

## שיקום או פירוק? המאפיינים של הליכי חדלות פירעון תאגידיים בישראל

מאת

עידו באום\*, אהוד (אודי) גינדס\*\*, דלית גפני\*\*\*

מחקר זה, ראשון מסוגו בישראל, בוחן את המאפיינים המנבאים את סיכויי השיקום המוצלח של חברה שנקלעה להליכי חדלות פירעון. ממצאי המאמר מבוססים על מחקר אמפירי-כמותי של כל החברות שהוגשה בעניינן בקשה לצו הקפאת הליכים בין השנים 2015 ו-2018, כשהמטרה היא להביא להמשך פעילותן של החברות כעסק חי. מהמחקר עולה כי מתוך קבוצת החברות חדלות הפירעון שנקט בעניינן הליך של הקפאת הליכים, שיעור החברות המצליחות להגיע להסדר נושים ולהשתקם (דהיינו המשך פעילות כעסק חי או מכירת פעילותה של החברה לרוכש חיצוני לצורך המשך הפעלתה) הוא 50%. אם נבחן את שיעור החברות המשתקמות מתוך כלל החברות שהגיעו לחדלות פירעון, נראה כי שיעורן נמוך מאוד ואינו עולה על 2.5%. ניתוח של משתנים שנסאפו מתוך תיקי בית המשפט, באמצעות מודל סטטיסטי, מלמד כי המאפיינים הבולטים בחברות שהגיעו להסדר נושים ולשיקום הם יחס נמוך יחסית של חוב למחזור ההכנסות, שיעור חוב מובטח שאינו עולה על 55% מכלל החובות של החברה, מיקום גאוגרפי שאינו באזורי פריפריה ומחזור הכנסות ברמת ביניים. ממצא מובהק הוא כי סיכויי ההגעה להסדר נושים של חברות אשר במועד קבלת ההחלטה על הקפאת הליכים בעניינן לא עמדו בפני בית המשפט נתונים פיננסיים מפורטים עליהן, הם נמוכים במיוחד. המחקר מאשש במובהק את הטענה כי שיקום חברות בדרך של הסדר נושים, בשונה מפירוקן ללא הסדר נושים, מגדיל במידה ניכרת את שיעור פירעון החוב לכלל סוגי הנושים של החברה, ובמיוחד לנושים הלא מובטחים. המחקר נועד לשמש כלי עזר לבתי המשפט, אשר בעקבות הרפורמה שהביאה לחקיקת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, שנכנס לתוקפו בשנת 2019, מוטלת עליהם החובה להחליט בפתיחת כל הליך חדלות פירעון תאגידי אם להורות על שיקום החברה או על פירוקה.

**מבוא. א. התשתית העיונית.** 1. התפתחות הדין: מיצירה שיפוטית לחוק חדלון פירעון. 2. תכליות הליכי חדלות פירעון – רקע עיוני. 3. מחקרים אמפיריים על הליכי חדלות פירעון ושיקום חברות. **ב. שיטת המחקר. ג. הממצאים.** 1. סיכויי השיקום ושיעור פירעון החוק במבט כולל. 2. יחס החוב למחזור. 3. שיעור חוב מובטח מתוך סך כל החוב. 4. מחזור שנתי. 5. מחוזות שיפוט. 6. ותק החברה. 7. עובדים. 8. ענף עסקי. 9. יחס הון חוזר נטו ביחס למאזן. 10. הגורם המבקש את הקפאת ההליכים. 11. עומס שיפוט. 12. מגדר. 13. סיבת הקריסה. **ד. דיון. ה. מגבלות המחקר. ו. סיכום.**

ז. נספח א'.

\* מרצה בכיר, הפקולטה למשפטים ע"ש חיים שטריקס במסלול האקדמי – המכללה למינהל ומנהל אקדמי של מרכז רנה ומאיר חת לחקר התחרות והרגולציה במכללה.  
 \*\* עמית מחקר במרכז רנה ומאיר חת לחקר התחרות והרגולציה, שותף מייסד במשרד עורכי הדין גולדבלט גינדס יריב ומרצה מן החוג בבית הספר למשפטים ע"ש חיים שטריקס במסלול האקדמי – המכללה למינהל.  
 \*\*\* סגן דיון ומרצה בכירה בבית הספר לכלכלה במסלול האקדמי – המכללה למינהל.  
 המחברים מודים לכל אלה: ד"ר מורן אופיר, פרופ' דוד האן, פרופ' זוהר גושן, פרופ' אסף חמדני, פרופ' שרון חנס, פרופ' אהוד קמר, עו"ד שלום גולדבלט, Prof. Jaka Cepec ו-Dr. Aart Jonkers על הערות ושיחות בשלבים מוקדמים של מחקר זה. ממציאים ראשוניים של המחקר הוצגו ב-, 4TH LAW & ECON. POL'Y INT'L WORKSHOP, UNIVERSITÉ PARIS NANTERRE, FRANCE, וכן בסמינר בנושא "דיני תאגידיים" בפקולטה למשפטים של אוניברסיטת תל אביב.  
 על הערות מועילות ועל סיוע במהלך עבודת המחקר אנו מודים גם לממונה על הליכי חדלות פירעון במשרד המשפטים, עו"ד סיגל יעקבי, וכן לעו"ד רוני הירשנזון, עו"ד הדר נאות ולאנשי מחלקת התאגידיים ביחידת הממונה על חדלות פירעון במשרד המשפטים. תודה מיוחדת לעוזרי המחקר עו"ד ליאת עסקרי, עו"ד נוי שפיר, עו"ד אייל בן זקן, עו"ד גיא אזולאי, אילנה לחמי, עדן קזיוף ואלמוג ישאל על עבודת מחקר דקדקנית ומסורה. המחקר זכה למענק ממרכז רנה ומאיר חת לחקר התחרות והרגולציה. הדעות המובעות במאמר והאחריות לטעויות הן של המחברים בלבד, כמוכן. baumi@colman.ac.il

## מבוא

אחת ההכרעות הקשות ביותר העומדות לפתחו של בית המשפט כאשר מובאת לפניו חברה שנקלעה למצב של חדלות פירעון היא אם יש לחברה סיכוי סביר לשיקום כלכלי או שיש להורות על פירוקה. מחקר זה בוחן לראשונה בישראל מהם המאפיינים של חברות שנקלעו לחדלות פירעון והצליחו להגיע להסדר עם הנושים ולשיקום, ובכלל זה להמשך קיומה של החברה כעסק חי. המחקר מעניק לראשונה לבתי המשפט, לבעלי התפקידים הממונים ללוות חברות שנקלעו לחדלות פירעון ולנותני האשראי במשק כלים להערכת הסיכויים לשיקומן של חברות שנקלעו למצוקה כלכלית. המחקר גם מעניק לראשונה תוקף אמפירי לטענה המקובלת כי המשך פעילותה של החברה כעסק חי מניב לכלל נושיה שיעור פירעון של החוב הגבוה משיעור הפירעון שמניב לנושים פירוק החברה.

מדי שנה מגיעות לפתחו של בית המשפט כ-800 חברות במצב של חדלות פירעון, כלומר ללא יכולת לפרוע את חובותיהן לנושים. כ-600 מתוכן מגיעות מלכתחילה במסגרת בקשת פירוק, המוגשת לרוב בידי עובדי החברות המבקשים לקבל את קצבאות הביטוח הלאומי, וכשלחברה אין או כמעט שאין נכסים.<sup>1</sup> בכ-160 חברות חדלות פירעון נותרים נכסים מוגבלים (רכוש קבוע או פעילות שולית), ובמקרה כזה ההליך המשפטי מתרכז בטיפול במימוש יתרת הנכסים ובחלוקת התמורה לנושים, אך אין בתיקים אלו תוחלת לשיקום. לעומת זאת ממחקרנו עולה כי בקצת פחות מארבעים מקרים נפתחים הליכי חדלות פירעון בדרך של הליך הקפאת הליכים שבמסגרתו יש לבצע הערכה אם ניתן לשקם את החברה ולהבריאה אותה או שאין מנוס מפירוקה.<sup>2</sup>

ממחקרנו עולה כי בפועל רק שיעור קטן מתוך החברות חדלות הפירעון מופנה להליכי שיקום והבראה (4%–5%), ורק מחציתם של הליכים אלה (2%–2.5% מכלל תיקי חדלות הפירעון של חברות) מסתיימים בהחזרה של החברה לפעילות עסקית סדירה ומניבה לנושים הכלליים (הרגילים), ולא רק לנושים המובטחים. שיעור פירעון נכבד של החוב. הרוב המוחלט של תיקי חדלות הפירעון בישראל מסתיים בפועל בפירוק ובלי שום מרפא לנושים הכלליים (הרגילים).<sup>3</sup> תוצאה זו מטרידה במיוחד בהתחשב בדגש ששם הדין, הן לפני הרפורמה שהביאה לחקיקת חוק חדלות פירעון והן לאחריה, על שיקום החברות שנקלעות לחדלות פירעון ועל השאת שיעור פירעון החוב לנושים כולם. שיעורי ההצלחה הקטנים יחסית של שיקום חברות שבעניינן ניתן צו הקפאת הליכים עשויים להעיד שבתי המשפט מפנים לשיקום חברות אשר תוחלת ההבראה שלהן קטנה מתוחלת החוב שייפרע לנושים בחלופה האחרת, פירוק.

שיקום הוא מצב שבסופו חוזרת החברה לפעול כעסק חי אגב אישור הסדר נושים, או לחלופין – מצב שבו החברה מפורקת אך פעילותה נמכרת לרוכש חדש הממשיך את פעילותה העסקית של החברה כעסק חי.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> ראו ס' 182 לחוק הביטוח הלאומי [נוסח משולב], התשנ"ה–1995 (המקנה לעובדים זכות לקבלת גמלה רק במצבים של פשיטת רגל או פירוק של המעביד). עוד ראו ע"א 110/08 המוסד לביטוח לאומי נ' הנאמנים על נכסי חברת קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ (נבו) (28.1.2014). בהקשר זה יצוין, כי סעיף 377 לחוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח–2018 (להלן: חוק חדלות פירעון או החוק החדש), שנכנס לתוקף בחודש ספטמבר 2019, כולל תיקון לחוק הביטוח הלאומי וכן הוראת שעה, המורים על הענקת זכויות לעובדים גם בהליכי שיקום והבראה של חברות במקרים המפורטים בחוק. לביקורת על מתן זכות לקבלת גמלה רק במקרים שבהם ניתן צו לפירוק החברה, ראו פרו"ק (מחוזי ת"א) 22647-10-16 אורתם סהר תשתיות ובניה בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (נבו) (5.5.2019). על פסק דין של המחוזי הוגשה בקשת עיכוב ביצוע שנדחתה בע"א 4190/19 המוסד לביטוח לאומי נ' הנאמנים להסדר הנושים (נבו) (21.7.2019). באשר לנתונים על מספר צווי הפירוק הניתנים בשנה, ראו לשם המחשה את הנתונים ביחס לשנים 2016–2018 אצל האפוסטרופוס הכללי, הכונס הרשמי והרשם לענייני ירושה **סיכום פעילות – 2018** (משרד המשפטים 2019) <https://bit.ly/2VGAw1b> (להלן: משרד המשפטים **סיכום פעילות 2018**).

<sup>2</sup> בספרות האקדמית ובפסיקה בתחום חדלות פירעון יש שימוש תכופ במונחים תחליפיים כגון "שיקום חברות" ו"הבראת חברות". ברשימה זו נשתמש במונח "שיקום", שאותו נוקט חוק חדלות פירעון. כך, בחרנו לאמץ לאורכו של המאמר גם את המונחים שאומצו בחוק החדש בכל מקום שבו קיימים מונחים תחליפיים בספרות ובפסיקה.

<sup>3</sup> משרד המשפטים **סיכום פעילות 2018**, לעיל ה"ש 1, בעמ' 16–17.

<sup>4</sup> ראו ס' 4 לחוק חדלות פירעון (מגדיר "שיקום כלכלי" של תאגיד כ"שמירת עסקו של התאגיד כעסק חי"). ראו גם ס' 58 לחוק.

מחקר זה בוחן אפוא, לראשונה, מהו שיעור הליכי חדלות הפירעון בישראל המסתיימים בשיקום, ומהם המאפיינים האמפיריים שיכולים ללמד על סיכוי סביר לשיקום.

במחקר זה נאסף ידנית בסיס נתונים ראשוני וייחודי המקיף יותר מ-170 חברות – כל החברות שניתן בעניינן צו הקפאת הליכים בבתי המשפט בישראל בשנים 2015–2018. מתיקי הקפאת ההליכים האלה נדלה המידע שעמד לפני בית המשפט בבואו לקבל את ההחלטה אם להיעתר לבקשת הקפאת ההליכים ובתוך כך להפנות את החברה להליך שיקום, או שמא לדחות את הבקשה, ובכך לסלול את דרכה של החברה לפירוק.

