנות עם פרוץ משבר הקורונה בשנת 2020. אף על פי כן חוק הוא בישראל, לפחות לעת עתה, ומשכך מוטב למצוא לו שימוש מועיל. יתר על כן, נראה כי דווקא בישראל יכול להימצא לו שימוש מועיל במיוחד, אם הוא רק ייושם בלכידות עם הדין הכללי, ולא כחריג תלוש. בד בבד, הניסיון שנצבר במשפט המשווה

Adler ed., 2020); EUROPEAN LAW INSTITUTE, RESCUE OF BUSINESS IN INSOLVENCY LAW (2017).

202 לדיון מפורט ראו Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, 154 U. PA. L. REV. 1209, 1234 et seq. (2006).

203 ס' 35A(1) לחוק חדלות פירעון האנגלי, שהוסף במסגרת ה-Corporate Insolvency and Governance Act 2020 (U.K.), קובע: "During a moratorium, the monitor must monitor the company's affairs for the purpose of forming a view as to whether it remains likely that the moratorium will result in the rescue of the company as a going concern".

204 ראו בג"ץ 295/65 אופנהימר נ' שר הפנים והבריאות, פ"ד כ"ד (1) 309, 328 (1966) ("תמה אני אם יימצא אי-פעם חכם בעולם, שיוכל להגדיר בדיוק את משמעותו של ביטוי זה... אודה ולא אבוש, כי גם אני לא תפסתי מעולם מה טיבו של עובר מונסטרוזי זה").

ביישומם של בני הדודים החרוטים של סעיף 288 עשוי לסייע בהתוויית קווים לפרשנות מעשית מועילה של הסעיף הישראלי, וכן להצביע על מוקשים ובעיות שמוטב להימנע מהם. בדומה למהלך הדיון בפרק הקודם, פרק זה פותח בסקירת רקע של המשפט המשווה ולאחר מכן פונה לניתוח יסודותיו של החיקוק הישראלי.

1. חובת הצמצום במשפט המשווה

חיקוקים המטילים על דירקטורים חבות מיוחדת בקשר לצמצום חובות החברה כאשר היא בחדלות פירעון או כאשר אין עוד מנוס מכך נפוצים במדינות המשפט המקובל, זולת קנדה וארצות הברית.²⁰⁵ שלושת החיקוקים המרכזיים, שהם גם רלוונטיים במיוחד לפרשנות החיקוק הישראלי, נמצאים באנגליה, באוסטרליה ובניו זילנד, ובהם נתמקד. תשומת הלב תינתן לתכלית החיקוקים ולעקרונות הדין שהם קובעים יותר מאשר לפרטי הפרשנות שניתנה למילותיהם, אלא אם כן יהא הדבר רלוונטי, מה גם שהחיקוק האנגלי, ועוד יותר ממנו האוסטרלי, לוקים בסרבול ניסוחי מכביד.

סעיף 214 לחוק חדלות פירעון האנגלי מטיל חבות אישית על דירקטור בחברה שהגיעה להליך חדלות פירעון, אם הוא אפשר לחברה להמשיך בניהול עסקיה כאשר ידע או היה עליו להסיק כי אין עוד סיכוי סביר שהחברה תוכל להימנע מהליך זה, ולא עשה כל שביכולתו כדי למזער את הנזק לנושיה.²⁰⁶ יכולתו של הדירקטור לעניין זה תיקבע לפי זו של אדם זהיר במידה סבירה באותן נסיבות או של הדירקטור עצמו. בית המשפט רשאי להטיל על דירקטור זה חובה להוסיף על נכסי החברה בהיקף שייראה לו. הסדר זה חל על חברה בפירוק (liquidation) או בהליך הבראה (ניהול מיוחד, administration).²⁰⁷ סעיף 214 נכלל בחוק האנגלי במסגרת רפורמה מקיפה בדיני חדלות הפירעון, שהתגבשה בחוק חדש בשנת 1986 בעקבות עבודת הכנה ממושכת, שראשיתה ברוח של

205 ראו Andrew Keay, *Wrongful Trading: Problems and Proposals*, 65 N. IRELAND LEGAL Q. 63, 63 (2014) (להלן: Keay, *Wrongful Trading*), המציין כי נוסף על שלושת החיקוקים הנדונים להלן יש דומים להם בצפון אירלנד, בסינגפור ובדרום אפריקה.

206 ס' 214 מסורבל ועתיר מלל, כאמור. היסוד הקריטי בו, בס"ק 214(2)(b), קובע כי "at some time before the commencement of the winding up of the company, that person knew or ought to have concluded that there was no reasonable prospect that the company would avoid going into insolvent liquidation".

207 ס' 246ZB לחוק חדלות פירעון האנגלי קובע הסדר זהה ביחס לחברות בהליך הבראה בחדלות פירעון (insolvent administration). ההסדר הוחל על חברות בהליך הבראה בשנת 2015 במסגרת Small Business, Enterprise and Employment Act 2015, §§ 117(2), 164(1) (U.K.). בנקודה זו נפלה אפוא שגגה מלפני האן "אחריות נושאי משרה", לעיל ה"ש 3 בעמ' 232–234, הסבור כי ההסדר האנגלי חל בפירוק בלבד, ועל כן מוצא דופי בהסדר הישראלי לפי ס' 288 לחוק חדלות פירעון הישראלי, שהוא כביכול מרחיק לכת יותר.

ועדת קורק.²⁰⁸ הוועדה ראתה סכנה רבה בהחצנת סיכון אופורטוניסטית כלפי הנושים בחברות בסמיכות לחדלות פירעון, בדרך של הגדלת היקף החובות בנסיבות אלו. דאגתה זו של הוועדה עולה בקנה אחד עם הסברה הרווחת בספרות בהקשר זה.²⁰⁹ הוועדה גרסה כי ההוראות הוותיקות בדבר ניהול במרמה והפרות שהתגלו בפירוק – הוראות שמצויות גם בישראל, כיום בסעיפים 289–290 לחוק חדלות פירעון – אינן מספיקות, במיוחד מכיוון שהוראת הניהול במרמה דורשת יסוד נפשי ויש לה גם מופע פלילי. לפיכך ראתה הוועדה צורך להוסיף הוראה דומה המטילה אחריות על בסיס של רשלנות, בכוונה מוצהרת להגדיל את הפיצוי המקווה לנושים. כך, לאחר שינויים בנוסח המוצע שנועדו למתן מעט את היקף האחריות, נולד סעיף 210.214

סעיף 214 עורר ביקורת בקרב מלומדים עם חקיקתו, וביקורת נוספת ככל שחלף הזמן.²¹¹ בין היתר נטען כי החבות מכוחו מרתיעה יתר על המידה, ובאותה נשימה – כי הוא נכשל במשימתו להניב פיצוי מספק לנושים. כן נטען כי הוא לקוי במבנהו. זאת, בין היתר, כי עד שנת 2015 הוא חל רק על חברות שהגיעו להליך פירוק דווקא (ועל כן תמרץ כביכול כניסה לפירוק), כי התעורר ספק אם הפיצוי מכוחו עומד לרשות כלל הנושים (ובמיוחד לרשות נושים בעלי שעבוד צף), וכי יש קושי להשיג מימון חיצוני לניהול הליכי תביעה על פיו (דבר המדכא כביכול את ניצולו להשגת פיצוי לנושים). רוב הקשיים האלה נפתרו במרוצת הזמן או התברר שהם אינם ממשיים. אולם בניתוח אמפירי של השימוש בסעיף על רקע כלל ההסדרים ביחס לנסיבות של ערב חדלות פירעון, הראה ויליאמס כי השימוש בסעיף דל יחסית. זאת, בעיקר מכיוון שהוא אינו מוסיף הרבה על מסלולי תביעה קיימים אחרים, ובמרכזם הדוקטרינה של חובת ההתחשבות בנושים, שנדונה בהרחבה לעיל, וכן המנגנון להטלת חבות אזרחית במסגרת הליך אכיפה ציבורית לפסילה מכהונה.²¹² ויליאמס משער כי שיעור הגבייה הנמוך נובע גם מכך שבחברות פרטיות הדיקטורים הם לא פעם בעלי החברה, ואלה אינם מקור מבטיח לפירעון שכן הם עצמם נכנסים לחדלות פירעון סמוך לקריסתה. החבות הזו היא הקטנה בטרדותיהם באותה שעה, כך שהיבט זה מקהה את יסוד ההרתעה של הסעיף. כך

INSOLVENCY LAW AND PRACTICE: REPORT OF THE REVIEW COMMITTEE (Chairman: Sir 208 Richard Williams, *What Can We* Kenneth Cork) Cmnd. 8558, para. 1741 (1982). לדין ראו Expect to Gain from Reforming the Insolvent Trading Remedy?, 78 MODERN L. REV. 55, 58–59 (2015). ראו גם Keay, *Wrongful Trading*, לעיל ה"ש 205, בעמ' 64–66.

209 ראו לעיל ה"ש 26 ואילך והטקסט שלידן.

210 ראו Williams, לעיל ה"ש 208, בעמ' 58 ואילך.

211 VANESSA FINCH, CORPORATE INSOLVENCY LAW: PERSPECTIVES AND PRINCIPLES 700 et seq. (2nd ed. 2009); RIZWAAN JAMEEL MOKAL, CORPORATE INSOLVENCY LAW: THEORY AND APPLICATION 273 et seq. (2005); Andrew Keay, *Wrongful Trading and the Liability of Company Directors: A Theoretical Perspective*, 25 LEGAL STUD. 431 (2005); Fidelis Oditah, *Wrongful Trading*, 1990 LLOYD'S MAR. & COM. L.Q. 205.

212 זאת, לפי ס' 6–8 ל-Company Directors Disqualification Act 1986. ראו Williams, לעיל ה"ש 208, בעמ' 70–72.

או כך, כאשר פגע משבר הקורונה באנגליה במרץ 2020, הזדרזה הממשלה להודיע על כוונה להשעות את הסעיף כדי להקל על אנשי עסקים המתמודדים עם המשבר.²¹³ לצער זה נודעה בעיקר משמעות סמלית, שכן ההשעיה לא שינתה באופן מהותי את היקף אחריותם לנוכח החובה הכללית להתחשב בנושים מכוח ההלכה הפסוקה, שנותרת על כנה ללא שינוי (הגם שבהבדלי גוון מסוימים).²¹⁴

מכל מקום, מבחינה דוקטרינרית האחריות לניהול בעוולה לפי סעיף 214 מבוססת על שני רכיבים עיקריים: ראשית, ידיעת הדירקטור – או חובתו לדעת – שאין לחברה סיכוי סביר להימנע מלהגיע לחדלות פירעון; שנית, אי־נקיטת צעדים למזעור הנזק לנושה.²¹⁵ קיי מצוין כי בפועל הטילו בתי המשפט אחריות כאשר מצאו רמת אשם גבוהה, ולעומת זאת גילו הבנה ונמנעו מלהטיל אחריות כאשר הדירקטורים נקטו צעדים כדי לברר את מצב החברה לאשורו וכדי להתמודד עם מצוקתה.²¹⁶ כך, לדוגמה, הוטלה אחריות משממצא כי הדירקטורים הפגינו אופטימיות שהייתה נגועה בעצימת עיניים.²¹⁷ מאידך גיסא, במקרה מפורסם אחר העיר בית המשפט כי עצירת העסק והיחפזות להביא את

213 Press Release, Regulations temporarily suspended to fast-track supplies of PPE to NHS staff and protect companies hit by COVID-19 (Mar. 28, 2020), www.gov.uk/government/news/regulations-temporarily-suspended-to-fast-track-supplies-of-ppe-to-nhs-staff-and-protect-companies-hit-by-covid-19. בתחילה נמסר על כוונה להשעות את הסעיף שלושה חודשים, אולם היישום התעכב ומשבר הקורונה התמשך, וכך קרה שההשעיה עוגנה בחוק רק בקיץ 2020 ומשכה נקבע באופן מפרעי לשישה חודשים, שהסתיימו ב־30 בספטמבר 2020. ראו Corporate Insolvency and Governance Act 2020, § 12 (U.K.). למבוכת רבים, היא חודשה בנובמבר 2020 לתקופה נוספת, ולאחר מכן עוד. ראו Corporate Insolvency and Governance Act 2020 (Coronavirus) (Extension of the Relevant Period) Regulations 2021; The Corporate Insolvency and Governance Act 2020 (Coronavirus) (Extension of the Relevant Period) Regulations 2021 (No. 2).

214 Kristin van Zwieten, *The Wrong Target? COVID-19 and the Wrongful Trading Rule*, in *COVID-19 AND BUSINESS LAW* 53 (Horst Eidenmüller, Luca Enriques, Geneviève Helleringer & Kristin van Zwieten eds., 2020); Amir Licht, *What's So Wrong with Wrongful Trading?—On Suspending Director Liability During the Coronavirus Crisis*, OXFORD BUSINESS LAW BLOG (Apr. 9, 2020), www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/04/whats-so-wrong-wrongful-trading-suspending-director-liability-during.
215 *Grant v. Ralls (re Ralls Builders Ltd)* [2016] EWHC (Ch) 243, paras. 166–179 (Eng.); *Manolete Partners Plc v. Ellis* [2020] EWHC (Ch) 1674 (Eng.). ראו גם Keay, *Wrongful Trading*, לעיל ה"ש 205.

216 Keay, *Wrongful Trading*, שם.
217 *Roberts v. Frohlich* [2011] EWHC (Ch) 257, para. 112 (Eng.) ("What drove Mr Frohlich and Mr Spanner at this stage was wilfully blind optimism; the reckless belief that... something might turn up... But the hope that 'something might turn up' was on any objective view groundless and forlorn. Insolvent liquidation was all but inevitable").

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

החברה לפירוק היא מפלטם של הפחדנים.²¹⁸ כך או כך, בתי משפט הדנים בעילה לפי סעיף 214 נכנסים לעובי הקורה של הפעולות העסקיות שנעשו ערב חדלות הפירעון ודנים במידת הנאותות שלהן. מהלך שיפוטי כזה אי־אפשר ליישב עם החלה של כלל שיקול הדעת העסקי (המוכר בדין האנגלי, אם כי לא בהכרח בכינוי זה), אך הוא מתיישב היטב עם בחינה מהותית של שיקול דעת משמורני.²¹⁹

משנמצאה הפרה ונקבעה אחריות, היקפה של החבות נתון לשיקול דעתו של בית המשפט, והוא אמור לשקף פיצוי על הנזק שנגרם לחברה עקב הניהול בעוולה. דא עקא, קל יותר להצהיר על העיקרון הזה מאשר ליישמו, שכן יישומו מעורר קשיים ניכרים.²²⁰ מכל מקום, חרף העובדה שסעיף 214 קורא למזעור הנזק לנושים, החבות היא כלפי החברה. הדבר עולה בקנה אחד עם התפיסה הכללית שלפיה חובות הדיירקטורים

218 ראו Re Continental Assurance Co of London plc (Singer v. Beckett) [2007] 2 BCLC 287, para. 281 ("Ceasing to trade and liquidating too soon can be stigmatised as the cowards' way out"). בהמשך הדברים בית המשפט בוחן בפירוט כיצד פעלו הדיירקטורים כדי לבור את מצב החברה, לא דווקא בעזרת מומחה חיצוני. ביחס לטענת ההגנה כי קוימה הדרישה ל"נקיטת כל הצעדים" ראו החלטת רשם בעניין Brooks v. Armstrong, [2015] EWHC (Ch) 2289, para. 259 ((Eng.)) (שנהפכה מטעמים אחרים בעניין Brooks v. Armstrong [2015] EWHC (Ch) 2893 ((Eng.)) "The 'every step' requirement... Ensuring accounting records are kept up to date with a budget and cash-flow forecast; preparing a business review and a plan dealing with future trading including steps that can be taken (for example cost cutting) to minimise loss; keeping creditors informed and reaching agreements to deal with debt and supply where possible; regularly monitoring the trading and financial position together with the business plan both informally and at board meetings; asking if loss is being minimised; ensuring adequate capitalisation; obtaining professional advice (legal and financial); and considering alternative insolvency remedies").

219 ראו, למשל, Re Smith & Fawcett Ltd [1942] Ch. 304, 306 ("[Directors] must exercise their discretion *bona fide* in what they consider—not what a court may consider—is in the interests of the company"); Howard Smith Ltd v. Ampol Petroleum Ltd. [1974] AC 821, 832 (Wilberforce LJ), 835 (Green MR) (PC) ("There is no appeal on merits from management decisions to courts of law: nor will courts of law assume to act as a kind of supervisory board over decisions within the powers of management honestly arrived at... [The court] will necessarily give credit to the *bona fide* opinion of the directors, if such is found to exist, and will respect their judgment as to matters of management"). כנחמת עניים יצוין כי בניגוד לעמיתיהם בדלור, בתי המשפט באנגליה אינם מקפידים תמיד על יישום הכלל כדבעי. ראו Andrew Keay & Joan Loughrey, *The Concept of Business Judgment*, 39 LEGAL STUD. 36 (2019). לדעתי, חלק מהמקרים האלה ניתן להסביר לפי האמור בטקסט, דהיינו, כבחינה של שיקול דעת משמורני, ולא עסקי.

220 ראו, למשל, Keay, *Wrongful Trading*, לעיל ה"ש 205, בעמ' 68 ו-74. בין היתר, קיי מעיר בטעם כי "companies go in and out of insolvency all of the time, so can one ever say that the present insolvency being experienced is likely to be terminal?". בהקשר זה ראו לעיל ה"ש 166 והטקסט שלידה.

מכוונות לטובת החברה, ולכלל הנושים כקבוצת עניין בהקשר זה, ולא לנושה מסוים במשמע.²²¹ החובה למזער את הנזק לנושים/לחברה אינה יכולה אפוא להצדיק את המשך ניהול העסק בידיעה שהדבר ייטיב עם נושה אחד תוך פגיעה בנושה אחר ("robbing Peter to pay Paul").²²²

אוסטרליה הוסיפה לחוק החברות שלה בשנת 1993 הוראות חרותות בדבר איסור ניהול בחדלות פירעון (insolvent trading).²²³ אלה הצטרפו לחיקוקים הוותיקים בדבר ניהול במרמה והפרות שהתגלו בפירוק, המוכרים גם בישראל, במטרה לחזק את ההגנה על נושים בלתי מובטחים מפני התנהלות קלת דעת של מנהלים בסמיכות לחדלות פירעון, בעיקר בדרך של הגדלת חובות החברה, כלומר, העברת סיכון מבעלי המניות לנושים. במרכז ההסדר החרות מצוי סעיף 588G לחוק, המטיל על דירקטור חובה למנוע ניהול בחדלות פירעון.²²⁴ החובה תופר אם החברה נטלה חוב נוסף בהיותה חדלת פירעון או אם נטילת החוב (אף בין חובות אחרים) הובילה אותה למצב זה, ובאותה עת הוא ידע או היה עליו לדעת שזהו מצבה של החברה.²²⁵ בהסדר החרות המקורי עמדה לדירקטור הגנה רק אם הוא הסתמך על מידע הולם ממקור מהימן שלפיו החברה כשירת פירעון.²²⁶ נוסף על החברה ורשות האכיפה, עילת תביעה אזרחית נגד הדירקטור מוקנית

221 לסקירת פסיקה ראו van Zwielen, *Disciplining the Directors*, לעיל ה"ש 125.

222 שם, ה"ש 23 והטקסט שלידה; — Gabriel Moss, *No Compensation for Wrongful Trading—Where did it All Go Wrong?*, 30(4) *INSOLVENCY INTELLIGENCE* 49 (2017). לפסיקה שקבעה כך בניו זילנד ראו להלן ה"ש 236 ואילך והטקסט שלידן.

223 הדברים שלהלן נשענים בעיקר על Firew Tiba, *Safe Harbor Carve-Out for Directors for Insolvent Trading Liability in Australia and Its Implications*, 53 *U.S.F. L. REV.* 43 (2019); Stacey Steele & Ian Ramsay, *Insolvent Trading in Australia: A Study of Court Judgments from 2004 to 2017*, 27 *INSOLVENCY L.J.* 156 (2019). ביחס לדין שקדם לרפורמה משנת 2017 ראו גם Jason Harris, *Director Liability for Insolvent Trading: Is the Cure Worse than the Disease?*, 23 *AUSTL. J. CORP. L.* 266 (2009).

224 ס' 588G ל- (Austl.) Corporations Act 2001 (Cth) (להלן: חוק החברות האוסטרלי). סעיף זה, שהוא מסועף כשלעצמו ואשר כולל גם טבלה מפורטת של פעולות פסולות, ניצב בראשו של מערך סעיפים מפעים במורכבותו במסגרת Division 3 בחלק 5.7B, אשר סקירתו המלאה אינה נחוצה כאן.

225 הטקסט הקריטי, הנכלל בס' 588G(1) לחוק החברות האוסטרלי, מורה כי ההסדר חל כאשר (a) "a person is a director of a company at the time when the company incurs a debt; and (b) the company is insolvent at that time, or becomes insolvent by incurring that debt, or by incurring at that time debts including that debt; and (c) at that time, there are reasonable grounds for suspecting that the company is insolvent, or would so become insolvent..." (a) "the person is aware at that time that there are such grounds for so suspecting; or (b) a reasonable person in a like position in a company in the company's circumstances would be so aware"

226 ס' 588H לחוק החברות האוסטרלי.

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

גם לנושים, אולם זאת רק באישור של המפרק או בית המשפט.²²⁷ כך נשמר העיקרון שלפיו החברה היא המושא של חובות האמונאים שלה, ולא קבוצות העניין, דהיינו, לא בעלי המניות ולא הנושים.

חוף הבדלים צורניים ניכרים, ההסדר האוסטרלי דומה ברוחו להסדר האנגלי. בדומה להסדר האנגלי, גם זה האוסטרלי עורר ביקורת נרחבת מכיוונים שונים, בעיקר בטענה כי הוא מפריז בהטלת האחריות.²²⁸ להבדיל מההסדר האנגלי, מחקרים אמפיריים שנתיחו את כל הפסיקה שנדרשה להסדר זה העלו כי בהסדר האוסטרלי דווקא נעשה שימוש נרחב, והוא הניב פסיקות פיצויים בסכומים לא מבוטלים כלל.²²⁹ יתר על כן, במחקר ביחס לשנים 2004–2017 התברר כי דירקטורים מעולם לא הצליחו להדוף תביעה כזו בטענות ההגנה שעמדו לרשותם. על רקע זה, ולנוכח מדיניות ממשלתית של עידוד יזמות עסקית, הוסף לחוק בשנת 2017 מנגנון חוף מבטחים מפני אחריות בגין ניהול בחדלות פירעון. דירקטור יחסה בחוף המבטחים אם לנוכח חשדו שהחברה חדלת פירעון הוא החל לנקוט צעדים שעשויים לשפר את מצבה לעומת כניסה להליך חדלות פירעון (בפירוק או בהבראה), ובמסגרת זו ניטלו החובות הנוספים.²³⁰ החוק קובע רשימה פתוחה של צעדים רלוונטיים במסגרת תוכנית לשיפור מצב החברה, הכוללת איסוף מידע על מצבה המימוני, מניעה של נקיטת פעולות פסולות על ידי אנשי החברה שעלולות לפגוע ביכולתה לפרוע את חובותיה, קבלת ייעוץ מגורם מיומן שנמסר לו מידע מספיק, וגיבוש או תכנון של הסדר חובות לחברה במטרה לשפר את מצבה המימוני.²³¹ כאשר פרץ משבר הקורונה, באביב 2020, הייתה אוסטרליה חלוצה ביוזמה להשעות את כל הסדר האחריות לניהול בחדלות פירעון. על ההסדר הבסיסי לפי סעיף

227 ס' 588R לחוק החברות האוסטרלי. לנציבות ניירות ערך האוסטרלית (Australian Securities and Investments Commission—ASIC) מוקנות סמכויות אכיפה אורחית מלאות ביחס לחובותיהם של נושאי משרה. ראו Ian Ramsay & Miranda Webster, *ASIC Enforcement Outcomes: Trends and Analysis*, 35 COMPANY & SEC. L.J. 289 (2017).