למחקר זה חשיבות מיוחדת במבט צופה פני עתיד. עד לכניסתו לתוקף של חוק חדלות פירעון ביום 15.09.2019, כאשר נקט הליך פירוק והתקיימו העילות לכך, הייתה החברה מסיימת את דרכה בפירוק וחסול, ורק במקרים נדירים נקטו הליכי הסדר נושים שאפשרו את שיקומה של החברה. כמו כן כאשר נקט הליך של שיקום (שנפתח בבקשה להקפאת הליכים לפי סעיף 350 לחוק החברות, התשנ"ט–1999),<sup>5</sup> נהגו בתי המשפט של חדלות פירעון להעניק כדרך שגרה צווי הקפאת הליכים, ורק במקרים מעטים הורו על פירוקה המידי של חברה שהוגשה בעניינה בקשה למתן צו הקפאה (חלק מחברות אלו הגיעו בסופו של דבר לפירוק אם לא הצליחו לאשר הסדר נושים או כשלא הצליחו לקיים את הסדר הנושים שאושר בעניינן). לעומת זאת בחוק חדלות הפירעון החדש נקבעה נקודת פתיחה משותפת להליכי פירוק ולהליכי שיקום, ושניהם נפתחים בדרך של בקשה לצו פתיחת הליכים. לפי הממצאים שלפניו קובע בית המשפט, במסגרת צו פתיחת ההליכים, אם להורות על שיקום החברה או שמא על פירוקה. מדובר בהחלטה החשובה ביותר בהליך וממנה נגזר אופיו של ההליך כולו. במקרים רבים מדובר בהחלטה לא הפיכה, בעיקר כשהחלטה היא להורות על פירוק החברה. במקרה של ספק או אי-בהירות בדבר סיכויי השיקום של החברה רשאי בית המשפט להשהות את החלטתו ולהורות על הפעלה זמנית של התאגיד, שבמהלכה יוגש דוח של הנאמן שייתן חוות דעת בעניין סיכויי השיקום של החברה.<sup>6</sup> הממצאים והתובנות של מחקרנו עשויים אפוא לסייע לבתי המשפט לקבל החלטות מושכלות יותר בשאלה המהותית ביותר בהליכי חדלות פירעון של תאגידים – אם להורות על שיקום החברה או שמא על פירוקה.

הילוכו של המאמר יהיה כדלקמן: פרק א סוקר את התשתית העיונית ואת גישת הדין בישראל למטרות הליכי חדלות פירעון תאגידים. נוסף על זה נתייחס בחלק זה למחקרים האמפיריים הקיימים בעולם על סיכויי ההצלחה של הליכי שיקום חברות. פרק ב יציג את שיטת המחקר, את המשתנים שנאספו על החברות שבית המשפט הורה על שיקומן ואת הנתונים שעליו יתבסס המשך המאמר. בפרק ג נציג את הממצאים. תחילה נעמוד על מאפייני של החברות שבית המשפט בחר לשקמן ולא לפרקן. לאחר מכן נעמוד על המידה שבה מנבא כל אחד מהמשתנים שנאספו במחקר את סיכויי השיקום המוצלח של החברה, הן ברגרסה חד-ממדית והן ברגרסה רבת-משתנים. בפרק ד נדון בממצאי המחקר ובמסקנות הנובעות ממנו. בפרק ה נתייחס להסתטיגויות ולמגבלות של המחקר. לאחר מכן נסכם.

<sup>5</sup> כנוסחו בחוק החברות (תיקון מס' 18), התשע"ב–2012, ס"ח 490, וכן בחוק החברות (תיקון מס' 19), התשע"ב–2012, ס"ח 493.  
<sup>6</sup> ראו ס' 23 ו-24 לחוק חדלות פירעון. האתגר שמציב החוק בפני בית המשפט, אשר נדרש להעריך את קיומו של "סיכוי סביר" לשיקומה של החברה כתנאי להוצאת צו פתיחת הליכים שמטרתו שיקום או פירוק, הוא עצום. בשל המשמעות הרבה הגורל של ההחלטה ניתן להתרשם כי בתי המשפט אינם ממהרים לחרוץ את דינה של החברה לשבט או לחסד. שתי החלטות שכבר ניתנו בעידן חוק חדלות פירעון מעידות על כך. בחדל"ת (מחוזי ת"א) 17156-10-19 א. דורי בנייה בע"מ נ' י. ב. קורמן - ביצוע מערכות אינסטלציה בע"מ (נבו) 8.12.2019 קבעה השופטת איריס לוי-עבודי כי אף שלא הוכח סיכוי סביר לשיקומה של החברה, יש להוציא צו לפתיחת הליכים שמטרתו לאפשר לנאמנים הזמניים של החברה לאסוף מידע שיאפשר לבית המשפט לקבל החלטה מושכלת באשר לסיכויי השיקום. ראו החלטה נוספת ברוח זו שניתנה באותו היום על-ידי נשיא בית המשפט המחוזי בתל אביב, השופט איתן אורנשטיין, בחדל"ת (מחוזי ת"א) 8847-12-19 אורתם סהר הנרסה בע"מ נ' הממונה על הליכי חדלות פירעון ושיקום כלכלי (נבו) 8.12.2019.

## א. התשתית העיונית

בפרק זה נעמוד אפוא על האופן שבו יבחן בית המשפט מה יעלה בגורלה של חברה חדלת פירעון. בהקשר זה נצביע על המבחנים ועל השיקולים שבהם בתי המשפט משתמשים בכואם לחרוץ את גורל החברה לחסד השיקום או לשבט הפירוק.

לשם כך נעמוד על המטרות של הליכי חדלות פירעון כפי שהן מובאות בסעיף 1 לחוק חדלות פירעון ובמבוא להצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ו–2016.<sup>7</sup> חוק חדלות פירעון החדש מאמץ בסעיף 1, על דרך של קודיפיקציה, את הדין אשר השתרש בפסיקת בית המשפט העליון, ולפיו ככלל יש לתת עדיפות להליך של שיקום חברה על פני פירוקה, מטעמים כלכליים וחברתיים, כגון שימור מקומות התעסוקה של העובדים, תוצר משקי, תחרות במשק ועוד.<sup>8</sup>

החוק נועד להסדיר את פירעון חובותיו של החייב, ובמקרה של מאמר זה – תאגיד. במסגרת זאת מבקש החוק להשיג שלוש מטרות השלובות זו בזו: האחת, להביא ככל האפשר לשיקומו הכלכלי של החייב; השנייה, להשיא את שיעור החוב שייפרע לנושים; השלישית, לקדם את שילובו מחדש של חייב שהוא יחיד במרקם החיים הכלכליים.<sup>9</sup> רשימה זו מתמקדת בחברות, ועל כן היא עוסקת רק בשתי המטרות הראשונות של החוק.

חדלות פירעון תאגידית היא מצב שבו החברה אינה יכולה לשלם את חובותיה לצדדים שלישיים. מצב זה יכול להיווצר כאשר אין בחברה די מזומנים לשלם את החובות בהגיע מועד פירעונם ("חדלות פירעון תזרימית") או כאשר שווי נכסיה של החברה נמוך משיעור התחייבויותיה ("חדלות פירעון מאזנית").<sup>10</sup> בעניין זה יוער כי על פי הפסיקה, במשך שנים נהג המבחן התזרימי כמבחן המרכזי לבחינת שאלת חדלות פירעונה של חברה.<sup>11</sup> כיום נראה כי לפי נוסחו של סעיף 2 לחוק חדלות פירעון, בחר המחוקק להגדיר מהי חדלות פירעון באמצעות שימוש במבחן התזרימי לצד המבחן המאזני.<sup>12</sup> מכל מקום, במצב של חדלות פירעון יהיו נושים שלא יקבלו את החוב של החברה כלפיהם, במלואו או במועדו, ולכן מערכת המשפט נדרשת להסדיר מצב זה.

### 1. התפתחות הדין: מיצירה שיפוטית לחוק חדלות פירעון

עד לחקיקתו של חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי נדונו הליכי השיקום והבראת חברות על פי סעיף 350 לחוק החברות וכונו הליכי "הקפאת הליכים". תכליתה של הקפאת הליכים לחברה שהגיעה למצב של חדלות פירעון היא לאפשר לבית המשפט לבחון אם נכון להוביל את החברה שנקלעה לקשיים למסלול של שיקום, או שמא אין תוחלת למאמצי הבראה, ודינה של החברה אחד הוא – פירוק.<sup>13</sup>

<sup>7</sup> הצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ו–2016, ה"ח הממשלה 604, 594–595.

<sup>8</sup> ראו ע"א 673/87 סאלח נ' מפרץ את איטר חברה לבנין והשקעות בע"מ (בפירוק), פ"ד מג(3) 57, 67–68 (1989); ע"א 4409/08 אלישיוב נ' כונס הנכסים הרשמי, פס' 67–70 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה (נבו 14.11.2010); ע"א 9555/02 זידאן נ' ברית פיקוח לקואופרציה החקלאית העובדת בע"מ, פ"ד נט(1) 538, 562–563 (2004); ע"א 3782/09 לגין אריות מזון בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ, פס' 11–15 לפסק דינו של הנשיא גרוניס (נבו 25.2.2014).

<sup>9</sup> ס' 1 לחוק חדלות פירעון.  
<sup>10</sup> ראו את הנוסח המקורי של סעיפים 257(4) ו-258(3) לפקודת החברות (נוסח חדש), התשמ"ג–1983, ג"ח 761. כן ראו ס' 2 לחוק חדלות פירעון; דוד האן דיני חדלות פירעון כרך א' 110–116 (מהדורה שנייה, טובה אולשטיין עורכת 2018); ציפורה כהן פירוק חברות כרך א' 111 (מהדורה שנייה, טובה אולשטיין עורכת 2016).

<sup>11</sup> ראו ע"א 577/74 בנק ארץ-ישראל בריטניה נ' היועץ המשפטי לממשלה, פ"ד כ"ט(2) 6 (1975); ע"א 1938/11 מגדל הזוהר לבנין בע"מ נ' גוב גיא בע"מ, פס' 23 (נבו 1.12.2011).

<sup>12</sup> לביקורת על נוסחו של סעיף 2 לחוק חדלות פירעון הנוקט לשון "או" (היינו המבחן התזרימי או המבחן המאזני), ראו ע"א 8263/16 אור סיטי נ' מנהל מקבוצת ענבל אור בע"מ נ' מנהל מיוחד לנכסי קבוצת ענבל אור בע"מ, פס' 58 לפסק דינו של השופט מינץ (נבו 19.3.2018).

<sup>13</sup> ניתן לומר כי קודם לחקיקת סעיף 350 לחוק החברות שלטה בכיפה הגישה שלפיה ככל שחברה נקלעת לקשיים, הרי שאין מנוס מפירוקה. בחוק לא נמצאו כלים שהסמיכו את בית המשפט להורות על הליכי שיקום. במקרים נדירים נזקק בית המשפט לפתרונות

החקיקה שקדמה לחוק חדלות פירעון בכל הקשור לפירוק חברות הייתה מיושנת (מקורה בפקודה מימי המנדט הבריטי), ואילו החקיקה בנושא שיקום חברות הייתה חלקית וחסרה.<sup>14</sup> בתי המשפט שנדרשו להתמודד עם סוגיית שיקום חברה פיתחו חלקים נרחבים מהדין בפסיקתם ונהנו ממרחב תמרון גדול יחסית בניסיונותיהם להגיע להסדרי נושים ושיקום.<sup>15</sup> דוגמה מובהקת ליצירתיות שיפוטית ניתן למצוא כבר בשנות השמונים של המאה הקודמת בפרשת קונצ'רן כור. בפרשה זו דחה השופט אליהו וינוגרד בקשה לפירוק החברה אגב מתן צו הקפאת הליכים בעניינה בשל השלכות מתן צו הפירוק על המשק הישראלי והצורך בשמירה על עובדיה. על כן נקבע:

חברת כור אינה עוד חברה כדוגמת החברות הרבות שבקשות לפירוקן מובאות חדשות לבקרים לבית משפט זה. כור היא חברת ענק בממדים ישראלים החולשת על נתח נכבד של התעשייה הישראלית ושל המשק הישראלי. על כן זעזוע בה עלול להוביל לזעזוע במערכת הכלכלית של המדינה, שלא לדבר על אלפי המועסקים בה ועל עשרות ואולי מאות העסקים והתשתיות הקשורות לפעילותה בצורה זו או אחרת, אם במישרין ואם בעקיפין. על כן חייב בית המשפט לשקול כל עניין הכרוך בחברה זו, גם לאור אספקטים אלה [...]<sup>16</sup>

היינו, בשל החסר החקיקתי שהיה קיים אז יצר השופט וינוגרד לראשונה את חלופת השיקום באמצעות פרשנות תכליתית של דיני הפירוק.<sup>17</sup> בהיעדר הסמכה בדין לקיומה של חלופת שיקום נאלץ בית המשפט לפתח מוסדות יצירתי פסיקה כגון מינוי "מפרק זמני" או "מפרק מפעיל" כדי לנסות לעכב או למנוע את פירוקן של תאגיד חשוב שנקלע לקשיים. כך היה למשל בעניינה של חברת "אל על" שנקלעה לקשיים בשנת 1982. בשל גודלה וחשיבותה הציבורית – כמו גם היותה חברה ממשלתית – נוהלה החברה ב"פירוק מפעיל" באחריותו של כונס הנכסים הרשמי במשרד המשפטים.<sup>18</sup>

עוד בטרם תיקוני החקיקה שנועדו להתמודד עם החסר היה אפשר למצוא בפסיקת בית המשפט העליון ביטוי למגמה המכירה בחשיבות הניסיון לשקם חברות, כשהדבר מעשי. גישה זו זכתה לביטוי מפורש בעניין **סאלח**, שבו קבע השופט שלמה לויין: "אין ספק, כי ההחלטה להמשיך בניהול עסקי החברה אינה בגדר סמכויותיו של המפרק [...] אבל] ככל שניתן להציל עסק מהתמוטטות יש לחתור לכך בזהירות ובאחריות אך תוך תעוזה ותושייה. ככל שמתאפשר חיסולו ההכרחי של עסק תוך כדי ניהולו כעסק חי ותוסס [...] כן ייטב לנושים ולמשתתפים בחברה ולפושט הרגל".<sup>19</sup>

בשנת 1995, בתיקון 10 לפקודת החברות, הוסף לפקודה סעיף 233(א), המאפשר לבית המשפט להורות על הקפאת הליכים, דהיינו לעכב את הליכי הגבייה של חובות הנושים מן החברה "אם בית המשפט שוכנע כי יהיה בכך כדי לסייע לגיבושה או לאישורה של תכנית שמטרתה להבריאה את החברה".<sup>20</sup>

יצירתיים כגון מינוי "מפרק זמני" או "מפרק מפעיל" כדי לנסות לעכב או למנוע את פירוקן של תאגיד חשוב שנקלע לקשיים (ראו יחיאל בהט **הבראת חברות** 41 (2013)). עוד בטרם תוקן חוק החברות, ניתן היה למצוא בפסיקת בית המשפט העליון ביטוי לשינוי מגמה המכיר בחשיבות הניסיון לשקם חברות כשהדבר מעשי. (ראו למשל עניין **סאלח**, לעיל ה"ש 8). במסגרת החוק לתיקון פקודת החברות (מס' 10), התשנ"ה-1995, ס"ח 204, הוסף לפקודה סעיף 233 המאפשר לבית המשפט להורות על הקפאת הליכים, דהיינו לעכב את הליכי הגבייה של חובות הנושים מן החברה, וזאת "אם בית המשפט שוכנע כי יהיה בכך כדי לסייע לגיבושה או לאישורה של תכנית שמטרתה להבריאה את החברה".

<sup>14</sup> ראו שם; בהט **הבראת חברות**, לעיל ה"ש 13, בעמ' 21.

<sup>15</sup> ראו ורדה אלשיך וגדעון אורבך **הקפאת הליכים – הלכה למעשה** 1–41 (מהדורה שנייה, טובה אולשטיין עורכת 2010); יורם דנציגר, יואב פויזנר ורענן בן-ישי "חקיקה שיפוטית בדיני חדלות-פירעון" **משפט ועסקים** יג 61, 74–76 (2010).

<sup>16</sup> ראו בש"א (מחוזי י-ם) 310/06 **ביקור חולים הוספיטל נ' ששון**, פס" 5 (נבו 2006.1.27), הציטוט מובא מהמ' (מחוזי ת"א) 1161/88 **כור תעשיות בע"מ נ' בנקרס טרסט** (20.12.1988).

<sup>17</sup> לימים הסוגיה הוסדרה בחוק לתיקון פקודת החברות (מס' 10) שהוסיף את סעיף 233(א)–(4) לפקודת החברות בנוסחה הקודם, עד אשר הוטמעו בהוראות חוק החברות (ראו ה"ש 13 לעיל).

<sup>18</sup> יחיאל בהט **דיני הבראת חברות** 354–355 (מהדורה שנייה, 1991)..

<sup>19</sup> עניין **סאלח**, לעיל ה"ש 8, בעמ' 67–68.

<sup>20</sup> ראו ה"ש 17 לעיל.

תיקון פקודת החברות פרץ את הסכר. בעקבותיו התמסדה תופעה של הגשת בקשות רבות להבראה עד כדי כך שבתי המשפט קבלו על שימוש תכוף מדי בכלי זה. למשל, במקרה אחד הלין בית המשפט המחוזי על זרם הבקשות להקפאת הליכים כך: "[...] מדובר באופנה, שחברות שנקלעות לקשיים, פונות לביהמ"ש בבקשה להקפאת הליכים ללא אבחנה, מבלי שיש בסיס לבקשות אלה, מבלי שיש סיכויי הבראה לחברה, מבלי שיש מקור שיממן החברה בתקופת הביניים ומבלי שתוגש כל הצעת הסדר".<sup>21</sup>

כיום חוק חדלות פירעון החדש מסדיר באופן כולל את הליכי חדלות פירעון של תאגידים (וגם של חייבים יחידים שאינם מענייננו במחקר זה) אגב קביעת עקרונות והוראות מפורטים על ניהול ההליכים. נעיר כי אף שקיימים לא מעט עקרונות המשותפים להליכי חדלות פירעון של יחידים ולהליכי חדלות פירעון של תאגידים, הדין והספרות בתחום נוהגים להבחין בהסדרה בין השניים.<sup>22</sup> מחקר זה מתמקד במצב שבו חברה מגיעה אל סיפו של בית המשפט בשל חדלות פירעון מיידית או צפויה.

מאמר זה מתמקד במצב שקדם לכניסתו לתוקף של חוק חדלות פירעון החדש, אך הוא צופה פני עתיד. חוק חדלות פירעון החדש קובע מסלול מאוחד לפתיחת הליכי חדלות פירעון, הן הליכי שיקום והן הליכי פירוק,<sup>23</sup> כדי לאפשר לבית המשפט לקבוע את מסלול הטיפול הנכון בתאגיד – פירוק או שיקום – בלא קשר לאופן שבו נפתח ההליך. הליכים אלו נפתחים בדרך של בקשות לפתיחת הליכים שהמגישים אותן יכולים להיות התאגיד, נושיו או היועץ המשפטי לממשלה.<sup>24</sup> התאגיד מגיש את הבקשה כאשר הוא נמצא במצב כלכלי של חדלות פירעון, או כאשר הצו נדרש כדי למנוע כניסה לחדלות פירעון (כלומר, בטרם חדלות פירעון אך רק אם ההליך נדרש כדי למנוע את חדלות הפירעון).<sup>25</sup> במסגרת בקשת הצו התאגיד יכול לבקש מבית המשפט להורות על הפעלתו לצורך שיקום.<sup>26</sup> להצעת התאגיד להפעלתו ולשיקומו עליו לצרף מתווה ראשוני לשיקום הכלכלי וכן את מקורות המימון להפעלתו בתקופת ההפעלה. לעומת מתווה השיקום שיכול להיות ראשוני, על האמצעים למימון ההוצאות הכרוכות בהפעלת התאגיד להיות ברורים ומפורטים כדי להבטיח כי הפעלת התאגיד במסגרת ההליך המשפטי לא תחמיר את מצב הנושים.

נושה רשאי להגיש בקשה לצו פתיחת הליכים כאשר התאגיד כבר נמצא בחדלות פירעון,<sup>27</sup> בשונה מבקשה שמגיש התאגיד עצמו, אשר יכולה להיות מוגשת גם כאשר ההליך נועד למנוע את חדלות הפירעון. הטעם לכך הוא שבקשת תאגיד היא הגנתית במהותה, ואילו בקשת נושה היא התקפית ומטרתה לכפות על האורגנים של התאגיד להתפרק מסמכויותיהם ולהעביר את התאגיד לניהולו של נאמן מטעם בית המשפט. חריג לכך נוגע ל"נושה עתידי", דהיינו נושה בחוב שטרם הגיע מועד פירעונו, אשר רשאי להגיש בקשה לצו פתיחת הליכים אך

<sup>21</sup> פש"ר (מחוזי ב"ש) 6289/01 מנה באי בניה מתקדמת ומכנים ניידיים בע"מ נ' א.ד.פ.א בע"מ, פס' 3 לפסק דינה של השופטת דברת (נבו 18.10.2001).

<sup>22</sup> באנגליה, עסקו דיני חדלות הפירעון בתחילתם בעיקר ביחידים בשל העובדה שתאגידים הוגדרו בשלב מאוחר יותר כאישיות משפטית נפרדת. המהפכה התעשייתית, במאה התשע-עשרה, הביאה לשינוי דיני חדלות הפירעון, שינוי שכלל גם הסדרים עבור תאגידים. בשנת 1986 אוחדו דיני חדלות הפירעון של יחידים ותאגידים תחת חוק אחד אשר מתייחס בחלקו לדיני פשיטת רגל ובחלקו לפירוק ולשיקום של חברות (ראו האן, לעיל ה"ש 10, בעמ' 641–471). בארצות הברית, מבנה החקיקה שונה מזה הקיים באנגליה. בארצות הברית, יש מסגרת אחת הן לחייבים יחידים בשר ודם והן לתאגידים. לכן רוב ההליכים (אם כי לא כולם – למשל פרקים 11 ו-9) משותפים הן ליחידים והן לתאגידים. היתרון בהסדר חקיקתי זה הוא נוחות היישום ויעילותו (שם, בעמ' 147–151). בגרמניה, דיני חדלות הפירעון נשענים על המודל האמריקני – התייחסות משותפת הן ליחידים והן לתאגידים, למעט הוראות חוק מסוימות שבהן מבהיר המחוקק הגרמני כי יש להתייחס ליחידים בשר ודם אחרת מלתאגיד (שם, בעמ' 152–154). החוק הישראלי קובע שני הליכי חדלות פירעון שונים לתאגידים (חלק ב' לחוק) וליחידים (חלק ג' לחוק), אולם בדומה לשיטות המשפט האחרות, חלקים ד'–"א" משותפים לשני סוגי ההליכים וקובעים עקרונות משותפים.

<sup>23</sup> ראו ס' 6, ו-23 לחוק חדלות פירעון.  
<sup>24</sup> שם, בס' 6, ו-11 (התאגיד והנושים הם בעלי העניין הישירים בהליכי חדלות פירעון, ואילו היועץ המשפטי רשאי ליזום הליך מסוג זה כאשר קיים עניין לציבור לכך).

<sup>25</sup> שם, בס' 7.

<sup>26</sup> שם, בס' 8.

<sup>27</sup> שם, בס' 9 ו-10.



רק בנסיבות שבהן קיים חשש ממשי שפעולת התאגיד נועדה להונות את נושיו, להעדיף נושים או להכריח את נכסיו.<sup>28</sup>

ככלל, בית המשפט מקיים דיון בבקשה לצו פתיחת הליכים במהירות. אם בית המשפט משתכנע כי התאגיד חדל פירעון או שההליך נועד למנוע כניסה לחדלות פירעון, בבקשת תאגיד, יפנה בית המשפט להכריע בשאלת המפתח והיא אם התאגיד ינותב להפעלה לשם שיקום או לשם לפירוק.<sup>29</sup> כאמור, החלטה זו היא המהותית ביותר בהליך חדלות הפירעון, וממנה נגזר אופיו של ההליך כולו. החלטה על פירוק לא ניתן להשיב לאחור. מאמר זה מבקש להרחיב את ארגז הכלים של בית המשפט בכבואו לקבל החלטה חשובה זו.

סעיף 23 לחוק חדלות פירעון קובע כי כדי שבית המשפט יורה בצו פתיחת הליכים על הפעלת התאגיד לשם שיקומו (בשונה מפירוק מיידית), צריכים להתקיים שלושה תנאים מצטברים. קיומם של תנאים אלה נועד לאזן בין הרצון לשקם את התאגיד לבין הצורך להגן על נושיו מפני החרפת הפגיעה בהם:

(א) התנאי הראשון הוא שיש סיכוי סביר לשיקומו הכלכלי של התאגיד. מבחן זה שואב את השראתו ממבחן שנהוג בארצות הברית וידוע כהלכת Timbers, ולפיו יש להוכיח "סיכוי סביר לשיקום מוצלח, תוך זמן סביר".<sup>30</sup> בית המשפט צריך אפוא להשתכנע שיש לפניו מתווה ראשוני מעשי לשיקום העסק בזמן סביר. פרק הזמן חשוב משום שהליך שיקום מעכב את הנושים המובטחים מלממש את הבטוחות והשעבודים שבידיהם, ולכן נדרש בית המשפט להשתכנע כי הגבלת זכויותיהם נעשית לטובת הליך שיקום מעשי שניתן ליישום בזמן סביר.

(ב) התנאי השני הוא שקיימים אמצעים ברורים למימון ההוצאות הכרוכות בהפעלת התאגיד. כל הפעלה כרוכה ביצירת התחייבויות חדשות כלפי ספקים, עובדים ולקוחות. בהפעלה, שנעשית בפיקוח בית המשפט, חשוב מאוד שיהיה מקור לקיום ההתחייבויות הללו ואחרות שעשויות להיווצר. מקור זה יכול להיות פנימי (מלאי מהיר זמין למימוש מיידית) או חיצוני (הזרמת הון מאת הבעלים או משקיע פוטנציאלי).

(ג) התנאי השלישי הוא "תנאי סל" שלפיו נדרש בית המשפט לוודא כי אין חשש סביר שהפעלת התאגיד תפגע בנושים.

אם שלושת התנאים אינם מתקיימים במצטבר, יורה בית המשפט, בלית ברירה, על פירוק התאגיד.