228 לריכוז הפניות למאמרי ביקורת ראו Steele & Ramsey, לעיל ה"ש 223, ה"ש 3–11.
229 שם; Paul James, Ian Ramsay & Polat Siva, *Insolvent Trading—An Empirical Study*, 12 INSOLVENCY L.J. 210 (2004).

230 ס' 588GA(1) לחוק החברות האוסטרלי.

231 ס' 588GA(2) לחוק החברות האוסטרלי קובע: "For the purposes of (but without limiting) subsection (1), in working out whether a course of action is reasonably likely to lead to a better outcome for the company, regard may be had to whether the person: (a) is properly informing himself or herself of the company's financial position; or (b) is taking appropriate steps to prevent any misconduct by officers or employees of the company that could adversely affect the company's ability to pay all its debts; or (c) is taking appropriate steps to ensure that the company is keeping appropriate financial records consistent with the size and nature of the company; or (d) is obtaining advice from an appropriately qualified entity who was given sufficient information to give appropriate advice; or (e) is developing or implementing a plan for restructuring the company to improve its financial position."

588G ועל חוף המבטחים לפי סעיף 588GA הוסף סעיף 588GAAA, ובו חוף מבטחים זמני נוסף למשך שישה חודשים.

ניו זילנד היא השלישית והאחרונה בסקירת המשפט המשווה. סעיף 135 לחוק החברות הניו-זילנדי, המצטיין בפשטות ניסוח יחסית לעמיתיו, קובע איסור של ניהול בפזיזות (reckless trading). על פיו, אל לדירקטור לאפשר את ניהול החברה באופן שעלול ליצור סיכון משמעותי של נזק רציני לנושים.²³² לצידו, סעיף 136 לחוק קובע הוראה משלימה, אשר אוסרת, בדומה לחיקוק האוסטרלי, נטילת התחייבות נוספת אלא אם כן החברה תוכל לקיים אותה.²³³ סעיף 135 הוא הוראה ותיקה, בהיותו גלגול משנות התשעים של הוראה מאמצע המאה הקודמת, שדמתה לאיסור המוכר של ניהול במרמה. בשלב זה כמעט למותר לציין כי גם בסעיף זה הוטחה ביקורת מלומדים בנימוק שהוא מדכא נטילת סיכונים עסקיים ושהוא עמום מדי.²³⁴ ובאותה נימה, גם ניו זילנד השעתה את סעיפים 135–136 לשישה חודשים לנוכח משבר הקורונה, באמצעות קביעת מנגנון חוף מבטחים.²³⁵

ההלכה המנחה ביחס ליישום סעיף 135 נקבעה בפסק דין *Mason* של בית המשפט לערעורים, ובה עמד בית המשפט על היסודות המהותיים של האחריות:

"The essential pillars of the present section are as follows:

- the duty which is imposed by s 135 is one owed by directors to the company (rather than to any particular creditors);
- the test is an objective one;
- it focuses not on a director's belief but rather on the manner in which a company's business is carried on, and whether that *modus operandi* creates a substantial risk of serious loss;

232 ס' 135 ל- Companies Act 1993 (N.Z.) (להלן: חוק החברות הניו-זילנדי), שכותרתו "Reckless trading", קובע: "A director of a company must not—(a) agree to the business of the company being carried on in a manner likely to create a substantial risk of serious loss to the company's creditors; or (b) cause or allow the business of the company to be carried on in a manner likely to create a substantial risk of serious loss to the company's creditors"

233 ס' 136 לחוק החברות הניו-זילנדי, שכותרתו "Duty in relation to obligations", קובע: "A director of a company must not agree to the company incurring an obligation unless the director believes at that time on reasonable grounds that the company will be able to perform the obligation when it is required to do so"

234 לריכוז הפניות ראו Lynne Taylor, *Directors' Duties on Insolvency in New Zealand: An Empirical Study*, 28 N.Z.U. L. REV. 171, 175, n. 22 (2018), עניין *Cooper*, לעיל ה"ש 67, פס' 69.

235 ראו COVID-19 Response (Further Management Measures) Legislation Act 2020, § 138B, Schedule 12 (N.Z.).

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

- what is required when the company enters troubled financial waters is what [was] accurately described as a 'sober assessment' by the directors, we would add of an ongoing character, as to the company's likely future income and prospects."²³⁶

נקודת המפתח היא אפוא חובה לקיים כל העת הערכה מפוכחת של כושר הפירעון של החברה, תוך כדי מאמץ מתמיד לאסוף מידע עדכני ורלוונטי.²³⁷ איסור הניהול בפזיזות משקף חובה כלפי החברה, שהיא מופע של חובת הזהירות של הדירקטורים כלפיה, על כל המשתמע מכך.²³⁸ בדומה לסעיפים בדבר חובות האמון והזהירות הכלליות של דירקטורים כלפי החברה, הטקסט החרות חוזר על דוקטרינות אלו כפי שהן מוכרות ומתפתחות בהלכה הפסוקה,²³⁹ כך שאין לראות בו סד או מיטת סדום שהדירקטורים או בתי המשפט כבולים אליהם. בפרט, החובה שמכוח איסור הניהול בפזיזות מופנית כלפי החברה, ולא כלפי הנושים (או בעלי המניות), והגנת הנושים מושגת על ידי שמירה על טובת החברה.²⁴⁰ אליבא דבית המשפט העליון של ניו זילנד בעניין Cooper, שנפסק לאחרונה, סעיף 135 משתלב במארג הכללי של חוק החברות דשם ביחס להגנה על נושים באמצעות השאיפה הכללית לשמור על כושר פירעון.²⁴¹

סעיף 135 עבר כמה תהפוכות בתהליך החקיקה.²⁴² נוסחו הסופי רחב ועמום עד כדי

236 Mason v. Lewis [2006] NZCA 55, para. 51. ראו גם Taylor, לעיל ה"ש 234, בעמ' 175, המציינת כי בכך בית המשפט נמנע מעיסוק דווקני בדקויות הניסוח של הסעיף ונוקט גישה עניינית ביישומו – גישה ראויה לכל הדעות.

237 ראו Taylor, שם, בעמ' 176, ("Section 135, in effect, requires minimum standards of care, skill and diligence of directors. A director must not only take reasonable steps to secure access to adequate information about a company's financial position, but understand this information and act on it as would a reasonable and prudent director in the particular (circumstances)").

238 ראו FXHT Fund Managers Ltd (in liq) v. Oberholster [2010] NZCA 197, para. 30 (להלן: עניין FXHT Fund Managers Ltd (in liq) v. Oberholster), ("While s 135 is described in its heading as 'reckless trading', (its essence is of a failure to exercise reasonable care in the particular circumstances)". בין היתר יחולו לפיכך הכללים הרגילים בנויקין ביחס למבחני הסיבתיות ונטלי ההוכחה. שם, פס' 29–30.

239 Madsen-Ries v. Petera [2016] NZCA 103, paras. 19–20, 70; Sojourner v. Robb [2006] 3 NZLR 808 (HC), para. 100; Benton v. Priore [2003] 1 NZLR 564 (HC), paras. 46, 53. עניין Petera, שם, פס' 24 ("The place of the interests of creditors in the scheme of the Act is therefore clear. By protecting the interests of the company and shareholders, the general directors' duties provisions indirectly protect creditors. The reckless trading provision in s 135 is expressed by reference to the risk of losses to creditors").

241 עניין Cooper, לעיל ה"ש 67, פס' 48.

242 ראו, למשל, עניין Mason, לעיל ה"ש 236, פס' 44 ואילך.

כך שהוא מאפשר פרשנות כאילו הוא דורש מהדירקטורים להימנע מסיכונים או לכל הפחות להימנע מסיכונים "מופרזים". פרשנות כזו עומדת בסתירה חזיתית לתכלית החברה, במיוחד לנוכח העובדה שכלל שיקול הדעת העסקי מוכר בדיני החברות בניו זילנד (אם כי גם שם לא במידת החדות שבה הוא מיושם בדלוור ומשתקף בסעיף 253 לחוק החברות בישראל).²⁴³ בתי המשפט נדרשו אפוא לשאלה כיצד להבחין בין סיכון "לגיטימי", שהוא בחזקת מצווה מן המובחר, לבין סיכון "לא לגיטימי", שנטילתו עלולה להקים אחריות לניהול בפזיזות, בהינתן שבעסקים רבים סיכונים מרחיקי לכת נדרשים ומקובלים על הכל, ובכלל זה הנושים, ובהתחשב בכך שבתי המשפט נתפסים כלא מתאימים לבחינה של שיקולים עסקיים.²⁴⁴ התמונה המצטיירת מהפסיקה העדכנית, רובה מערכאות דיוניות, אינה כלילת הבהירות, אולם בירורה המלא אינו חיוני לגיבוש תפיסה פרשנית לסעיף 288 הישראלי. בין הנקודות העולות ממנה נציין, ראשית, כי יש חפיפה בין חובת הזהירות הכללית לבין איסור הניהול בפזיזות;²⁴⁵ שנית, כי כושר פירעון נתפס כחלק משובת החברה, ועל כן פעולה עסקית שתוביל לחדלות פירעון היא שאינה לגיטימית;²⁴⁶ ושלישית, כי יש חשיבות להליך קבלת ההחלטה העסקית, תוך

243 ראו, למשל, *Sturgess v. Dunphy* [2014] NZCA 542, para. 91; *Stacey v. Watson* [2017] NZCA 542, para. 91; *Latimer Holdings Ltd v. SEA Holdings NZ Ltd* – שניהם בעקבות NZCA 266, para. 138 [2005] 2 NZLR 328 (CA). להערה על המצב בישראל בהקשר של כלל שיקול הדעת העסקי ראו לעיל ה"ש 182.

244 *Terence Arnold, Directors' Duties in an Insolvency or Near Insolvency Situation and Remedies Available to Creditors* (Lecture before the Judicial Colloquium Hong Kong, Sept. 2015), www.hkcfca.hk/filemanager/speech/en/upload/142/Directors%20Duties%20in%20an%20Insolvency%20or%20Near%20Insolvency%20Situation%20and%20Remedies%20Available%20to%20Creditors.pdf. המחבר היה בשעתו שופט בבית המשפט העליון של ניו זילנד. לדעתו, שם, פס' 41: "The courts have identified a range of factors to assist with determining whether a business risk was legitimate, including: (a) Whether the risks were reasonably foreseeable. (b) Whether the risks were fully understood by those whose funds were at risk. (c) Whether the directors acted consistently with orthodox commercial practice. (d) Whether the directors relied on professional or expert advice or other material. (e) Whether the directors went too far in attempting to trade their way out of trouble". ככל שדברים אלו משקפים את הלך הרוח של הפסיקה, יש בהם עירוב לא רצוי של בחינת ההליך של קבלת ההחלטה עם הערכה מהותית של תבונתה העסקית.