הנה כי כן, ההחלטה אם לנתב את התאגיד לפירוק או לשיקום היא ההחלטה החשובה ביותר בהליך חדלות הפירעון, ויש להכריע בה אגב איזון בין "מטרת-העל" של שיקום התאגיד לבין הצורך למנוע את הגדלת הפגיעה בנושים. ואולם, לעיתים קבלת ההחלטה במועד הצו, או בסמוך לו,<sup>31</sup> איננה פשוטה כלל ועיקר. במקרים רבים הבקשה לצו פתיחת הליכים אינה כוללת מידע מלא, יסודי ומעמיק בקשר למצבו הכלכלי של התאגיד ובדבר תוכנית השיקום המוצעת וסיכוייה. כפי שיפורט בהמשך, מאמר זה מסייע בזיהוי אינדיקציות רלוונטיות ואמפיריות שעשויות להיות שיקול לטובת החלטה בדבר שיקום או פירוק.

<sup>28</sup> שם, בס' 9(ג).

<sup>29</sup> שם, בס' 23.

<sup>30</sup> ראו United Sav. Ass'n of Tex. v. Timbers of Inwood Forest Assocs., 484 U.S. 365, 376 (1988) (בו נדונה אמנם ההגנה על אינטרס של נושה ספציפי אך אומצה הגישה לפיה מוטל על החייב המבקש לקדם תוכנית שיקום להוכיח כי מתקיימת "a reasonable possibility of a successful reorganization within a reasonable time").

<sup>31</sup> ס' 24 לחוק חדלות פירעון.

## 2. תכליות הליכי חדלות פירעון – רקע עיוני

הדין האקדמי בחדלות פירעון תאגידי נהוג לחלק את התכליות העיקריות של הליך חדלות פירעון תאגידי לשתיים – תכלית חברתית (מסורתית) ותכלית כלכלית (פרוצדורלית).<sup>32</sup> הגישה החברתית מדגישה את חשיבותם של שיקולים חברתיים וציבוריים בהליך חדלות הפירעון.<sup>33</sup> לפי גישה זו, אירוע של חדלות פירעון טומן בחובו את ההנחה שרבים מהנושים (ואולי כולם) לא יקבלו מהחייב את מלוא חובם, והאירוע אף משליך על צדדים שלישיים נוסף על נושי החברה. חדלות הפירעון משפיעה למשל על עובדים (שאינם בהכרח נושים), על המדינה (תשלומי מיסים, דמי אבטלה לעובדי החברה שיאבדו את מקום עבודתם ותשלומי ביטוח לאומי), על הקהילה שבה נמצא התאגיד, על התחרות הענפית ועוד. כישלוננו של תאגיד מצריך אפוא דין מיוחד אשר יטפל באירוע חדלות הפירעון בהתחשב במגוון אינטרסים ושיקולי מדיניות.<sup>34</sup> שיקולי מדיניות אלה כוללים את הרצון להגן על נושים חלשים (כגון עובדים או נושים לא-רצוניים), את הרצון להגן על ציבור המשקיעים בחברה, את הרצון לעזור לעיר או לקהילה שהעסק פועל בהן, שיקולים מקרו-כלכליים – כגון שיעור האבטלה, שיעור ההכנסות ממיסים, שמירה על תחרות ענפית – ועוד. תפקיד האיזון מוטל לפי הגישה החברתית על בית המשפט. הוא רואה את התמונה בכללותה ונדרש להכריע את ההכרעה הנכונה במקרה הספציפי המובא לפתחו.<sup>35</sup>

לעומת הגישה החברתית ניצבת הגישה הכלכלית.<sup>36</sup> לפי גישה זו דיני חדלות הפירעון צריכים להתרכז במטרה אחת ויחידה – הוזלת מחיר האשראי במשק. לפיכך המחוקק צריך להסדיר סוגיות בחדלות פירעון כפי שהנושים היו עושים בינם לבין עצמם בחוזה היפותטי, מבלי להתחשב ברצונותיהם של שחקנים אחרים, כגון העובדים או הקהילה.<sup>37</sup> ההצדקה להתמקדות באינטרסים של הנושים כתכלית הבלעדית של דיני חדלות הפירעון היא משולשת:<sup>38</sup> ראשית, לטענת חסידי הגישה הכלכלית, מבחינה מוסדית בית המשפט אינו יכול לבצע את איזון האינטרסים המתחייב מהגישה החברתית; שנית, שלא כאיזון המתחייב מהגישה החברתית, התמקדות באינטרסים של הנושים מגדילה את שיעור פירעון החוב שמקבלים הנושים בחדלות פירעון, ולכן הופכת את מתן האשראי למסוכן פחות ולזול יותר. לבסוף, איזון האינטרסים של הגישה החברתית מטיל את העלויות הציבוריות על מי שאינו מתאים לכך – הנושים. לפי הגישה הכלכלית, הטלת עלויות אלה על הנושים אינה נכונה, משום שהם אינם מונע הנזק הזול ביותר או מפזר הנזק הזול ביותר.

לטעמנו, חוק חדלות פירעון נוטה לגישה החברתית. החוק שם את השיקום כמטרה מובהקת, ובכמה סוגיות סוטה מהדין הכללי הנוהג כדי לקדם את השיקום או לשפר את מצבן של קבוצות נושים מוחלשות (ובמיוחד נושים לא מובטחים).<sup>39</sup>

לצד הגישה הכלכלית ניתן להצביע גם על עמדות מרחיקות לכת עוד יותר המאפיינות למשל את חסידי הפרספקטיבה של הכלכלה האוסטרית. חסידי גישה זו טוענים בלהט כי השליטה של בתי המשפט בהליכי חדלות

<sup>32</sup> עומר קמחי "דיני חדלות-פירעון – מגישה חברתית לגישה כלכלית" עיוני משפט 417 (2013).

<sup>33</sup> ראו Donald R. Korobkin, *Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy*, 91 COLUM. L. REV. 717 (1991). ראו גם Elizabeth Warren, *Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World*, 92 MICH. L. REV. 336 (1993).

<sup>34</sup> Elizabeth Warren, *Bankruptcy Policy*, 54 U. CHI. L. REV. 775 (1987).

<sup>35</sup> שם, בעמ' 777-778.

<sup>36</sup> על הגישה הכלכלית למשפט של הליכי חדלות פירעון, ראו אלעזר ברקוביץ' "פשיטת רגל" הגישה הכלכלית למשפט 887, 900 (אריאל פרוקצ'יה עורך 2012).

<sup>37</sup> לגישה זו, ראו למשל Alan Schwartz, *A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, 107 YALE L.J. 1807 (1998). ראו גם Robert K. Rasmussen & David A. Skeel Jr., *The Economic Analysis of Corporate Bankruptcy Law*, 3 AM. BANKR. INST. L. REV. 85, 87-88 (1995).

<sup>38</sup> ראו קמחי, לעיל ה"ש 32, בעמ' 430-432, והאסמכתאות המוזכרות שם.

<sup>39</sup> ראו הדיון לעיל בפרק 1.א למאמר זה. ראו גם בשג"ץ 3609/18 כוכבי נ' הכנסת, פס' 3-5 לפסק הדין (נבו 22.5.2018).



הפירעון אינה יעילה, שכן מנגנון השוק החופשי – ובייחוד נותני האשראי – הוא בעל המידע הרב ביותר באשר לסיכוייה של חברת חדלת פירעון להשתקם.<sup>40</sup>

### 3. מחקרים אמפיריים על הליכי חדלות פירעון ושיקום חברות

בישראל לא נעשה עד כה מחקר אמפירי שממנו ניתן להסיק מהו שיעור ההצלחה של הליכי שיקום חברות חדלות פירעון. השוואה למדינות העולם מסייעת במעט. בדומה לישראל, הגישה במדינות אירופה נוטה להעדיף את הערך החברתי של שיקום התאגיד. צרפת והולנד נחשבות למדינות הרואות בדיני חדלות הפירעון כלי חברתי, ולכן הדין בהן מתחשב גם בעובדים, בקהילה ובמדינה ולא רק בנושים בעת קבלת החלטות במסגרת הליכי חדלות פירעון.<sup>41</sup> מחקרים אמפיריים מראים כי שיעור החברות המסיימות בהצלחה הליכי הבראה בארצות הברית (תוכניות שיקום שאושרו בסוף הליך "Chapter 11") הוא כ-30%, ובניפוי החברות שאפילו לא הציעו תוכנית שיקום במסגרת ההליכים, השיעור עולה לכ-70%.<sup>42</sup> נתון זה מתייחס רק לחברות שפנו להליך Chapter 11 ואינו מספק תמונה על השיעור הכולל של חברות שזוכות לשיקום מתוך כלל החברות שנקלעו לחדלות פירעון בארצות הברית. באירופה הליכי הבראה ושיקום נדירים יחסית ושיעור ההצלחה בהם נחשב נמוך. בצרפת למשל, שיעור החברות חדלות הפירעון שהגישו בקשה להבראה נמוך ביותר, ורק 2.5% שוקמו בהצלחה, בגרמניה רק 0.4% מהחברות פנו להליכי הבראה.<sup>43</sup>

למחקרם של Blazy & Nigam, אשר בחן את הליכי חדלות הפירעון באנגלייה, רלוונטיות רבה לענייננו.<sup>44</sup> המחקר בחן 574 הליכי חדלות פירעון בבתי המשפט באנגלייה לאורך תקופה של שמונה שנים (1998–2005). החוקרים מצאו כי ככלל, 85% מהחברות המגיעות להליכי חדלות פירעון באנגלייה מסיימות את דרכן בפירוק, וכי על פי רוב מדובר בחברות בסדר גודל קטן עד בינוני (SMEs).<sup>45</sup>

מחקר זה העלה שבמערכת המשפט האנגלית שיעור פירעון החוב לנושים בהליך של שיקום עולה על שיעור פירעון החוב במקרה של פירוק, הן כאשר בוחנים רק את שיעור פירעון החוב לנושים המובטחים והמועדפים והן כאשר בוחנים את שיעור פירעון החוב לכלל הנושים.<sup>46</sup> החוקרים מצאו כי באנגלייה הסיכוי לבחירה באפיק של שיקום עולה כשקיים חוב מובטח, בעיקר לבנקים. הסיבה לכך לדעת החוקרים נעוצה בחוסר היעילות ובעלויות הכרוכות בהליכי פירוק, שאינם מהירים ואינם זולים מהליכי השיקום אך הם עלולים להניב – גם לנושים מובטחים – שיעור פירעון חוב נמוך משיעור פירעון החוב בהליך שיקום. סיבה נוספת שמציינים החוקרים היא שהבנקים הם שחקני חוב מקצועיים, ולכן בראותם שיש אפשרות ממשית לשיקום, ניתן להגיע עימם להסדרים לתמיכת הליך השיקום במשאבים ניהוליים ומימוניים שיגדילו את סיכוי השיקום (כגון בעניין העמדת מימון להליך ההבראה), לעומת הנושים הכלליים, שאין להם מחלקות מתמחות לטיפול באשראי בעייתית, שנשייתם מפוזרת אצל רבים ונשיית כל אחד מהם קטנה יחסית, ולכן המוטיבציה והיכולת שלהם לתרום להליך השיקום מוגבלות ביותר. החוקרים משערים כי הנושים המתוחכמים זיהו את חוסר היעילות היחסית בהליך

<sup>40</sup> להתייחסות לגישה זו במאמר הבוחן את הדין באנגלייה, ראו Régis Blazy & Nirjhar Nigam, *Corporate Insolvency*, 47 EUR. J. L. & ECON. 89, 91 (2019). *Procedures in England: The Uneasy Case for Liquidations*, 47 EUR. J. L. & ECON. 89, 91 (2019).  
<sup>41</sup> האוסטרית, ראו Todd J. Zywicki & Shruti Rajagopalan, *Bankruptcy Judge as a Central Planner*, in RESEARCH HANDBOOK ON AUSTRIAN LAW AND ECONOMICS 371 (Todd J. Zywicki et al. eds., 2017).

<sup>42</sup> Michelle J. White, *The Costs of Corporate Bankruptcy: A U.S.-European Comparison*, in CORPORATE BANKRUPTCY: ECONOMIC AND LEGAL PERSPECTIVES 467, 475–478 (Jagdeep S. Bhandari & Lawrence A. Weiss eds., 1996).

<sup>43</sup> Elizabeth Warren & Jay Lawrence Westbrook, *The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics*, 107 MICH. L. REV. 603, 615–620 (2004).

<sup>44</sup> Maria Brouwer, *Reorganization in US and European Bankruptcy Law*, 22 EUR. J. L. & ECON. 5, 10 (2006).

<sup>45</sup> Blazy & Nigam, לעיל ה"ש 40.

<sup>46</sup> שם, בעמ' 93.

<sup>46</sup> שם, בעמ' 94.

הפירוק, ולכן מופיע המתאם החיובי בין שיעור החוב המובטח להעדפת שיקום מפנייה לפירוק.<sup>47</sup> תוצאה זו נמצאה מובהקת גם ברגרסיה רבת-משתנים.<sup>48</sup> עם זאת הממצאים באנגליה מלמדים כי שיעור פירעון החוב שמקבלים נושים לא מובטחים זניח בלי קשר לסוג ההליך שנבחר.<sup>49</sup>

בעבר העניק הדין האנגלי לנושים מובטחים אפשרות לבחור בין שלוש חלופות: פירוק, שיקום או כינוס נכסים שיובייל בסופו של דבר לפירוק החברה. הליך כינוס הנכסים זכה להעדפה מובהקת אצל הנושים המובטחים בגלל השליטה שהליך זה העניק להם. בין היתר הנושים יכולים להשפיע על זהותו של כונס הנכסים וככלל ממונה הכונס מטעמם לנהל את ההליך.<sup>50</sup> בשנת 2002 בוטלה חלופת כינוס הנכסים בשל הרגולציה האירופית המחייבת כי הליכי חדלות פירעון ינוהלו כהליכים קולקטיביים, דרישה שהליך כינוס הנכסים אינו עומד בה.<sup>51</sup>

## ב. שיטת המחקר

בפרק זה נציג את האופן שבו נאספו הנתונים שבבסיס המחקר ואת המשתנים השונים שנאספו מתוך תיקי בית המשפט.

בעשיית המחקר נדלו ידנית נתונים מכלל תיקי הקפאת הליכים שנפתחו בכל בתי המשפט בישראל בין השנים 2015 ו-2018 והסתיימו בהכרזה ובהסדר נושים או בפירוק. נתונים נדלו אפוא מכל התיקים שבהם קיבל בית המשפט החלטה להורות על מתן צו הקפאת הליכים והפעלת החברה כדי להביא לשיקומה, למכירתה כעסק חי או למכירת פעילותה כעסק חי.

בסך הכול נמצאו הליכים שהתנהלו בנוגע ל-172 חברות בתקופה הרלוונטית. חלק מהחברות הללו זוהו כאשכול חברות אשר פעלו יחד ואף הגיעו להליך חדלות פירעון כאשכול, ובית המשפט התבקש לדון בהסדר חוב שכלל את הנכסים ואת ההתחייבויות של כל החברות באשכול גם יחד.<sup>52</sup> לפיכך סיווגנו אשכול חברות שנדון בהליך אחד כיחידה כלכלית אחת, כפי שגם נבחן בפועל בבית המשפט. אוכלוסיית המחקר מונה אפוא 138 תצפיות של מקרי הקפאת הליכים, כולם בחברות פרטיות.<sup>53</sup>

בכל תיק נאספו ידנית הנתונים שהיו לפני בית המשפט בבואו להחליט אם להורות על שיקום החברה או על פירוקה וכן מאפיינים נוספים של החברות. בחלק ניכר מהתיקים נמצאו נתונים חלקיים בלבד, במיוחד על היחסים הפיננסיים של החברה, דבר המעיד שחלק מההחלטות מתקבלות אצל השופטים בתנאים של מידע חלקי, ובמיוחד בהיעדר נתונים חשובים על מצב היחסים הפיננסיים של החברה.

נדגיש כי אם לא מצאנו נתונים בתיק בית המשפט, משמע כי לנגד עיני השופטים לא היו הנתונים בעת קבלת ההחלטה חרף הוראות הדין.<sup>54</sup> אחת הסיבות להיעדר נתונים כספיים היא כי במקרים של כשל כלכלי עלולה

<sup>47</sup> שם, בעמ' 94-95.

<sup>48</sup> שם, בעמ' 104-105.

<sup>49</sup> שם, בעמ' 104.

<sup>50</sup> שם, בעמ' 92.

<sup>51</sup> שם, בעמ' 94 ו-96. ראו גם תיקון לסעיף 194(ב) לפקודת החברות, שנחקק עם חוק חדלות פירעון שקובע שיראו בהליך של אכיפת שעבוד צף צו פתיחת הליכים לפי חוק חדלות פירעון, כלומר הליך קולקטיבי (ס' 359 לחוק חדלות פירעון (תיקון עקיף לפקודת החברות)).

<sup>52</sup> לדוגמה: שלוש חברות – עזרא ששון ובניו חברה לבנין ופיתוח בע"מ; יהודה ויסלר חברה לבנין בע"מ ואור ואושר חברה לבנין ופיתוח בע"מ – הגישו בקשת הקפאת הליכים יחדיו ונדונו באותו הליך בבית המשפט המחוזי בירושלים, ואף החלטת הסדר הנושים בעניינן ניתנה בהליך אחד, ב-20 בינואר 2014. לשלוש החברות מונה בעל תפקיד אחד שטיפל בעניינן כמקשה אחת. דוגמה נוספת היא שתי החברות – מקור ראשון המאוחד (הצופה) בע"מ וביונס השבועון הישראלי בע"מ – שנדונו אף הן במאוחד בבית המשפט המחוזי בירושלים.

<sup>53</sup> מבסיס הנתונים הושמטו ארבע חברות בורסאיות שהגיעו להסדר חוב. מדובר בחברות החזקה ללא פעילות ריאלית, ולכן ההליך בעניינן לא כלל הקפאת הליכים או הפעלה כעסק חי אלא אך ורק הסדר חוב פיננסי בנוגע למחזיקי אג"ח.

<sup>54</sup> ראו למשל ס' 41 לתקנות החברות (בקשה לפשרה או להסדר), התשס"ב-2002 (מורה אילו נתונים ומידע יש לכלול במסגרת בקשה למתן צו הקפאת הליכים).

חברה להפסיק לשלם לרואי החשבון ולמנהל החשבונות, ובשל כך לא נאספים נתונים עדכניים המאפשרים לחברה או לנאמן להציג תמונה מלאה ואמינה של המצב הפיננסי של החברה. סיבה אפשרית נוספת היא חולשה ניהולית של ההנהלה המתבטאת בהיעדר שליטה בנתונים פיננסיים עדכניים ואמינים של החברה. הסבר נוסף להיעדר נתונים הוא שהחברה מכמינה נתונים פיננסיים לא מחמיאים על מנת שבית המשפט והצדדים לא יוכלו להתרשם מסיכויי השיקום הנמוכים.

בטבלה שלהלן מפורט תיאור המשתנים המסבירים שנדלו מכל אחד מתיקי הקפאת ההליכים שנבדקו:

משתנה	תיאור המשתנה
בית המשפט המחוזי	בית המשפט שבו התנהל הליך חדלות הפירעון בעניינה של החברה. נתון זה מספק מידע גם על המיקום הגאוגרפי של החברה (משרדה הרשום או עיקר עסקיה או נכסיה). <sup>55</sup>
תאריך התיק	המועד שבו נפתח הליך חדלות הפירעון בבית המשפט. ממשתנה זה ניתן לעמוד על משך הזמן עד למתן ההחלטה בהקפאת הליכים או עד לפירוק.
השופט	שמו של השופט או השופטת שדנו בתיק חדלות הפירעון. <sup>56</sup>
הנאמן	שמו של הנאמן שמונה לחברה.
ותק החברה	המועד שבו הוקמה החברה (ותק החברה בשנים).
הענף העסקי	הענף העסקי המרכזי שבו פועלת החברה.
פרטית/ציבורית	האם החברה היא פרטית או ציבורית.
עובדים	מספר העובדים המועסקים בחברה.
מחזור שנתי	המחזור הכספי השנתי של החברה (באלפי שקלים).
סיבות לקריסה	הסיבות לפתיחת הליך חדלות הפירעון בבית המשפט, כפי שמסרה החברה במסגרת ההליך.

נוסף על אלה נאספו מתוך כל תיק יחסי החוב של השחקנים השונים שבמגרש המשחקים, כלומר היקף החוב של הנושים המובטחים, הנושים בדין קדימה והנושים הכלליים. נתונים אלה כוללים:

סך חוב מובטח	סך החובות לנושים המובטחים (באלפי שקלים).
סך חוב בדין קדימה	סך החובות (באלפי שקלים) שחל עליהם דין קדימה לפי דיני חדלות הפירעון, כגון חובות לעובדים ורשויות מס.
סך חוב בדין כללי (רגיל)	סך החובות (באלפי שקלים) לנושים הכלליים (הרגילים), כלומר החובות שאינם מובטחים ולא חל עליהם דין קדימה.
יחס חוב מובטח / כלל החוב	היחס המובטח של החברה חלקי כלל החוב.
סך החובות	סך כל החובות (באלפי שקלים) של החברה לנושים מכל הסוגים.

כמו כן נאספו מתוך כל תיק "היחסים הפיננסיים" המרכזיים שהובאו לידיעת בית המשפט לצורך קבלת ההחלטה. יחסים פיננסיים אמורים לסייע לבית המשפט, כסוג של "קיצור דרך", לקבל מידע חיוני על איתנותה הפיננסית

<sup>55</sup> ראו ס' 4 לחוק חדלות פירעון (קובע כי בית המשפט המוסמך לדון בהליכי חדלות פירעון של חברה יהיה בית המשפט המחוזי שבאזור שיפוטו מצוי משרדה הרשום של החברה או המקום העיקרי של עסקיה או של נכסיה). ראו גם ס' 1 לתקנות החברות (בקשה לפשרה או להסדר).

<sup>56</sup> באמצעות בדיקה באתר האינטרנט של הרשות השופטת נדלו נתונים גם על מגדר השופט (זכר או נקבה) והוותק המקצועי שלו על כס השיפוט.

של החברה ועל סיכויי השיקום שלה. "יחס שוטף" ו"יחס מהיר" בוחנים נזילות, כלומר את כוח הקנייה של חברה, יכולתה להחזיר חובות ויכולתה לעמוד בהתחייבויות קרובות. יחס זה מבוסס על כמות המזומנים שיכולה החברה להעמיד מהנכסים שניתנים למימוש בזמן קצר ללא ירידה ניכרת בערכם בשל המימוש המהיר המתחייב בעת משבר.

נוסף על זה נבחן המינוף של החברה. ככל שהחברה תלויה יותר בהון זר בשונה מהון עצמי, כלומר ממונפת, מידת הסיכון הטמונה בהשקעה בה גדולה יותר, כיוון שגדל הסיכוי שלא תעמוד בהתחייבויותיה. יחסי הנזילות מלמדים על התחייבויות החברה לטווח הקצר, ואילו יחסי המינוף מלמדים על התחייבויות החברה לטווח הארוך. להלן היחסים הפיננסיים שנאספו:

<p>החוב הכולל של החברה חלקי מחזור העסקים השנתי.</p> <p>יחס זה מצביע על רמת המינוף והתלות באשראי מבנקים ומספקים. ככל שהיחס גבוה יותר כך רמת הסיכון של החברה גבוהה יותר.</p>	<p><b>יחס חוב חלקי המחזור השנתי</b></p>
<p>סך הנכסים השוטפים של החברה חלקי סך ההתחייבויות השוטפות.</p> <p>יחס שוטף מצביע על יכולת החברה לעמוד בהתחייבויות השוטפות בטווח הקצר. ההנחה היא שבמקרה של קשיים פיננסיים הלחצים הראשונים שיופעלו נגד החברה יהיו בסעיפי ההתחייבויות השוטפות. במילים אחרות, ספקים ידרשו מהחברה תשלום במזומן ויסרבו לתת לה אשראי ספקים, ואילו בנקים ונותני אשראי אחרים יסרכו לחדש לחברה הלוואות שמועד פירעונן הגיע. יחס קטן מ-1 או גדול במידה רבה מ-1 עלול להוות בעיה.</p> <p>יחס נמוך מ-1 אומר שלחברה יש סיכון פיננסי גבוה וקושי בפירעון התחייבויות לזמן קצר.</p> <p>יחס גבוה במידה רבה מ-1 אומר שלחברה יש נזילות טובה. אך זה אומר שהניהול הפיננסי לא יעיל, אולי המלאי מנופח, או שיש בעיה בגבייה.</p> <p>שיפור ביחס שוטף אינו מעיד בהכרח על שיפור במצב הפיננסי. למשל, אם הוא נובע מגידול במלאי בעקבות קיטון במחזור הפעילות או מהצטברות מלאי בעייתי שלא בטוח שיימכר. כמו כן יש מקרים שבהם יש בעיות של ניפוח שווי המלאי באמצעות העמסת עלויות.</p>	<p><b>יחס שוטף (Current Ratio)</b></p>
<p>סך הנכסים השוטפים (ללא מלאי) של החברה חלקי סך ההתחייבויות השוטפות. מטרת יחס זה היא לבדוק יחס נזילות מהיר יותר. המלאי כלול ב"יחס השוטף" ולעיתים זה חיסרון. הבעייתיות נובעת מכך שלעיתים מימוש של מלאי עשוי להיות במחיר הפסד או בתנאי תשלום שאינם שוטפים. לכן המלאי הכלול ברשימת הנכסים השוטפים עלול להטעות ולכן נעדיף לבדוק גם את היחס המהיר. היחס המהיר יהיה יעיל ביותר עבור חברות בעלות מלאי לא נזיל כגון חברות תעשייתיות, ואילו היחס השוטף יתאים יותר לעסקים בעלי מחזור מלאי מהיר שיכולים להיפטר מסחורה בזמן קצר כגון חברות דלק.</p>	<p><b>יחס מהיר (Quick Ratio)</b></p>
<p>היחס שבין ההון החוזר נטו (ההפרש שבין הנכסים השוטפים לבין ההתחייבויות השוטפות) לבין סך הנכסים במאזן.</p> <p>ההון החוזר נטו מבטא את עודף הנכסים הנזילים שיש לחברה לעומת התחייבויותיה השוטפות. ככל שהעודפים שיש לחברה רבים יותר, כן הרזרבות הנזילות שלה רבות</p>	<p><b>יחס הון חוזר נטו ביחס למאזן</b></p>

יותר ומאפשרות לה אפוא להתמודד עם קשיים ועם לחצים פיננסיים בטווח הקצר. את ההון החוזר נטו מחלקים בסך המאזן (או במילים אחרות, בסך הנכסים) מכיוון שהניסיון מלמד כי חברה הנקלעת לקשיים מצמצמת בהדרגה את נכסיה השוטפים כדי לממן את חובותיה. ככל שהקשיים נמשכים, ההון החוזר נטו הופך לשלילי והיחס יורד משנה לשנה, עד שגם הוא הופך לשלילי.