245 ראו *Richard Geewiz Gee Consultants Ltd (in liq) v. Gee* [2014] NZHC 1483, para. 106 ("The degree of overlap between ss 137 and 135 is accentuated in a case such as the present where the same allegations are made in support of both claims").

246 ראו *Installer Services (Hutt Valley) Ltd v. Colson* [2019] NZHC 210, para. 87 (להלן: עניין *Mountfort v. Tasman Pacific Airlines of NZ Ltd* [2005] NZHC 514, para. 31 ("[Directors] are to be judged by a standard that is deferential to them in assessing what a reasonable director would have known and done in the fog of uncertainty that commonly attends business judgments. But if the applicant established against such

שימת דגש באיסוף מידע על הסיכוי להגיע לחדלות פירעון.²⁴⁷

2. חובת הצמצום לפי סעיף 288

קריאה יסודית של סעיף 288²⁴⁸ מעלה שאלות ותהיות יותר מאשר תובנות ברורות. בכך החיקוק הישראלי מצטרף, בלא כל רגשי נחיתות, אל עמיתיו הנוכריים. כך, תשאל השואלת: איזוהי דרך ישרה שיבור לו המנהל לצמצום היקף חדלות הפירעון וזלת אלה המנויות בסעיף קטן (ב)? כלפי מי מוטלת חובת הצמצום שהסעיף קובע – האם כלפי החברה או כלפי הנושים? האם החובה היא מטיפוס של חובת אמון או חובת זהירות? מהו הסעד על הפרת החובה, וכיצד הוא ייאמד? לשון הסעיף מתייחסת לנקודות אלו, אך אינה מציעה תשובה חד-משמעית אף לאחת מהן. בחלק זה אטען כי את סעיף 288 ראוי לפרש וליישם כהמשך ישיר של החובה להתחשב בנושים בסמיכות לחדלות פירעון, כפי שזו מוכרת בדין הישראלי זה שנים וממשיכה להתפתח, כמתואר בפרק ב. בהתאמה, אטען כי חובת הצמצום קוראת לכפופים לה לנקוט ניהול משמורני. זו המשמעות שראוי לתת לדרישה לצמצם את היקף חדלות הפירעון, ולפי אמת מידה זו יש להתייחס לרעיון של "נזקים שנגרמו לנושי התאגיד". חשיבות מיוחדת יש לחלופות השונות של חוף מבטחים שבסעיף 288(ב), באשר כולן מגשימות את הקריאה לגלות "עוז לתמורה בטרם פורענות"²⁴⁹ בדרך של ניהול משמורני. את השאלות הנזכרות ושאלות נוספות שיתעוררו במהלך הזמן ראוי לנתח לאור תפיסה זו.

נקדים את המאוחר ונציין כי לגישה המוצעת יש כמה יתרונות. ראשית, הן חובת ההתחשבות בנושים הן חובת הצמצום עוסקות בהקשר דומה: שתייהן מתמקדות בטובת הנושים כאשר ענן של חדלות פירעון אופף את החברה אך היא מנוהלת עדיין על ידי מנהלים מטעמם של בעלי המניות. הראשונה חלה (כנטען לעיל) ממש על סף חדלות פירעון, ואילו השנייה חלה בחדלות פירעון למעשה אך לפני פתיחת הליך. קו הגבול בין אזורי התחולה של השתיים – דהיינו, המקום המדויק שבו החברה נעשית חדלת פירעון – ידוע לשמצה בעמימותו ובחמקמקותו, כך שניסיון לזהות בבירור מתי בדיוק חובת

test that the directors should (and, *a fortiori*, would) have known the company was insolvent, the premise of entitlement to trade with limitation of liability has gone")

247 עניין *Installer Services*, שם, פס' 91 ("[T]he board of directors did not follow the process prescribed by s 52 of the Act before authorising the distributions... This failure led to the payment of distributions to shareholders when the company was insolvent. Apart from the failure to provide a solvency certificate, it appears that the company kept no minutes of the reasons for the payments nor did it pass any resolutions for the distributions"). השוואה לנסיבות ולהחלטה בעניין פר"ק (מחוזי ת"א) 3421-01-15 **קליר נ' סדן** (פורסם בנוב, 17.12.2016). ראו גם עמיר ליכט "סדנא דארעא – הפרת חובת הזהירות בהחלטה על חלוקת דיבידנד" **נקודה בסוף משפט** 25.12.2016 www.amirlicht.wordpress.com/2016/12/25/68.

248 לנוסח הסעיף המלא ראו לעיל תת-פרק 1א.

249 ראו לעיל ה"ש 1 והטקסט שלידה.

הצמצום מתעוררת צפוי להסב תסכול לכל הצדדים המעורבים (זולת היועצים בשכר). יישום עקיב ולכיד של שתי החובות יקל על נושאי המשרה לדעת מה נדרש מהם מבחינה משפטית בשעת משבר, ויקל על בתי המשפט לעצב את הדין מבלי להסתבך בהבחנות תפלות. **שנית**, שתי החובות נמצאות בשלב התפתחות היולי בדין הישראלי, שבו הפסיקה נאלצת לפתוח תלם בקרקע לא חרושה. בשלב זה מותבים שונים עשויים לתת תשובות שונות לשאלות חדשות, עד שהדוקטרינה תתגבש (או תוחלף). פיתוח פסיקתי של שתי החובות במשולב, לנוכח הזיקה ההדוקה ביניהן, יאפשר לפתח את האחת תוך כדי פיתוח של רעותה. **שלישית**, סעיף 288 הישראלי מכיל יסודות שכמוהם – אם כי לא בדיוק כמותם – נמצא גם בחיקוקים המקבילים בחוץ לארץ. גם שם התעוררו לבטים דומים, כך שבתי המשפט בארץ יוכלו ללמוד מן הניסיון שנצבר שם – הן לחיוב, כמקור לאימוץ גישה דומה, אך לא פחות מכך גם לשלילה, תוך הפקת לקחים מניסיונם של אחרים, הכל לפי העניין. בד בבד יצוין, למען הזהירות, כי פרשנותו של סעיף 288 כקובע חובת ניהול משמורני עומדת על רגליה שלה גם בנפרד מחובת ההתחשבות בנושים בסמיכות לחדלות פירעון.²⁵⁰

על כך שהתכלית של סעיף 288 היא להגן על עניינם של נושי החברה באמצעות חובה ממוקדת של נושאי המשרה הנקובים בו קשה לחלוק. כך קובעת כותרת הסעיף; כך מורה באופן מהותי סעיף קטן (א) שלו; כך עולה מסעיף קטן (ב), הקובע "חוף מבטחים" לדירקטור או מנכ"ל שפעלו לנקיטת אחד הצעדים המנויים בו וכך יצאו את ידי חובת הצמצום; וכך עולה גם מדברי ההסבר לסעיף 288.²⁵¹ בהטילו אחריות על דירקטור ומנכ"ל בשל נזק שנגרם לנושי התאגיד בשל מחדלם, סעיף 288 מבטא גם מהו, לגישת המחוקק, האינטרס המוגן שחובת הצמצום נועדה לשרת מבחינה כלכלית באמצעות הנורמה המשפטית, דהיינו, עניינם של הנושים.²⁵² מכאן ואילך העניינים מתערפלים. ההיסטוריה החקיקתית של סעיף 288 מלמדת שהוא נוסח בהשראת סעיף 214 לחוק חדלות פירעון האנגלי, תוך כוונה להצר את תחולתו לעומת הסעיף האנגלי רק לנסיבות שבהן החברה כבר נמצאת בחדלות

250 הערה זו נדרשת לנוכח דברי ההסבר להצעת החוק, לעיל ה"ש 34, שלאורם ניתן לטעון כי מציעי החוק לא הכירו את חובת ההתחשבות בנושים. לדיון מפורט ראו להלן ה"ש 274 ואילך והקטסט שלידן.

251 ראו דברי ההסבר להצעת החוק, שם, בעמ' 741 ("חששות אלה דורשים הסדרה שתבטיח את עניינם של הנושים באזור חדלות הפירעון").

252 ראוי לציון העובדה שס' 288, כמו גם חומרי הרקע של החקיקה, אינם מזכירים קבוצות עניין אחרות זולת הנושים. בפרט, לא מוזכרים העובדים כקבוצה שעניינה זכאי להגנה (מעבר למעמדם כנושים, כמובן). הרוצה תוכל לראות בכך ראייה נוספת לעמדתו המוניסטית העקרונית של הדין הישראלי ביחס לתכלית החברה. תודה לליאור פרנק על נקודה זו. ראו גם בן זקן, לעיל ה"ש 6, בעמ' 209, הסבור כי "המחוקק ביכר את הגישה הכלכלית, ולפיה תכלית דיני חדלות הפירעון היא השאת הערך לנושים"; אולם ראו להלן ה"ש 261 ביחס למושג החובה המשפטית לפי ס' 288.

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

פירעון.²⁵³ אולם בפועל הדמיון נמצא יותר ברוח מאשר בחומר. בסעיף 288(א) יש אכן קטעי ניבים שמקורם בסעיף 214 ניכר,²⁵⁴ אולם נוסף על הצרת נסיבות התחולה לעומת ההוראה האנגלית לחדלות פירעון בלבד, יש הבדלים מהותיים נוספים בין ההוראות השלמות. כך, למשל, בעוד ההוראה הישראלית מטילה אחריות בגין "נזקים שנגרמו לנושי התאגיד", ההוראה האנגלית מזכירה "potential loss to the company's creditors" רק כמושא של חובת הדירקטור, שהיא למעשה חובת מזעור (minimising), הנוקטת דרישה מחמירה יותר לעומת צמצום, שכמוהו כחייב השתדלות בלבד. ההוראה האנגלית גם משאירה לשיקול דעתו של בית המשפט את הקביעה של היקף החבות, בניגוד להוראה הישראלית.

הבדלים משמעותיים עוד יותר מצויים במנגנוני ההגנה שסעיף 288 קובע ואשר אין להם מקבילה בסעיף 214 – בעיקר מנגנוני חוף המבטחים שבסעיף 288(ב) וכן טענת ההסתמכות על מידע בדבר כושר הפירעון של התאגיד שבסעיף 288(ד). מנגנונים כאלה מצויים, לעומת זאת, בחוק החברות האוסטרלי, בדמות מנגנוני חוף המבטחים שבסעיף 588GA, אשר דומים דמיון מובהק למנגנונים הישראליים, וטענת ההסתמכות על מידע בדבר כושר הפירעון שבסעיף 588H, הדומה אף היא להוראה הישראלית.²⁵⁵ טענת ההסתמכות נמצאת בחוק האוסטרלי משנת 1993, ואילו מנגנוני חוף המבטחים הוספו שם בתיקון משנת 2017 – לאחר פרסומה של הצעת חוק חדלות פירעון הישראלי – הגם שהרפורמה הזאת ונוסחה נדונו באוסטרליה בהרחבה במשך כמה שנים קודם לכן. בירורים שערכתי עם אנשי משרד המשפטים שהיו מעורבים בגיבוש הצעת החוק מלמדים שהחוק האוסטרלי לא עמד לנגד עיניהם. את הדמיון המובהק בין ההסדרים הכא והתם אפשר אפוא לראות כאות נוסף לכך שסדנא דארעא חד הוא או לייחס לגורם

253 ראו את דבריו של נציג משרד המשפטים, יוסף זינגר, בדיוני ההכנה של החוק: פרוטוקול ישיבה מס' 444 של ועדת החוקה, חוק ומשפט, הכנסת ה-20, 5 (23.7.2017) (להלן: פרוטוקול מס' 444 ("המקור שממנו שאבנו את הסעיף הזה הוא הדין האנגלי. שם הרחיבו את תחולת הסעיף עוד יותר. שם אמרו שזה לא רק מנקודת הזמן שבה התאגיד בחדלות פירעון, אלא גם כשהוא כבר באזור, בסביבה, או קרוב לחדלות פירעון"). ראו גם את דבריו של השופט מינץ בעניין **הראל**, לעיל ה"ש 4, פס' 9 לפסק דינו ("עילה זו עוגנה במסגרת סעיף 288 לחוק הקובע אחריות של בעל משרה בתאגיד לאי נקיטת אמצעים סבירים לצמצום היקף חדלות פירעון של התאגיד. עילה זו שאובה מן הדין האנגלי (שם היא מכונה 'Wrongful Trading')"). גם דוד האן מעיר ביחס לדברים אלו, אולם בנימה שונה. ראו האן "אחריות נושאי משרה", לעיל ה"ש 3, בעמ' 230, ה"ש 85 ואילך.