### ג. הממצאים

ההליכים שנבדקו במחקרנו הסתיימו, דהיינו גובש בהם הסדר נושים אשר קיבל את אישורו של בית המשפט בשנים 2015–2018.<sup>57</sup> מספר החברות אשר בית המשפט מצא לנכון להורות על שליחתן להליך של שיקום היה בתקופת המחקר בממוצע ארצי 34.5 חברות מדי שנה.

הוותק הממוצע של החברות שנכללו במחקר היה כ-18 שנים, אך נתון זה מושפע מערכי קיצון. בניכוי של 5% החברות הקיצוניות ביותר היה הוותק הממוצע של החברות 16 שנים, והחציון – 13.8 שנים. נתונים אלה קרובים למדי לנתונים באירופה ובאנגליה. באירופה הוותק הממוצע של החברות הנקלעות לחדלות פירעון הוא 9 עד 17 שנים, ובאנגליה 8 עד 15 שנים.<sup>58</sup> דמיון זה בנתונים תומך בממצאי מחקרנו.

מספר העובדים הממוצע בחברות שנבדקו ושנמצא בהן נתון על מספר העובדים (126 חברות) היה כ-117 עובדים.<sup>59</sup> גם נתון זה מושפע מערכים קיצוניים, כגון חברות שבהן יותר מאלף עובדים. בניכוי 5% חברות שהתאפיינו בערכי קיצון, עמד ממוצע מספר העובדים על כ-60 עובדים ב-119 חברות, והחציון – 40 עובדים. נתונים אלה מלמדים כי הרוב המכריע של החברות המופנות להליך שיקום משתייכות לקטגוריה של "עסק בינוני" לפי הגדרות הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים במשרד הכלכלה. במדינות העולם המערבי רוב העסקים שעליהם נשענת פעילות המשק משתייכים לקטגוריה זו.<sup>60</sup>

המחזור השנתי הממוצע של כלל החברות שבתיקיהן נמצא נתון זה היה 117 מיליון שקלים בממוצע. נתון זה מושפע מערכי קיצון, ובניכוי של 5% של החברות בעלות הערכים הקיצוניים היה המחזור השנתי הממוצע 49 מיליון שקלים, והחציון – 20 מיליון שקלים. גם נתוני המחזור השנתי הממוצע מאפיינים "עסקים בינוניים".

שיעור החוב הכולל הממוצע היה בכלל החברות שבהן נמצא נתון זה 379% מהמחזור השנתי. בניכוי 5% ערכי קיצון היה יחס החוב למחזור השנתי בממוצע 113%, והחציון – כ-72%.

שיעור החוב המובטח מתוך סך כל החובות היה 28% בממוצע. בניכוי 5% ערכי קיצון לא חל שינוי ניכר בנתון זה ושיעורו הממוצע היה 25.3% וחציון של 24.4%.

<sup>57</sup> נקודת הסיום של ההליך, מבחינת המחקר, היא אישורו של הסדר נושים בבית המשפט.

<sup>58</sup> Blazy & Nigam, לעיל ה"ש 40, בעמ' 100.

<sup>59</sup> כפי שצוין בפרק הקודם, בשיעור לא מבוטל של חברות נמצא כי הנתונים בתיק בית המשפט היו חסרים ואף לא כללו דוחות כספים ומאזן בוחן עדכניים. בכלל זה נמצא כי במספר לא מבוטל של חברות לא הונח לפני לבית המשפט נתון על המספר המדויק של העובדים בחברה.

<sup>60</sup> לפי סעיף 2.16.1–2.16.3 ל"תקנון שירותי סיוע" **משרד הכלכלה והתעשייה** (יולי 2021) <https://tinyurl.com/dcrh33d8>, הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים במשרד הכלכלה והתעשייה (ינואר 2020), "עסק זעיר" מוגדר עסק שבו מועסקים עד ארבעה עובדים. "עסק קטן" כולל חמישה עד עשרה עובדים. "עסק בינוני" הוא עסק שבו 11 עד מאה עובדים. לשם השוואה, במדינות האיחוד האירופי לפי המלצה משנת 2003: "עסק זעיר" (Micro) הוא עסק שבו עד עשרה מועסקים ומחזור או מאזן עד 2 מיליון אירו; "עסק קטן" יעסיק עד 50 מועסקים ומחזור או מאזן עד 10 מיליון אירו; "עסק בינוני" – עד 250 מועסקים, מחזור עד 50 מיליון אירו או מאזן עד 43 מיליון אירו. ראו <https://tinyurl.com/yvr7696w> (last visited Nov. 19, 2020) *SME definition*, EUR. COMM'N.

שיעור החובות בדין קדימה מתוך סך כל החובות היה 9.54%. בניכוי 5% ערכי קיצון היה שיעור זה 7.45% והחציון על 4.4%.

יחס ההון החוזר נטו ביחס למאזן היה שיעור שלילי של 190% בממוצע באותן חברות שבהן אותרו נתונים על יחסים פיננסיים (92 חברות). בניכוי 5% ערכי קיצון (88 חברות) היה היחס הממוצע שיעור שלילי של 33.8%, ואילו שיעור החציון היה שלילי של 13.8%.

### 1. סיכויי השיקום ושיעור פירעון החוב במבט כולל

המטרה העיקרית של החוק היא שיקומן של חברות. שיקום כלכלי של תאגיד מוגדר "שמירת עסקו של התאגיד כעסק חי"<sup>61</sup> נוסח הגדרה זו נועד להבהיר שהכוונה היא לשיקום מהותי, להמשך פעילותו העסקית של התאגיד, גם אם האישיות המשפטית של התאגיד משתנה כאשר עסקיו נמכרים לתאגיד אחר. הבהרה זאת חשובה כיוון שבמקרים לא מעטים נעשה שיקומו הכלכלי של התאגיד בדרך של מכירת פעילותו העסקית לגורם שלישי בשעה שהחברה עצמה מפורקת ומתחסלת. דהיינו, חוק חדלות פירעון אדיש לשאלה אם שיקום החברה יתבצע בהמשך פעילותה של החברה חדלת הפירעון או פירוקה אגב מכירת פעילותה העסקית לרוכש חיצוני. למעשה, בית המשפט רואה במכירת הפעילות ל"משקיע חיצוני" דרך יעילה, ולעיתים אף "המעשית ביותר", להשבת חברה לפסים רווחיים.<sup>62</sup> תהא ההעדפה אשר תהא, שתי האפשרויות מביאות לתוצאה חיובית מבחינת המשק כי רוב עובדי החברה ממשיכים להיות מועסקים בחברה, הנושים נקשרים עם החברה שאליה מועברת הפעילות העסקית וממשיכים בקשרים העסקיים עם החברה, והמדינה אינה צריכה לשאת בעלויות הכבדות הנגזרות ממצב של קריסה מוחלטת של העסק.

לפיכך איחדנו לצורך הבחינה הכוללת של הצלחה או כישלון של הליכי הקפאת הליכים ושיקום חברות את כל המקרים שבהם הליך השיקום הוביל להמשך פעילות החברה כעסק חי בין שהדבר נעשה על דרך של שיקום החברה חדלת הפירעון עצמה ובין שהשיקום נעשה על דרך מכירת פעילות החברה המקורית ופירוקה, ובלבד שהמכירה אגב פירוק החברה נועדה להמשך הפעילות העסקית. מנגד, פירוק חברה והפסקת פעילותה הם הסוף הכלכלי של החברה, ומשמעותם כישלון הליך השיקום.<sup>63</sup> נעיר כבר בשלב זה למען הזהירות כי הצלחת ההליך נמדדת על סמך הגעה להסדר נושים, ואין בידינו נתונים על הצלחת השיקום בטווח הארוך.

הממצאים על שיעור הצלחה של הליכי שיקום מוצגים בלוח 1.1.

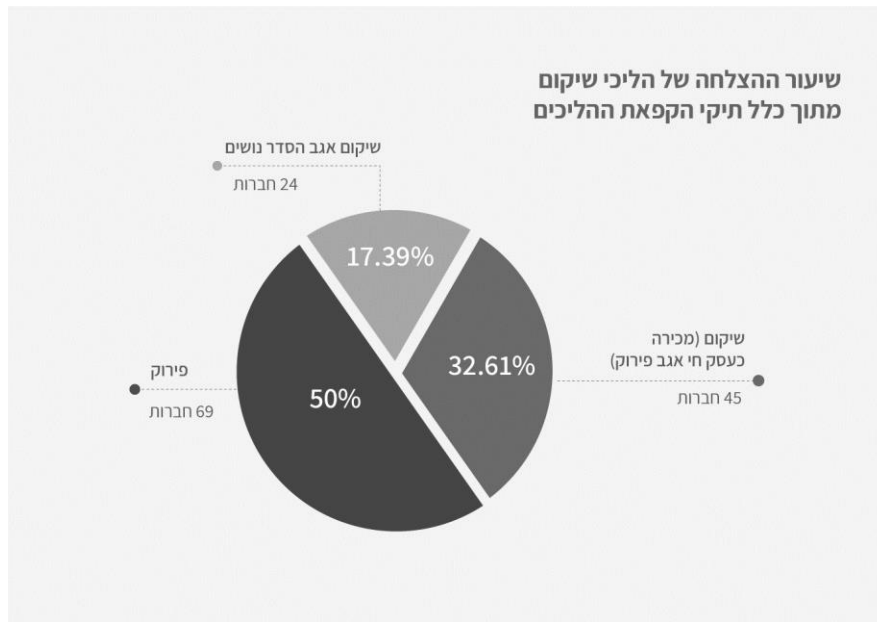
<sup>61</sup> ס' 4 לחוק חדלות פירעון.

<sup>62</sup> אלשיך ואורבך, לעיל ה"ש 15, בעמ' 545-543.

<sup>63</sup> בהקשר זה יצוין, כי סעיף 94 לחוק חדלות פירעון (כמו גם סעיף 350 כנוסחו בחוק החברות (תיקון מס' 19), שהיה בתוקף לפני חוק חדלות פירעון), מקנה לבית המשפט סמכות להורות על הפסקת הליכי ההבראה ומעבר להליכי פירוק אם מצא כי אין סיכוי סביר לשיקומה של החברה או כי המשך הפעלת החברה יפגע בנושים. ראו פר"ק (מחוזי ת"א) 44247-06-17 סוהו אילת השקעות בע"מ נ' רילטי אקזיטיב שמעון אייזנברג בע"מ, פס' 67-72 (נבו 14.10.2018).



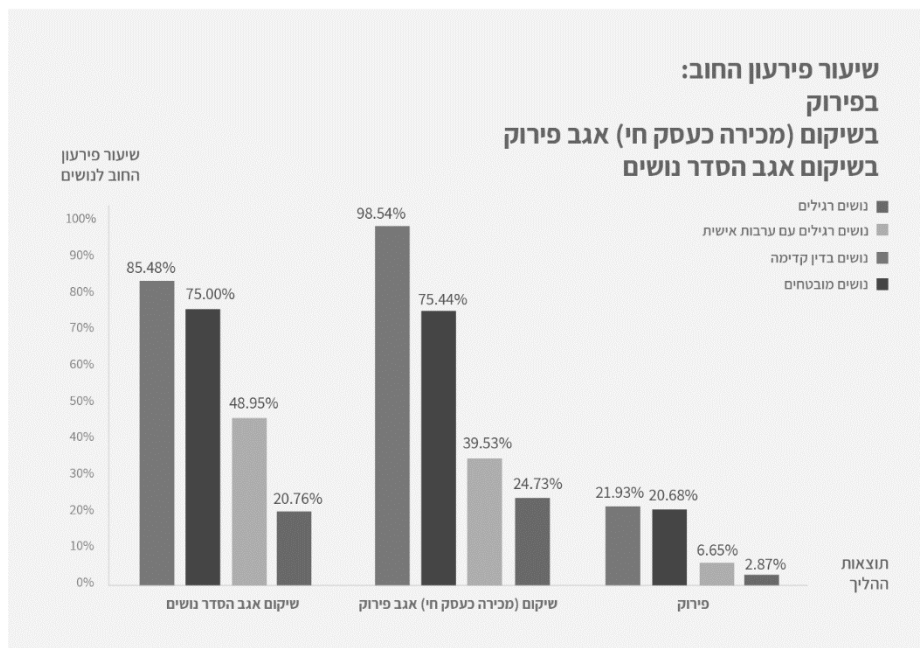
**לוח 1.1 – שיעור ההצלחה/כישלון בהליכי שיקום חברות**



לוח 1.1 מלמד כי במחצית מהמקרים במחקר – מחצית החברות שננקט בעניינן הליך הקפאת הליכים – הסתיים הליך השיקום בהצלחה, ובמחצית האחרת הסתיים ההליך בכישלון כלכלי. במסגרת ההליכים שהסתיימו בהצלחה 24 חברות שוקמו ושיעורן הוא 17.39% מכלל החברות שבמחקר. מספר החברות שהגיעו להסדר אגב פירוק ושפעילותן נמשכה בדרכים אחרות היה 45, נתון שהוא 32.61% מכלל החברות שבמחקר.