254 כך, בס' 288(א) ניכרת השראתם של הביטויים הבאים מתוך ס' 214: "that person knew or ought to have concluded that there was no reasonable prospect that the company would avoid going into insolvent liquidation"; "that person took every step with a view to minimising the potential loss to the company's creditors"; "that person is to be liable to make such contribution (if any) to the company's assets as the court thinks proper". כזכור, הוראה בס' 246ZB לחוק חדלות פירעון האנגלי, המקבילה לס' 214, מחילה את ההסדר גם על חברות בהליך הבראה (insolvent administration). ראו לעיל ה"ש 207.

255 ראו לעיל ה"ש 226 ואילך והטקסט שלידן.

מבין הגורמים שמשרד המשפטים נועץ בהם, אשר העלה אולי את הרעיון שלבסוף אומץ בהצעה, אך להשערה זו אין בידי תימוכין.²⁵⁶ לבסוף, לפי ההיסטוריה החקיקתית של סעיף 288, סעיף זה אמור לכאורה להיות רק ביטוי קונקרטי לחובת הזהירות של נושאי המשרה, אשר חלה עליהם ממילא מכוח דיני החברות הכלליים. כך, בין היתר, טענו היועצים המשפטיים על יסוד דבריהם של אסף חמדני ודוד האן בדיוני ההכנה של החוק.²⁵⁷ הדברים שונים בתכלית ביחס לסעיף 214 האנגלי, וכנראה גם לגבי סעיף 588G האוסטרלי. כזכור, ועדת קורק סברה כי אין בחובות הדירקטורים הקיימות כדי לתת מענה מספק, ועל כן הציעה להטיל אחריות חדשה באמצעות הוראה חרותה חדשה, שלימים נחקקה כסעיף 214.258 בהתאמה לכך, הספרות והפסיקה מתייחסות לסעיף זה כמעגן צורת אחריות עצמאית, ולא כביטוי של דוקטרינה

256 אפשר שגורם מייצג כזה היה ה- United Nations Commission on International Trade Law (UNCITRAL). גוף זה מייצג למדינות ברחבי העולם בענייני חקיקה מסחרית, ובכלל זה בנושאי חדלות פירעון. הוא תומך כעיקרון בהטלת אחריות על דירקטורים בסמיכות לחדלות פירעון במתכונת של החוקים מהסוג הנדון כאן, אולם אינו מכיר המלצה למנגנון חוף מבטחים במתכונת האוסטרלית/הישראלית. ראו UNCITRAL LEGISLATIVE GUIDE ON INSOLVENCY LAW— PART FOUR: DIRECTORS' OBLIGATIONS IN THE PERIOD APPROACHING INSOLVENCY 18–29 (2013), uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/en/leg-guide-insol-part4-ebook-e.pdf. ראו כפרט שם, בעמ' 21: "Under some laws, directors would need to show that they had taken appropriate steps to minimize any potential loss to the company's creditors once they had concluded that the company would have difficulty avoiding liquidation. Provided they can show that they took reasonable and objective business decisions based on accurate financial information and appropriate professional advice, they are likely to be able to rely on this as a defence even if those decisions turn out to have been commercially wrong". ראו גם מהדורה שנייה של מדריך זה, משנת 2020, בכתובת uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/en/19-11273_part_4_ebook.pdf.

257 ראו דברי ההסבר להצעת החוק, לעיל ה"ש 34, בעמ' 741 ("מוצע להטיל על הדירקטורים חובת זהירות שתחייב אותם לנקוט באמצעים סבירים לצמצום היקפה של חדלות הפירעון. חובה זו תחול על דירקטור משנודע לו, או משהיה עליו לדעת, שהתאגיד בחדלות פירעון"); דבריו של נציג משרד המשפטים, יוסף זינגר, בפרוטוקול מס' 444, לעיל ה"ש 253, בעמ' 14 ("היום בחוק החברות אין סעיף ספציפי שמתייחס לאחריות הזאת, אבל כמו שהסביר פרופסור חמדני ופרופסור האן, 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... במובן מסוים אפשר לראות בו גם סעיף שאולי נותן יותר הגנות"); דברי היועץ המשפטי של ועדת החוקה, גור בליי, שם, בעמ' 16 ("דווקא לאור מה שהזכיר פרופסור חמדני ופרופסור האן לגבי זה שבאיוז שהיא רמה זה עושה קונקרטיזציה של חובת הזהירות שקיימת ממילא, במובן הזה יכול להיות שזה אפילו – זה נראה שזה אפילו יכול לסייע במובן הזה שזה מבנה בצורה טובה יותר מה היא בדיוק חובת הזהירות, לא איזה שהוא משהו כללי שצריך לגזור מתוך חובת הזהירות הכללית, וגם נותן הגנות ספציפיות שאולי היום צריך לגזור אותן פסיקתית מחובת הזהירות").

258 ראו לעיל ליד ה"ש 208 ואילך.

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

קיימת. לעומת זאת, דווקא בניו זילנד פירשו בתי המשפט את איסור הניהול בפזיזות לפי סעיף 135 לחוק החברות דשם כמבטא את חובת הזהירות של הדירקטורים וכחלק ממארג החובות הכללי של נושאי המשרה כלפי החברה.²⁵⁹ גם בהקשר זה, למיטב ידיעתי, לא עמד הדין הניו-זילנדי לנגד עיני המנסחים של הצעת חוק חדלות פירעון. בשולי הדברים יצוין כי הוראת השעה שנקבעה במרץ 2021 כדי לסייע לחייבים שנקלעו למצוקה על רקע מגפת הקורונה לא נגעה בתחולתו של סעיף 288, בניגוד למהלכים שנקטו במשפט המשווה.²⁶⁰

סעיף 288, כפי שנחקק, אינו חף מקשיים, אולם הוא מספק יותר מאשר כל אחד מבין שלושת הדגמים הזרים כשהם לחוד. נוסחו בוודאי אינו אלגנטי. כמוהו כגמל, אשר יש האומרים כי הוא סוס שעוצב על ידי ועדה. אולם, אם הסעיף ייושם באופן מושכל, הסך של רכיביו עשוי לשרת את תכלית החקיקה – ובסופו של דבר את החברות המגיעות למצוקת מימון ואת קבוצות העניין המעורבות בהן – טוב יותר מאשר עמיתיו הזרים. יתרתו של חלק זה מוקדשת לדיון ברכיבים העיקריים של חובת הצמצום לנוכח הדברים האלה.

משעמדנו על כך שתכליתו הכללית של סעיף 288 מכוונת להגן על נושי החברה, נשאלת השאלה כיצד הוא מבקש/מצווה להגשימה. זו השאלה העקרונית שלאורה יש לפרש את הסעיף ואת רכיביו. סעיף קטן (א) נותן לכך תשובה מבולבלת ומסוכסכת. בין היתר, היקף חדלות הפירעון הוא מושג סתום, וכמוהו גם מושג הנזקים שנגרמו לנושי התאגיד (האם גם נזק תוצאתי נכלל בהם?); טיב היחס בין היקף חדלות הפירעון לבין הנזקים לנושים אינו מחוור כל צורכו (האם הם חופפים?); צמצום פירושו הקטנה, ולא דווקא מזעור, כאמור לעיל, כך שלא ברור מה יעדו ומה מידתו של המאמץ הנדרש מנושא המשרה (להקטין, אך עד כמה?); ואולי גרוע מכל – קשה להלום כיצד תיתכן אחריות כלפי התאגיד בגין נזק שנגרם לצד שלישי, הנושים, שלא לדבר על כך שאחריות בגין נזק שנגרם לתאגיד עצמו נעדרת מלשון הסעיף.²⁶¹

לעומת זאת, בסעיף קטן (ב) אפשר למצוא רעיון מארגן לכיד ביחס לתכלית הסעיף, לנוכח הרישא שלו ורשימת הצעדים המנויים בו, לאמור, על הדירקטור ליזום שינוי במדיניות הניהול של החברה לכיוון של ניהול משמורני תוך נקיטת פעולה אפקטיבית כלשהי להפחתת מחויבות (de-escalation of commitment). אם עשה כן, יצא את ידי חובת הצמצום. על בסיס הפרשנות הזאת אפשר לתת פשר סביר להוראת סעיף קטן (א).

259 ראו לעיל ה"ש 238 ואילך והטקסט שלידן.

260 ראו חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי (תיקון מס' 4 – הוראת שעה – נגף הקורונה החדש), התשפ"א-2021, ס"ח 318. באופן כללי, התיקון קובע – למשך שנה בלבד לעת חקיקתו – מסלול ביניים בין הסדר חוב בהסכמה לבין הליך חדלות פירעון, שעיקרו הסדר חוב עם אפשרות לעיכוב הליכים יחד עם מינוי של מנהל הסדר שאינו מחליף את הדירקטוריון וההנהלה.

261 בן זקן, לעיל ה"ש 6, בעמ' 209, סבור כי "סעיף 288 [מבליט] את מטרת הפירעון לנושים, שכן הנזק לפי סעיף 288 שבגינו יחובו נושאי המשרה הוא נזק שייגרם לנושים עקב אי-צמצום חדלות הפירעון, ולא הנזק שייגרם לחברה עצמה" (ההדגשות במקור). כפי שיובהר להלן, לשונה של ההוראה מוקשה, וזו אינה פרשנות ראויה שלה.

לאורה, צמצום היקפה של חדלות הפירעון הוא התוצאה המקווה של ניהול משמורני. בפרט, אין הכרח שהיקף החובות יקטן מרגע שהחלפה מדיניות הניהול. חברה המנוהלת בניהול משמורני כיאות, בתום לב ובמיומנות ראויה, עשויה בהחלט להידרש ליטול התחייבויות נוספות – למשל, כדי לשלם פיצויים מוגדלים לעובדים במסגרת ארגון מחדש של כוח האדם בה. אם המאמץ לא יצלח, בעל תפקיד בחדלות פירעון לא יישמע בטענה שהגידול בחובות הוא בגדר נזק לנושים, שלכאורה מזכה את החברה בפיצויים מנושאי המשרה.

החלופות הנקובות בסעיף קטן (ב), כחלק מרשימה פתוחה של צעדים אפשריים לצמצום היקפה של חדלות הפירעון, משקפות היטב את טיבה של חובת הצמצום כחובת ניהול משמורני. כל אחת מהן מדגימה צעד מסוג שונה, המכוון להגן על החברה ולשמר את נכסיה האסטרטגיים במידת האפשר. יחדיו הן מלמדות שעל נושאי המשרה לעשות דבר **כלשהו** המשקף הכרה במיצר שהחברה מצויה בו ונכונות לנקוט צעד בעל אופי משמורני כדי להיחלץ ממנו. חלופה (1), הקוראת לקבלת סיוע מגורמים המתמחים בשיקום תאגידים, מאמצת את ההמלצה העיקרית לכל צוות מנהל המבקש להימנע מהסלמת מחויבות, דהיינו, לפנות ברצינות לקבלת סיוע מגורם שהוא מיומן אך בראש ובראשונה מנותק מצוות ההנהלה הנוכחי ולכן משוחרר ממחויבות לאסטרטגיה שנקטה עד כה. המהדרין ישקלו להקנות לגורם כזה גם סמכויות מעבר לייעוץ בלבד, והמחמיר תבוא עליו ברכה, אך הדבר תלוי בנסיבות.²⁶² חלופה (2), של ניהול משא ומתן לקראת הסדר חוב, מבטאת באופן גלוי ובר אימות הכרה מצד ההנהלה במצוקתה המימונית של החברה ובצורך לנקוט צעדים שאינם בגדר "עסקים כרגיל". הספרות על הסלמת מחויבות מלמדת שזהו המכשול הקשה ביותר שהנהלות ניצבות בפניו, וצליחתו צריכה לזכות אותם בהגנה מפני אחריות משפטית אף אם הניסיון כשל בסופו של יום. לבסוף, חלופה (3), של פתיחה בהליך חדלות פירעון, מהווה בעליל הכרה בכשלון המיזם והעברתו לידי של בעל תפקיד בחדלות פירעון, אשר כנאמן בפשיטת רגל, במינוח ותיק וישיר יותר, נושא על פי דין בחובת ניהול משמורני, בין שיפנה לפירוק ובין שיפנה למכירת החברה כעסק חי.

על רקע זה נפנה כעת לבירור כמה היבטים דוקטרינריים שסעיף 288 מעלה. **בהיבט הראשון** נשאל מהו טיבה המשפטי של חובת הצמצום. בהצעת החוק ובחומרי ההיסטוריה החקיקתית יש בסיס, כמפורט לעיל, לסיווגה כחובת זהירות. קמר וקסטיאל מאמצים את העמדה הזו, הנזכרת בהצעת החוק, כהנחת עבודה לדיונם, אך טוענים כי למרות זאת אין להקנות לדירקטורים את ההגנה של כלל שיקול הדעת העסקי בפועלם בגדר חובת הצמצום.²⁶³ זאת, בעיקר לנוכח התמריץ שיש למנהלים מטעם בעלי המניות

262 ראו לעיל ה"ש 65 ואילך והטקסט שלידן.

263 ראו קמר וקסטיאל, לעיל ה"ש 7, בעמ' 257 ואילך. קמר וקסטיאל מצביעים גם על חשש מהתנהלות אופורטוניסטית של בעל השליטה בהקשר זה. ראו לעיל ה"ש 33. ככל שהדבר כך, עשויות להתעורר גם שאלות של חובות בעלי שליטה.

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

להחצין סיכונים לנושים כאשר החברה במצוקה מימונית.²⁶⁴ בהערת אגב בעניין **חבס השקעות** סבר סגן הנשיא כבוב, בהמשך לדברים אלו, כי מדובר בחובת זהירות, אולם מהערה חטופה שלו בעניין **ברוט** עולה כי ייתכן הבדל בין החובות, לדעתו.²⁶⁵ עוד ראינו לעיל שכך – כחובת זהירות – נתפס גם איסור הניהול בפזיזות בניו זילנד, ולעמדת הפסיקה שם יש ערך השוואתי מכיוון שבתי המשפט שם תופסים את האיסור כחלק מתכלול ממארג החובות הכללי של הדירקטורים, ולא כיסוד עצמאי או תלוש. סיווגה של חובת הצמצום כחובת זהירות נראה נכון אך חלקי. למעשה, מקופלים בתוך חובה זו שני מהלכים משפטיים ביחס לחברה ולנושאי המשרה הכפופים לה, ואפשר לכנותה בשמות שונים.²⁶⁶ מהלך אחד הוא קביעת חובה מטיפוס חובת זהירות, לאמור, חובה שקיומה או הפרתה ייבחנו באמות מידה נזיקיות של רשלנות. לפיכך, את פעולותיהם של נושאי המשרה יהיה מקום לבחון לפי תקן של סבירות בנסיבות; את היקף הסעד – לפי אמות מידה של צפיות הנזק; וכולי.²⁶⁷ לחובת הצמצום יש קווי דמיון לחובת ההשגחה של נושאי משרה, הקוראת להם לעמוד על המשמר כדי להבטיח,

264 שם. בין הנימוקים שהמחברים מציינים הם לומדים גזרה שווה – או לפחות מוצאים תניא דמסייעא – מפסיקה ששללה את תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי מהחלטה על חלוקה. שם, בעמ' 260, בעקבות תנ"ג (כלכלית ת"א) 47621-07-16 **חורב נ' בי קומיוניקיישנס בע"מ**, פס' 85–88 להחלטה (פורסם בנבו, 18.7.2019). לפסיקה זו יש אחיזה בלשון החוק, אך יש מקום לעיין בה, לדעתי, ולכן יצוין כי הטעם המסוים הזה אינו חיוני לעמדתם. ראו עמיר ליכט "כתום בעיניכם – חוסר תום לב ושיקול דעת עסקי בחלוקה אסורה" **נקודה בסוף משפט** 19.1.2021 www.amirlicht.wordpress.com/2021/01/19/193

265 ראו עניין **חבס השקעות**, לעיל ה"ש 157, פס' 237 לפסק הדין ("נוכח דברים אלה, ברי כי הפרשנות הראויה של סעיף 288 לחוק החברות היא כזו המטילה חובת זהירות על הדירקטורים בחברה כלפי נושיה. ואולם הוראות חוק חדלות פירעון אינן חלות בעניין שלפנינו, וגם אין בהן כדי לשנות מהפירוש הראוי של הדין הקיים, במובן זה שאין בו כדי ליצור חובות נוספות שבין נושאי המשרה לבין נושיה"); תנ"ג (כלכלית ת"א) 16519-05-19 **ברוט נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ**, פס' 44 לפסק הדין (פורסם בנבו, 12.1.2021) ("חוק החברות קובע שורת חובות המוטלות על דירקטורים, ביחס לכל צעד ושעל, הן במישור האזרחי והן במישור הפלילי... כך היא חובת הזהירות הקבועה בסעיף 252(א), כך היא חובת האמונים הקבועה בסעיף 254(א) וכך היא חובת תום הלב החוצה שתי וערב את שיטת משפטנו כולה; חבות זו אף הוגברה לאחרונה בעקבות חקיקת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, תשע"ח-2018, ובהתאם להוראות סעיף 288 הקבועות בו"). על השאלה כלפי מי החובה מופנית ראו להלן ה"ש 271 והטקסט שלידה. זולת ההתייחסויות האלה לס' 288 נמנעו בתי המשפט, נכון למועד כתיבתן של שורות אלו, מלהתייחס לתוכן הסעיף לגופו. ראו עניין **הראל**, לעיל ה"ש 4, פס' 9 לפסק דינו של השופט מינץ; עניין **בטר פלייס**, לעיל ה"ש 167, פס' 133 לפסק הדין; ע"א 3284/19 **שיף הזנפרץ נאמנים (2004) בע"מ נ' בר**, פסק דינו של השופט גרוסקופף (פורסם באר"ש, 31.1.2021).

266 יפים לכך דברים שאמרה ויואן וורד (בגילומה של ג'וליה רוברטס) ביחס לשמה באחת הפרשות: "What do you want it to be?". **אישה יפה** (גרי מרשל במאי, 1990).

267 ראו את הדברים בקשר לעניין *FXHT Fund Managers*, לעיל ה"ש 238.

באופן סביר, שהחברה מתנהלת כדין ומתגוננת כדבעי מפני סיכונים צפויים.²⁶⁸ עם זאת, אין זו חובת הזהירות של נושא משרה בניהול עסקים, אלא חובת הישמרות של משמורן, הנושא בה נוסף על חובת הזהירות שלו, כשהוא אינו נהנה מהגנתו של כלל שיקול הדעת העסקי.²⁶⁹ הדבר נלמד, בין היתר, מתוכן החיובים הקבועים בסעיף 288, ובמיוחד מהחלופות של חוף המבטחים שבסעיף 288(ב). חלופות אלו מבטאות את עמדת המחוקק שלפיה הוא מוכן להכתיב למנהלים כיצד ראוי לנהל חברה בנסיבות אלו, עד כדי עיגון של צעדים אלו בדין החרות. אין זו המלצה גרידא, אלא דרכי פעולה שיש להן נפקויות משפטיות, אף אם כתמריץ חיובי, ולא כעיצום. זוהי מדיניות חקיקתית ראויה להשגת התכלית של התמודדות עם הסלמת מחויבות, אך היא אינה מתיישבת עם תוכנו ועם הגיונו של כלל שיקול הדעת העסקי. רק פרשנות כזו מאפשרת לשלול מנושאי המשרה את ההגנה הזו, כדעתם של קמר וקסטיאל, מבלי לעוות את המבנה הפנימי של חובת הזהירות באופן שאינו הוגן כלפי נושאי המשרה. תחת כל פרשנות אחרת הם היו אמורים לכאורה לפעול כיזמים תוך שהם חשופים לביקורת שיפוטית שאין לה בסיס נאות. בד בבד, אין משמעות הדבר שנושאי המשרה הפועלים כמשמורנים נותרים חסרי הגנה. פעולותיהם ייבחנו בצורה מהותית באמות מידה של מקצוען סביר בנסיבות. בעולם וגם בישראל מוכרת התמחות של מומחי שיקום והסדרי חוב, המתמחים בסיוע לחברות המצויות במצוקה מימונית. הדבר מציע שיש אמות מידה מקצועיות לפעולתם, שאם לא כן מה בצע בהם ומה מצא בהם המחוקק? בהתאמה, תעמוד לנושאי המשרה הגנה של הסתמכות סבירה על מידע מקצועי שקיבלו, בין מכוח הדין הכללי ובין על סמך ההוראה החרותה בסעיף 288(ד), שהיא הצהרתית במהותה.

לצד הקביעה של חובה משמורנית – הכוללת חובת הישמרות – בגדר חובת הצמצום, יש בה מהלך רדיקלי לא פחות המצביע על שינוי בתכלית החברה, בנסיבות שבהן החובה חלה, מהתנהלות לטובת בעלי המניות במסגרת טובת החברה בכללותה להתנהלות לטובת הנושים במסגרת זו.²⁷⁰ תמורה זו בתכלית החברה מתרגמת את התכלית החקיקתית של סעיף 288 למסגרת דוקטרינרית, וכך מאפשרת בתורה את התמורה בחובת הזהירות מחובה יזמית לחובה משמורנית. לתמורה זו נודעת השפעה גם על חובת האמון של נושאי המשרה בהיבט של חובתם לפעול בתום לב לטובת החברה, כפועל יוצא מהשינוי בתפיסה של טובת החברה בתחומי תחולתו של הסעיף. מכל מקום, יש להדגיש כי בין כך ובין כך, חובת הצמצום נישאת כלפי החברה בלבד,

268 לדיון עדכני מקיף ראו רועי שפירא "מחדל בפיקוח וחובת ההשגחה" בכרך זה; אסף אקשטיין וגדעון פרחומובסקי "אחריות בגין מחדל בפיקוח" (2017) www.ssrn.com/abstract=3000509; עמיר ליכט "מצוי ומשגיח – אישור פשרה ביחס לטענת מחדל בפיקוח והפרת חובת ההשגחה" amirlicht.wordpress.com/2021/05/19/204 19.5.2021 **נקודה בסוף משפט**

269 ראו לעיל ה"ש 189 ואילך והטקסט שלידן.

270 לתמורה משפטית זו יש סימוכין בדין האוסטרלי ביחס להתערורות החובה להתחשב בנושים. ראו ההפניות לעיל בה"ש 119.