בלוח 1.2 מוצג שיעור פירעון החוב הממוצע (באחוזים) מכלל החוב לפי כל אחד מסוגי הנושים: נושים מובטחים, נושים בדין קדימה, נושים כלליים (רגילים) ונושים כלליים (רגילים) המחזיקים בערבויות לחובם.

**לוח 1.2 – שיעור פירעון החוב בפירוק, בשיקום אגב הסדר נושים ובשיקום בדרך של מכירה כעסק חי אגב פירוק (לפי סוגי נושים)**



התמונה העולה מלוח 1.2 מובהקת וחד-משמעית. נתוני המחקר ממחישים בבירור כי שיקום החברה – בין שנעשה בדרך של הסדר נושים ובין בדרך של מכירה כעסק חי – משיא את הערך לכל אחד מסוגי הנושים של החברה,

בלי יוצא מן הכלל. יודגש כי נמצא הבדל מובהק סטטיסטית בשיעור פירעון החוב לכל סוגי הנושים בין חברות שבהן הוחלט על שיקום לחברות שפורקו ( $Pvalue = 0.0001$ ). לא נמצא הבדל מובהק סטטיסטית בשיעור פירעון החוב לכל סוגי הנושים בין חברות שבהן בוצע השיקום על דרך של הסדר נושים לכאלה שנמכרו כעסק חי ( $Pvalue > 0.15$ ).

מהנתונים עולה כי הנושים המובטחים מקבלים בכל אחד מאפיקי השיקום כ-75% מנשייתם. לעומת הנושים המובטחים, נושים בדין קדימה מקבלים שיעור גבוה יותר מהחוב במצב של שיקום. שני הסברים יכולים להאיר את הממצא בנוגע לשיעור ההחזר הגבוה של נושים בדין קדימה בהליכי שיקום. ההסבר הראשון קשור לעובדי החברה. חוב בגין שכר עבודה מוגדר חוב "בדין קדימה". היות שבמקרה של פירוק זכאים העובדים לקבל את מלוא החוב בגין שכר עבודה מהמוסד לביטוח לאומי, אין לעובדים תמריץ להסכים להסדר חוב ללא הבטחה לפירעון מלא או כמעט מלא של חוב בגין שכר עבודה.<sup>64</sup> נוסף על זה, ניתן לשער כי החובות לרשויות המס שהמדינה נוטה לדרוש את תשלומם המלא כתנאי להסכמתה להסדר נושים, הם שמשפיעים על ממצא זה. הנושים הכלליים (הרגילים) הם הנהנים הגדולים ביותר במקרה של שיקום מוצלח. נושים כלליים (רגילים) ללא ערבויות צפויים לקבל רק 3% מנשייתם במקרה של פירוק, ואילו במקרה של שיקום יקבלו סכום העולה עד פי שבעה (בהסדר אגב מכירה) או עד פי שמונה (בשיקום) משיעור הנשייה שהיו מקבלים בפירוק. נעיר כי נושים רגילים בעלי ערבויות אישיות נהנים משיעור פירעון גבוה מזה שהנושים הרגילים נהנים ממנו בשל פירעון המתקבל מנכסים או מתשלומים אישיים של הערבים, הניתנים כנגד הסכמה של הנושים לפטור מהערבות.

נעיר, כי שיעור ההחזר הנמוך במצב של פירוק אינו נובע מהוצאות שהוצאו בניסיון שיקום שכשל. לפי סעיף 23(א)(1)(ב) לחוק חדלות פירעון, לא יתיר בית המשפט לנהל הליכי שיקום אם קיים חשש סביר כי הפעלת התאגיד לצורך שיקום תפגע בנושים (דוגמה מובהקת לכך היא מניעת הפעלה גירעונית).

כדי לזהות את המאפיינים של חברות אשר בהן יש להליך של שיקום סיכוי גבוה להצלחה אמדנו מודלים לוגיסטיים המנבאים את הסיכוי לשיקום על סמך המשתנים המסבירים שנאספו מתיקי הקפאת ההליכים. לכל משתנה נאמד מודל לוגיסטי חד-ממדי. המודלים מוצגים בנספח א. כמו כן נאמדו שני מודלים רבי-משתנים המוצגים בטבלה 1 להלן.

המשתנים שאספנו נלקחו מתוך הדוחות הכספיים ומדוחות הנאמנים שנמצאו בתיקי בתי המשפט ושהוצגו לפני השופטים במועד קבלת ההחלטה. יש מספר גדול של חברות (כ-30) שבהן הוצגו דוחות חלקיים או חסרים, ולכן בהם לא קיים נתון על משתנים מסוימים. לא השתמשנו במודל במשתנים רציפים בגלל תופעה זו כדי לא לאבד מאפיין זה ואת המשתנים שקיימים בחברות אלה. לפיכך נעשה במודל שימוש במשתנים לא רציפים, בהצגה לפי קטגוריות. שימוש בקטגוריות במקום משתנים רציפים מאפשר להצביע על השפעה גמישה יותר ולא בהכרח ליניארית (פרמטרית) של המשתנה על הסיכוי לשיקום (אמידה א-פרמטרית). יתרון נוסף של הצגת המשתנים בקטגוריות הוא שהמקדם המתקבל ברגרסיה מייצג את גודל האפקט, וקטגוריה שהמקדם שלה גבוה יותר, השפעתה על הסיכוי לשיקום גבוהה יותר. החלוקה של המשתנה הרציף לקטגוריות לא נעשתה על סמך השערות מקדימות אלא – כפי שנהוג במתודות של big data – נעשתה בחלוקת טווח הערכים לקבוצות קטנות, לפי

<sup>64</sup> קדימות זו באה לידי ביטוי גם בסעיף 234(א)(1) לחוק החדש. עובד זכאי לגמלה אם נגד מעסיקו ניתן צו לפתיחת הליכים לפי חוק חדלות פירעון או צו פירוק בדין הקודם. הגמלה כוללת תשלום שכר עבודה ופיצויי פיטורים שמעסיק חייב לעבוד, וכן תשלום חוב לקופת גמל עבור חוב שנוצר למעסיק. סכום הגמלה הוא כחוב המעסיק לעובד, עד למקסימום הקבוע בחוק (ראו ס' 180-194 לחוק הביטוח הלאומי).

התפלגות ערכי המשתנה ואיחוד הקבוצות עד למציאת מובהקות סטטיסטית. כמקובל, התוצאות המוצגות להלן הן לאחר איחוד הקבוצות.

**טבלה 1. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי רב-משתנים לניבוי הסיכוי לשיקום**

שם המשתנה	מודל 1	מודל 2
חותך	**1.3989- (0.6666)	**1.6846- (0.7028)
יחס סה"כ חוב למחזור	עד 50%	עד 50%
	מעל 50% כולל אין נתון	מעל 50% כולל אין נתון
אחוז הון חוזר	עד 5%	עד 5%
	מעל 5%	מעל 5%
	אין נתון	אין נתון
בית משפט	ירושלים, באר שבע, נצרת	ירושלים, באר שבע, נצרת
	תל אביב, מרכז, חיפה	תל אביב, מרכז, חיפה
אחוז חוב מובטח	עד 55%	עד 55%
	מעל 55%	מעל 55%
הכנסה	בין 10 ל 50 מיליון נה	בין 10 ל 50 מיליון נה
	עד 10 ומל 50 מיליון ש"ח כולל אין נתון	עד 10 ומל 50 מיליון ש"ח כולל אין נתון
מספר התצפיות	133	133
Mcfadden $R^2$	0.131	0.15
AUROC	0.736	0.756
מבחן LR למובהקות המודל	24.0563***	27.6162***

המשתנה המוסבר הוא משתנה Dummy לחברה שהליך השיקום בה הצליח.

\*\*\* מובהק ברמה של 1 אחוז; \*\* מובהק ברמה של 5 אחוזים; \* מובהק ברמה של 10 אחוזים.

המספרים בסוגריים הם סטיית התקן של האומד  $R^2$  Mcfadden – מדד לטיב ההתאמה של המודל המותאם למודל לוגיסטי.

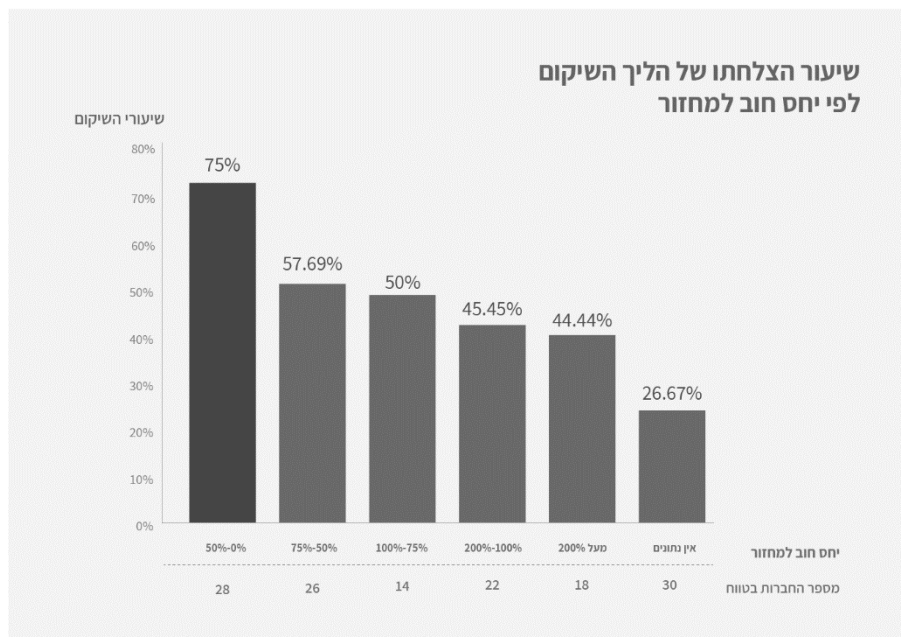
## Area Under the Receiver Operating Characteristics – AUROC – מדד המודד את יכולת

המודל לנבא בהצלחה את סיווג החברה לשיקום לעומת פירוק. ככל שמדד AUROC גבוה יותר, כך הצלחתו של המודל לנבא נכון את החברות שהשתקמו לעומת החברות שלא השתקמו רבה יותר.  $AUROC=1$  משמעו סיווג מושלם, כלומר כל חברה שהמודל מנבא לה שיקום אכן שוקמה, וכל חברה שהמודל מנבא לה פירוק אכן פורקה.  $AUROC=0.5$  משמעו ניבוי מקרי.  $AUROC=0$  משמעו ניבוי שגוי לחלוטין, כלומר כל חברה שהמודל מנבא לה שיקום נכשלה, וכל חברה שהמודל ניבא לה פירוק, שוקמה. הממצאים המוצגים להלן מבוססים על התפלגות המשתנים לפי הסיכוי לשיקום ועל המודלים הלוגיסטיים שנאמדו.

### 2. יחס החוב למחזור

התפלגות יחס החוב למחזור לפי שיעורי השיקום מוצגת בלוח 2.

#### לוח 2 – סיכויי הצלחת הליך השיקום לפי יחס חוב למחזור



מהנתונים עולה כי ככל ששיעורו של יחס החוב למחזור נמוך יותר, כך גדל הסיכוי לשיקום.

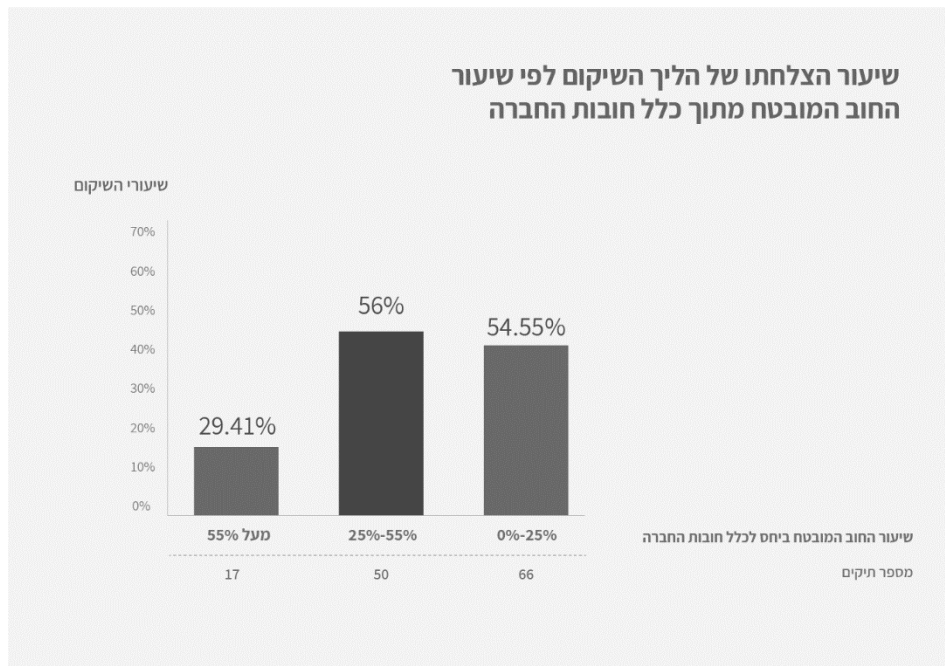
כאשר היחס עולה על שיעור של 75% הפער אינו מובהק סטטיסטית בין החברות, דהיינו שיעור השיקומים נמוך ביותר ואינו משתנה הרבה. משתנה זה נמצא בעל מובהקות סטטיסטית ברגרסיה חד-ממדית ברמה של פחות מאחוז (טבלה 2 בנספח א). במודל רב-משתנים, כאשר יחס חוב למחזור עולה על שיעור של 50%, יורדת ההסתברות לשיקום, ונתון זה אף הוא מובהק ברמה של אחוז.