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

ולא כלפי קבוצה זו או אחרת מבין קבוצות העניין בה – ובפרט לא הנושים ולא בעלי המניות.²⁷¹

היבט דוקטרינרי שני נוגע בעיתוי תחולתה של חובת הצמצום – הן ראשיתה הן סיומה. באשר להתעוררות החובה, ועימה גם התמורה בתכלית החברה, לשונו של סעיף 288 דורשת שהחברה תהיה כבר חדלת פירעון.²⁷² כך אפשר להסיק גם מדברי ההסבר להצעת החוק.²⁷³ אף על פי כן, העמדה העדיפה במקום את התמורה המשפטית כבר בסמיכות קרובה לחדלות פירעון, על סיפה ממש, כאשר מתעוררת חובת ההתחשבות בנושים, הנדונה בפרק ב. כך אכן נתפסת התעוררותה של חובת ההתחשבות בנושים במשפט המשווה, דהיינו, כאירוע המשפיע על חובת הדירקטורים לנהל את החברה בתום לב לטובתה.²⁷⁴

לפי עמדה זו, מתקיים רצף בין שתי מערכות הנסיבות: בסמיכות לחדלות פירעון במידה של ודאות קרובה – מכוח ההלכה הפסוקה; ובחדלות פירעון שלפני הליך חדלות פירעון – מכוח ההוראה החרוטה. לשון החוק אינה שוללת פרשנות כזו. באשר לדברי ההסבר, אלה מוקשים לא מעט, כפי שראינו. הם מוקשים גם בנקודה זו, לנוכח העמדה

271 הדברים ראויים להדגשה לנוכח דברי ההסבר להצעת החוק, לעיל ה"ש 34, בעמ' 741: "החוק המוצע אינו קובע חובת אמון ישירה של הדירקטורים כלפי הנושים כל זמן שהתאגיד אינו בהליכי חדלות פירעון. עניין זה נמצא בלב הדיון האקדמי והמשפטי בנושא אזור חדלות הפירעון. אכן, יש טעם רב בקביעה שהחל מהרגע שבו התאגיד נמצא בחדלות פירעון, תחול חובת אמון של הדירקטורים גם כלפי הנושים. זאת משום שאין לתאגיד ערך שיווי חיוכי ועל כן עליו להתנהל לטובת נושי התאגיד. למרות זאת, מוצע שלא לקבוע חובת אמון ישירה של הנושים כלפי הדירקטורים [צ"ל "של הדירקטורים כלפי הנושים" – ע' ל'] כל זמן שהתאגיד אינו נמצא בהליכי חדלות פירעון..."

דברים אלו רעועים בעליל, שכן הדין הישראלי אינו מכיר בחובות ישירות של אמונאים בחברה כלפי קבוצות עניין בה זולת במקרים חריגים, אשר הנסיבות הנדונות אינן נמנות עימם. ראו לעיל ה"ש 133. נראה שמציעי החוק התכוונו לכך שתכלית החברה וטובתה ממוקדות בעניינם של בעלי המניות או הנושים, לפי העניין, תוך שחובת האמון של הדירקטורים מופנית כלפי החברה. בהמשך לדברים אלו הביע סגן הנשיא כבוב, אגב אורחא, את הדברים המצוטטים לעיל בה"ש 265 (מתוך עניין **חבס השקעות**, לעיל ה"ש 157, פס' 237 לפסק הדין), שבהם מוצעת פרופוזיציה של חובה ישירה כזו. גם דברים אלו מוטב לפרש כביטוי של תפיסה מוניסטית של טובת החברה.

272 לפי ס' 2 לחוק חדלות פירעון, שנוסחו מובא לעיל בה"ש 161, חדלות פירעון נקבעת בין לפי מבחן מאוזן ובין לפי מבחן תזרימי. החלופה המאוזנת נכנסה לנוסח החוק בשלב מאוחר יחסית. מבחן דר-חלופתי דומה, על הקשיים המוכרים ביישומו בפועל, ננקט גם במשפט המשווה, כך שמבחנה זו אין ייחוד בדין הישראלי, ולא נקדיש לו דיון.

273 ראו דברי ההסבר להצעת החוק, לעיל ה"ש 34, בעמ' 741: "החוק המוצע מצמצם את התקופה שבמהלכה חלה חובה זו למועד שבו התאגיד נמצא בחדלות פירעון ולא לתקופה שבה קיים חשש או סבירות לחדלות פירעון של התאגיד... מוצע שלא להרחיב את חובתו של הדירקטור לתקופה הקודמת למועד שבו היה התאגיד לחדל פירעון. זאת כדי לצמצם את ניגודי האינטרסים שבפניהם יעמוד הדירקטור ולהקל עליו למלא את חובותיו."

274 ראו לעיל ה"ש 112 ואילך והטקסט שלידן.

העקרונית שנוקטת הפסיקה הנדונה בפרק ב, אשר מכירה בכוח הפירעון ובטובת הנושים כחלק מטובת החברה, ועל כן – בצורך להתחשב בהם לפחות במובנים מסוימים. חלק מהפסיקה הזו ניתנה אומנם לאחר הגשת הצעת החוק, אולם חלק אחר, משמעותי ותשתיתי, הוא ותיק בדיני החברות בארץ, אך מנסחי ההצעה לא הכירו אותו או העדיפו להתעלם ממנו, כך שאפשר "לזכות" את דברי ההסבר ביחס דומה. מכל מקום, אם בתי המשפט יעדיפו להחיל את התמורה הנדונה רק עם התחלת תחולתו של סעיף 288, לנוכח דברי ההסבר הנזכרים או מסיבה אחרת, אף גישה זו תהיה אפשרית, אך היא תחייב התעסקות בהבחנה בין שתי מערכות הנסיבות, ובכלל זה בשאלת המועד המדויק שבו נעשתה החברה חדלת פירעון, ובשאלה אם ומתי בדיוק ידע הנתבע או היה עליו לדעת את העובדה הזו. בראייה נכוחה, שאינה סולדת או נחרדת מהרעיון של אזור חדלות הפירעון, איתור הנקודה שבה נעשתה החברה חדלת פירעון מחייב ממילא שיטוט באזור הזה וגישוש בערפל האופף אותו מעצם טיבו, כך שהצרת נסיבות התחולה של סעיף 288 מספקת מענה חלקי בלבד – ואולי רק מדומה – לקושי הכרוך בכך. הצורך לקבוע ממצאים בשאלות אלו הכביד רבות על בתי המשפט במשפט המשווה, ומוטב להימנע ממנו במידת האפשר.

מן הקצה האחר עשויה להישאל השאלה אם בשלב כלשהו חלה חובה על נושאי המשרה לחדול ממאמצי הצמצום. הלכת *Cooper* משיבה על שאלה זו בחיוב. לשיטתו של בית המשפט העליון בניו זילנד, כאשר מנהל יודע או מעריך, לאחר שאסף מידע והתייעץ עם מומחה, כי בכל דרך עסקית שינקוט תישאר החברה חדלת פירעון ורק הרכב חובותיה ישתנה, הגם שהיקפם יצטמצם, עליו לפנות אל אחד הנתיבים הכוללים את כל הנושים – בין נתיבים פורמליים, כגון פירוק, ניהול מיוחד, פשרה או הסדר, ובין נתיבים לא פורמליים, כגון משא ומתן להסדר עם מקצת הנושים ובלבד שאחרים לא ייפגעו.²⁷⁵ המשך ניהול החברה בכוונה לצמצם את היקף חדלות הפירעון תוך כדי העמסת החבות המוקטנת על נושה מסוים מהווה מעשה פסול מטיפוס "robbing Peter to pay Paul".²⁷⁶ התפיסה המדריכה את בית המשפט מבוססת על שני יסודות. האחד הוא השאיפה לשמור על כושר פירעון תוך כיבוד שיקול הדעת העסקי של הדירקטורים. במצב זה חובה לשמור על סדרי הנשייה המוכרים במשפט הפרטי. היסוד האחר מחייב שמירה על המדיניות הכללית של משטר חדלות הפירעון שבחוק. במצב זה מתאפשרת סטייה מסדרי הנשייה, אולם הכוח להחליט על כך אינו מסור עוד לדירקטורים לבדם. תפיסה זו נראית משכנעת, והיא תואמת את הגיונם ותכליתם של חוק החברות וחוק חדלות פירעון הישראליים.

²⁷⁵ ראו עניין *Cooper*, לעיל ה"ש 67, פס' 47–49.

²⁷⁶ שם, פס' 94 (a) "[I]t is clear from the existence of s 136 that it is not legitimate to enter into a course of action to ensure some creditors have a higher return where this is at the expense of incurring new liabilities which will not be paid. In other words, it is not legitimate to 'rob Peter to pay Paul'. This is also clear from the scheme of the Act, including the statutory (priorities)".

היבט דוקטרינרי שלישי נוגע בהיקף הסעד במקרה של הפרת חובת הצמצום. סעיף 288(א) מתייחס אומנם לחבות כלפי החברה בגין נזקים שנגרמו לנושים, אלא שהדבר נראה כתקלת ניסוח, שנבעה מייבוא חלקי ומשובש של פיסות טקסט מסעיף 214 האנגלי לסעיף 288 הישראלי.²⁷⁷ תהא הסיבה לניסוח אשר תהא, קשה לראות את הבסיס להטלת חבות על נושאי המשרה כלפי החברה בגין נזק שאירע לצד שלישי שכלפיו אין להם כל חובה ישירה מכוח כהונתם.²⁷⁸ יתר על כן, קשה להצדיק הטלת חבות כלפי החברה לפיצויים בהיקף של נזקים שנגרמו לנושים כתוצאה מהפרת חובת הצמצום לפי פרשנות מילולית פשוטה של סעיף קטן (א). למשל, לנושים עלולים להיגרם נזקים תוצאתיים בני צפייה נוסף על חוב החברה כלפיהם שירד לטמיון כולו או חלקו. נזקים כאלה הם לכאורה בגדר "נזקים שנגרמו לנושי התאגיד" לעניין סעיף 288(א), אך נקל לראות שנזקים אלו אינם יכולים לשמש אמת מידה לנזק שנגרם לחברה.²⁷⁹ דומה שאין מנוס מלראות את הביטוי הזה כחיווי רעיוני מופשט בלבד לאופי הפיצויים שהחברה עשויה לתבוע מנושאי המשרה המפרים, ככאלה שקשורים באופן סיבתי למחדלם בניהול החברה בעת שחלה עליהם חובת הצמצום.

נשאלת אפוא השאלה כיצד ייאמדו הפיצויים בשל הפרת חובת הצמצום. גם בהקשר זה המשגת חובת הצמצום כחובת ניהול משמורני מספקת מסגרת הולמת למענה ומקילה את יישומו. אמידה של פיצויים על רשלנות של אשת מקצוע מחייבת בדרך כלל התייחסות לעובדות היפותטיות או לתרחיש חלופי (counterfactual) שבו היא הייתה פועלת כשורה והנזק לא היה מתרחש. לשם כך על בית המשפט לקבוע מה הייתה אשת מקצוע סבירה עושה באותן נסיבות, ומה הייתה התוצאה הצפויה אז.²⁸⁰ כפי שראינו

277 ראו לעיל ה"ש 254 והטקסט שלידה.

278 הטלת חובת זהירות על נושאי משרה כלפי צדדים חיצוניים לחברה נדונה בפסיקה בקשר לחובת הזהירות הרגילה, ובית המשפט העליון נמנע מלהכיר בחובה כזו לנוכח טעמי מדיניות. דברים אלו יפים גם ביחס לחובת זהירות משמורנית החלה כלפי החברה מכוח חובת הצמצום, כך שלדעתי היא אינה מצמיחה חובה כלפי צדדים חיצוניים לחברה. ראו ע"א 324/82 **עיריית בני-ברק נ' רוטברד**, פ"ד מה(4) 125, 102, פס' 1 לפסק דינו של השופט ברק (1991) ("אילו אחריות מושגית של המזיק (כגון מנהל או צד שלישי) לא רק כלפי החברה, אלא גם כלפי בעל מניותיה. דא עקא, שחובת הזהירות המושגית אינה נקבעת אך על-פי יכולת הצפייה. חובה זו נקבעת על-פי הצורך לצפות, וצורך זה נגזר משיקולים של מדיניות משפטית... שיקולי המדיניות המשפטית בסוגיה זו – סבוכים הם"); ע"א 3051/98 **דרין נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ**, פ"ד נט(1) 673, פס' 40 לפסק הדין (2004). ראו גם עמיר ליכט "השועל בלול התרנגולות – מי יכול לתבוע נושא משרה בחברה על הפרת חובת זהירות?" **נקודה בסוף משפט** 2.2.2019. www.amirlicht.wordpress.com/2019/02/02/136. ביחס לחובת זהירות כלפי המיעוט בחברה, המוכרת בנסיבות צרות מאוד, ראו לעיל ה"ש 133. היבט זה אינו רלוונטי לסוגיה דנן.

279 השוו לדין לפי ס' 214 האנגלי, לעיל ה"ש 221–222 והטקסט שלידן.

280 ראו, למשל, ישראל גלעד **דיני נזיקין – גבולות האחריות** כרך ב 853 (2012) ("השאלה היא אם נותן השירות – עורך הדין, בנקאי, סוכן ביטוח, יועץ השקעות, שמאי ועוד – פעל על פי הסטנדרט המקצועי הראוי, דהיינו לפי מבחן נותן השירות הסביר... משקבע כי נותן השירות התרשל, וכי

לעיל, מהלך מחשבתי כזה אפשרי ביחס לאנשי מקצוע שיש תקן לפעילותם, כך שניתן לזהות התנהגות תת־תקנית מפרה שלהם, אך לא ביחס לנושאי משרה בחברה הפועלים לפי שיקולים עסקיים. לפי מדיניות משפטית נכונה, בית המשפט אמור למשוך את ידיו כליל מבחינה מהותית של החלטות עסקיות, כדי שלא יימצא מחליט מהו "שיקול דעת עסקי סביר", בניגוד להגיונו של כלל שיקול הדעת העסקי.²⁸¹ שלילת ההגנה של כלל שיקול הדעת העסקי, כפי שמציעים קמר וקסטיאל, היא צעד בכיוון הנכון, אך היא אינה מספקת מענה מלא לאתגר, שכן אז אין מסגרת משפטית לבחינה אם פעולותיהם של נושאי המשרה קיימו את חובת הצמצום – לא במובן ההליכי ולא במובן המהותי. לעומת זאת, בחינה מהותית של פעולותיהם במסגרת של חובת הישמרות כחלק מניהול משמורני אינה מעוררת קושי, לפחות לא במישור העיוני. להתנהלות משמורנית יש אמות מידה תקינות, ולכן אפשר לזהות בה התרשלות בנסיבות המתאימות. כפי שראינו לעיל, בתי המשפט באנגליה ובניו זילנד נדרשים דרך שגרה לסבירות של החלטות עסקיות ביחס לחובת ההתחשבות בנושים בסמיכות לחדלות פירעון ולנזק שנגרם בעטיין.²⁸² מהלך כזה אינו מתיישב עם כלל שיקול הדעת העסקי, וייאמר בפשטות כי זו טעות משפטית, אך במסגרת בחינה של שיקול דעת משמורני הוא אינו מעורר קושי משפטי וייחשב נכון.²⁸³ במסגרת זו בית המשפט יכול לשמוע מומחים ולקבוע מהי פעולה

קיימת זיקה עובדתית ומשפטית בין התרשלותו לנזק הכלכלי הטהור שסבל הניזוק עקב הפרת ההתחייבות החוזית המשתמעת לנהוג בסבירות, ההכרה בחובה והטלת האחריות הן לרוב עניין שבשגרה". ראו גם, ביחס למצג שווא רשלני של רשות, ע"א 5610/93 זלסקי נ' הוועדה המקומית לתכנון ולבנייה, ראשון לציון, פ"ד נא (1) 68 (1997).

281 ראו לעיל ה"ש 182 והטקסט שלידה. בעניין תקווה, לעיל ה"ש 185, פס' 46–47 לפסק דינו, גרס השופט זילברטל, דרך אגב, שאם הוכחה הפרה של "חובת הזהירות התהליכית", אזי "הנטל להוכיח כי תוכן ההחלטות הנדונות היה סביר וכי החלטות אלה לא הסבו לחברה נזק, עובר לכתפי הדירקטורים עצמם", וזאת כביטוי ל"חובת הזהירות המהותית" (ההדגשה במקור). גישה זו יושמה בעניין קליר, לעיל ה"ש 247. אם עמדה זו תכה שורש – חרף הערת אגב של הנשיאה נאור בדנ"א 1380/17 ורדניקוב נ' אלוביץ, פס' 21 להחלטה (פורסם באר"ש, 30.8.2017), השוללת אותה – יוכל בית המשפט לקיים בחינה מהותית של החלטות עסקיות, אך הבסיס לכך רעוע, עם כל הכבוד. לדיון וביקורת על עמדה זו ראו לעיל ה"ש 182 ואילך והטקסט שלידן.

282 ראו במיוחד עניין Grant, לעיל ה"ש 215, שבו נבחן הנזק שנגרם לחברה כמשקף את הנזק שנגרם לנושים באמצעות בחינת השינוי בהיקף החובות בין המועדים הקריטיים, וכתוצאה מכך נדחתה התביעה. בערכאות דיוניות נאמר כמה פעמים כי בנסיבות של חדלות פירעון בפועל או של סמיכות לחדלות פירעון, אי-התחשבות של הדירקטורים בענייניו של נושה גדול תביא לידי כך שבית המשפט ינקוט מבחן אובייקטיבי לשיקול הדעת. ראו עניין TMO Renewables, לעיל ה"ש 119, פס' 391, בעקבות 92. Re HLC Environmental Projects Ltd [2013] EWHC 2876 (Ch), para.

283 יודגש: בתי המשפט בנכר אינם מתארים (לעת עתה) את מהלך הניתוח שלהם כבחינה של ניהול משמורני. הטענה בטקסט גורסת רק כי מסגור כזה מפגיג את המתח בין מהלך הניתוח בפסיקה זו לבין הצהרות חוזרות ונשנות בה שבבחינה ההגנה על שיקול הדעת העסקי של מנהלי חברות, על החשיבות הנודעת לו בכל הקשור ליזמות, לנטילת סיכונים עסקיים וכולי.

משפט ועסקים כד, תשפ"ב אחריותם של נושאי משרה בחברה בסמיכות לחדלות פירעון

סבירה שהיה אפשר והיה ראוי לנקוט אך לא ננקטה, ומהו הנזק הממוני שנגרם מחמת המחדל.

סיכום

כאשר חברה עסקית נקלעת לסמיכות קרובה לחדלות פירעון או כאשר רגליה כבר טובלות בה אך טרם נפתח הליך חדלות פירעון, מצטרף לאתגרים הניהוליים שנושאי המשרה ניצבים בפניהם בשעת משבר זו גם אתגר משפטי. בנסיבות אלו, שקווי המתאר שלהן לעולם יהיו עמומים, המשפט הישראלי דורש מהם גם להימנע מלפגוע בעניינם של הנושים. יסודות חלקיים של הדוקטרינה הזו קיימים בדין הישראלי שנים רבות, ובעת האחרונה החלו בתי המשפט לתת את דעתם לכך יותר בהתייחסם ל"אזור חדלות הפירעון". חקיקתו של חוק חדלות פירעון הובילה לשינוי ניכר גם בדין החרות בהקשר זה, שכן סעיף 288 לחוק מטיל על הדירקטורים והמנכ"ל חובה לצמצם את היקף חדלות הפירעון עוד לפני פתיחתו של הליך חדלות פירעון.

מאמר זה הפליג לדרך ארוכה – החל בעקרונות יסוד של תכלית החברה ובתובנות בנוגע להתנהגותם של מנהלים במיזמים כושלים, עבור בארצות הים הקרובות והרחוקות שהתנסו בחקיקה דומה, וכלה בהסדרים הישראליים הוותיקים והחדשים. מטרת המסע הייתה להציע דגם משפטי לכיד לחובות המוטלות על נושאי משרה בסמיכות לחדלות פירעון. עיקרו של הדגם המוצע הוא הטלת חובת ניהול משמורני, אשר נועד לשמר את החברה מתוך כוונה להחזירה לפעילות עסקית רגילה במידת האפשר. חובה זו כוללת, לצד חובות האמון והזהירות, גם חובת הישמרות מפני סיכונים מופרזים. בכך היא נבדלת מחובותיהם של נושאי המשרה בנסיבות של ניהול יזמי לפי שיקולים עסקיים למרוב רווחים. הדגם המוצע מהווה חידוש בהקשר של דיני חברות, אך יש לו יסודות מוצקים במשפט הישראלי ובמשפט המשווה ביחס לאמונאים אחרים. עם זאת, בהיותו מחדש, יידרש זמן לקליטתו ולעיצוב פרטיו על ידי בתי המשפט.

הקוראת שעמדה בתלאות הדרך ועקבה אחר מהלך הניתוח עד כה עשויה לתהות בשלב זה ולשאול, לא בלי בסיס, שאלת תם: האם יש טעם בכל המערך המשפטי המתואר, שאין לחדד כי הוא מורכב? כלום לא מוטב להסתפק בחובות הרגילות של נושאי המשרה? על כך יש להשיב כי מדובר בהכרעת מדיניות. החובות הרגילות של נושאי המשרה אינן יכולות לשאת את המשא של התחשבות בנושים של חברה חדלת פירעון או שחשובה כחדלת פירעון לפני שאלה פותחים הליך חדלות פירעון. ככל שהתחשבות כזו בנושים היא יעד מדיניות רצוי, המערך המשפטי המתואר כאן הכרחי. אם לאו, אפשר לוותר עליו ולקוות (לשווא) לטוב.

Uneasy Diminishing: Corporate Officer Liability in the Vicinity of Insolvency

Amir N. Licht

When a business corporation finds itself in the vicinity of insolvency or is already insolvent but insolvency proceedings have not yet commenced, its managers face a legal challenge in addition to the business challenge that threatens the firm. In these circumstances, the contours of which are always vague, Israeli law requires managers to avoid harming creditors' interests. Some elements of this doctrine have been in place in Israeli law for many years, and courts have recently begun to pay greater attention to it, referencing the "zone of insolvency." The enactment of the Insolvency and Economic Rehabilitation Law in 2018 further changed statutory law, with Section 288 to the Law imposing on the directors and the CEO a duty to diminish the scope of insolvency even before insolvency proceedings commence. The central claim of this article is that in close proximity to insolvency, a transformation in the purpose of the corporation takes place with concomitant changes in its officers' duties of care and loyalty. In this interim stage, until a creditor-appointed officer takes over the company, they should change the company's business strategy from an entrepreneurial strategy, which focuses on profits, to a custodial strategy, which focuses on protection and caretaking with a view to resuming profit-oriented business activity. This is also the meaning that should be given to the directors' duty to diminish the scope of insolvency under Section 288. From this interpretation implications are derived for the content of their duty of loyalty, to manage the company in good faith for the benefit of the company, and the duty of care, which should be assessed substantively by criteria of custodial judgment rather than according to the business judgment rule.



Uneasy Diminishing: Corporate Officer Liability in the Vicinity of Insolvency

Amir N. Licht

Volume 24(2), 2021