היחס בין סך כל החובות של החברה למחזור הוא המשתנה המובהק ביותר ובעל האפקט הגבוה ביותר בממצאי המחקר. בתיקיהן של כ-30 חברות לא נמצא נתון על יחס חוב למחזור. בחברות שבהן לא היה נתון זה מצאנו סיכויי שיקום נמוכים במיוחד.

### 3. שיעור חוב מובטח מתוך סך כל החוב

ניתוח הנתונים מראה כי ככל שהיחס בין החוב המובטח לבין סך כל החובות קטן, כך גדל הסיכוי לשיקום. התפלגות שיעור חוב מובטח לפי שיעורי השיקום מוצגת בלוח 3.1.

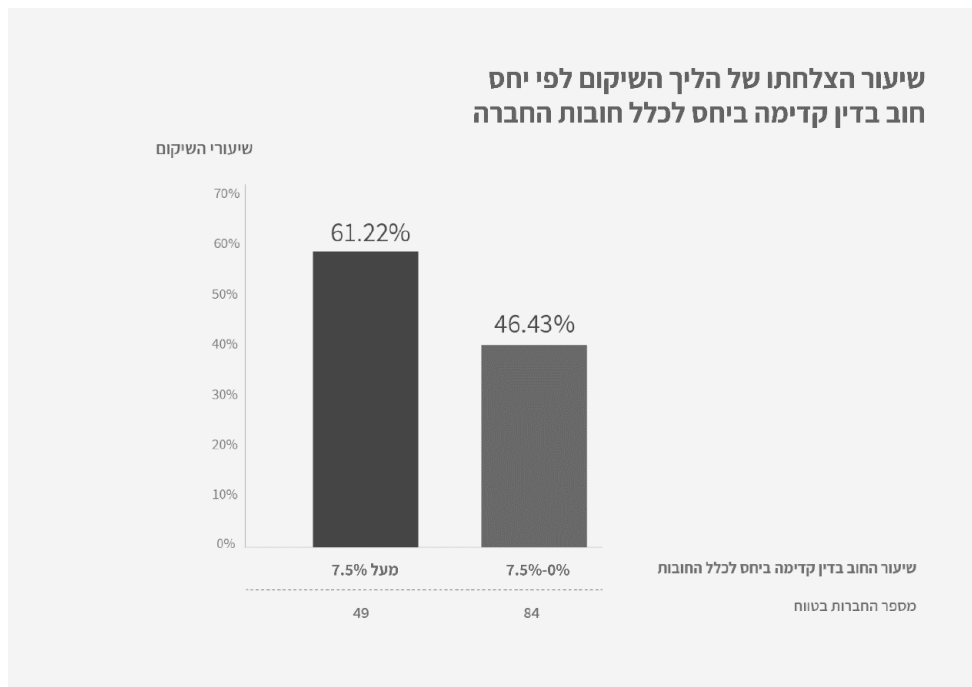
### לוח 3.1 – סיכוי הצלחת הליך השיקום לפי שיעור החוב המובטח מתוך כלל החוב



באמידת המודלים נמצא שכל עוד שיעורו של היחס בין החוב המובטח לסך כל החובות נמוך מ-55%, סיכויי השיקום הם מעל הממוצע. כאשר שיעור החוב המובטח עולה על 55% מסך כל החובות יורד הסיכוי לשיקום ירידה דרמטית. הבדל זה נמצא מובהק מבחינה סטטיסטית ברמה של 5% ברגרסיה חד-ממדית (טבלה 3.1 בנספח א) וברמה של 7% במודל רב-משתנים.

להשוואה, ניתוח הנתונים בעניין החובות בדין קדימה מעלה כי ככל שהיחס בין החוב בדין קדימה לסך כל חובות החברה גדל בשיעורו, עולה הסיכוי לשיקום. לנתון זה נמצאה מובהקות של 10% ברגרסיה חד-ממדית (טבלה 3.2 בנספח א), ולא נמצאה מובהקות סטטיסטית במודל רב-משתנים.

**לוח 3.2 – סיכויי הצלחת הליך השיקום לפי יחס חוב בדין קדימה לכלל החוב**



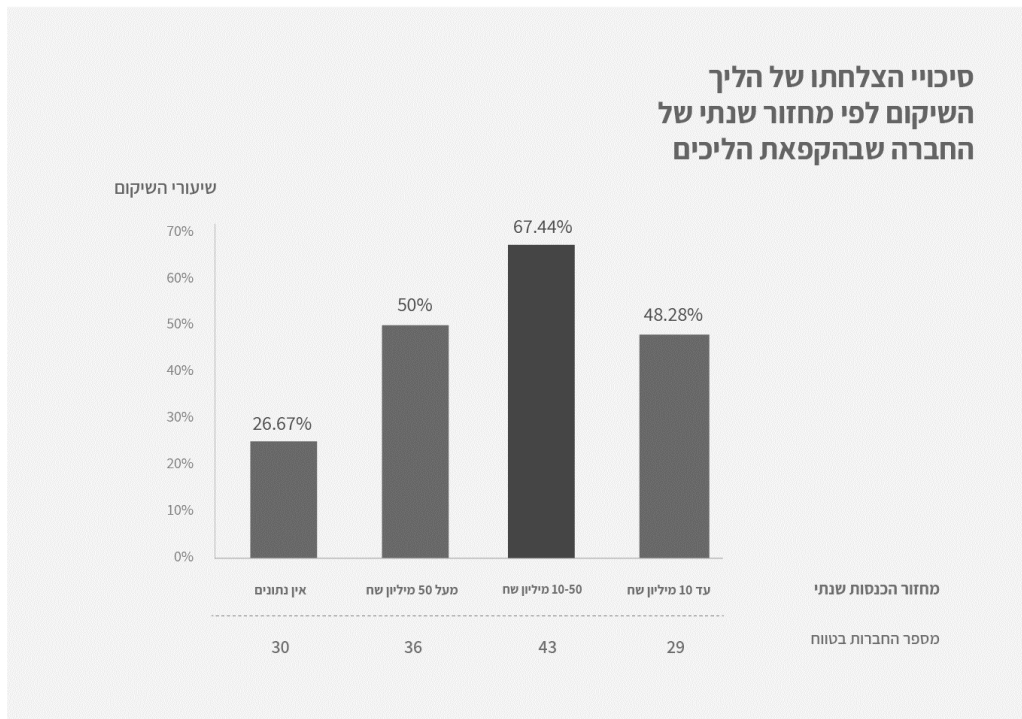
**4. מחזור שנתי**

בלוח 4 מוצגת התפלגות המחזור השנתי (הכנסות) לפי שיעורי השיקום. ניתן לראות כי בחברות שיש להן מחזור שנתי קטן יחסית או גדול יחסית, הסיכוי להצלחתו של הליך השיקום יורד. כאשר המחזור השנתי הוא ב"טווח הביניים" שבין 10 ל-50 מיליון ש"ח נמצאו סיכויי השיקום הגבוהים ביותר (67.44%).

משתנה זה מובהק ברמה של פחות מאחוז ברגרסיה חד-ממדית (טבלה 4 בנספח א) ובעל מובהקות סטטיסטית בשיעור של 6% במודל רב-משתנים.



## לוח 4 – סיכויי הצלחת הליך השיקום לפי מחזור הכנסות שנתי



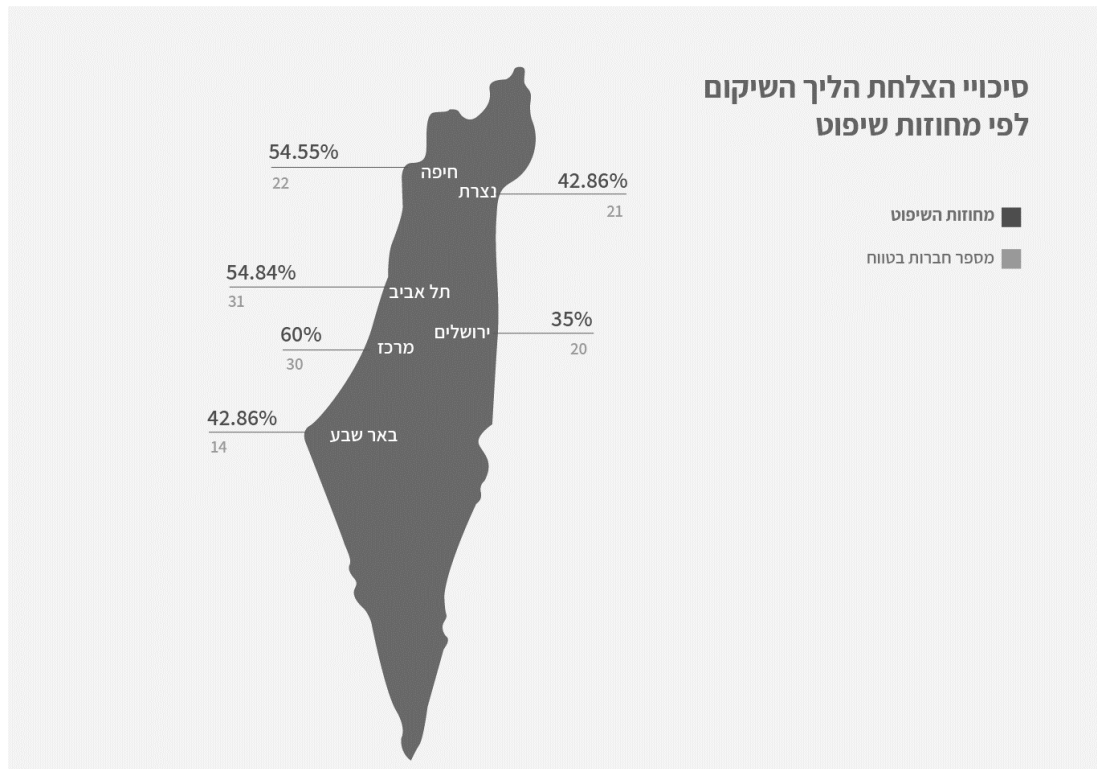
יש לציין כי גם בקצוות היו סיכויי השיקום סביב הממוצע. לעומת זאת בחברות שלא אותר בהן כלל נתון על המחזור השנתי היו סיכויי השיקום נמוכים ביותר (26.67%). עם זאת הפער בין חברות אלה לבין החברות בעלות הכנסות גבוהות יחסית או נמוכות יחסית אינו מובהק מבחינה סטטיסטית.

**5. מחוזות שיפוט**

ככלל, כללי הסמכות המקומית בתקנות סדר הדין האזרחי מובילים לכך שהליכי חדלות פירעון יוגשו נגד חברות במחוז השיפוט שבו מצוי משרדה הרשום של החברה או עיקר עסקיה או נכסיה. החלוקה למחוזות גאוגרפיים עשויה ללמד על סיכויי השיקום באזורים עתירי פעילות עסקית כמו אזור תל אביב והמרכז לעומת אזורים המצויים בפריפריה הכלכלית של ישראל, כגון דרום הארץ.

לפיכך נבחנו סיכויי השיקום של החברות בחלוקה הגאוגרפית למחוזות שיפוט (לוח 5). בחלוקה זו ניתן אכן להצביע על הבדלים ניכרים בין שיעורי השיקום באזורים שניתן לכנותם "המרכז הכלכלי" לבין אזורים המצויים בפריפריה הכלכלית.

## לוח 5 – סיכויי הצלחת הליך השיקום לפי מחוזות שיפוט



בחלוקה למחוזות שיפוט נמצאו פערים בין מחוזות הממוקמים במרכזים העסקיים של ישראל (תל אביב, מחוז המרכז וחיפה) בכל הנוגע לשיעור החברות שסיימו הליך שיקום בהצלחה – 56.63% בממוצע משולב של שלושה מחוזות אלה – לעומת שיעור הצלחה ממוצע משולב של 40% בלבד בשיקום החברות שהופנו להליך הבראה במחוזות השיפוט בפריפריה הכלכלית (באר שבע, נצרת וירושלים).<sup>65</sup> משתנה דמי לכל מחוז הוכנס לרגרסיה, ואכן מובהקות סטטיסטית נמצאה רק לאחר איחוד המחוזות לפי שיעורי השיקום שלהם, הן כמשתנה יחיד (טבלה 5 בנספח א) והן במודל רב-משתנים.

## 6. ותק החברה

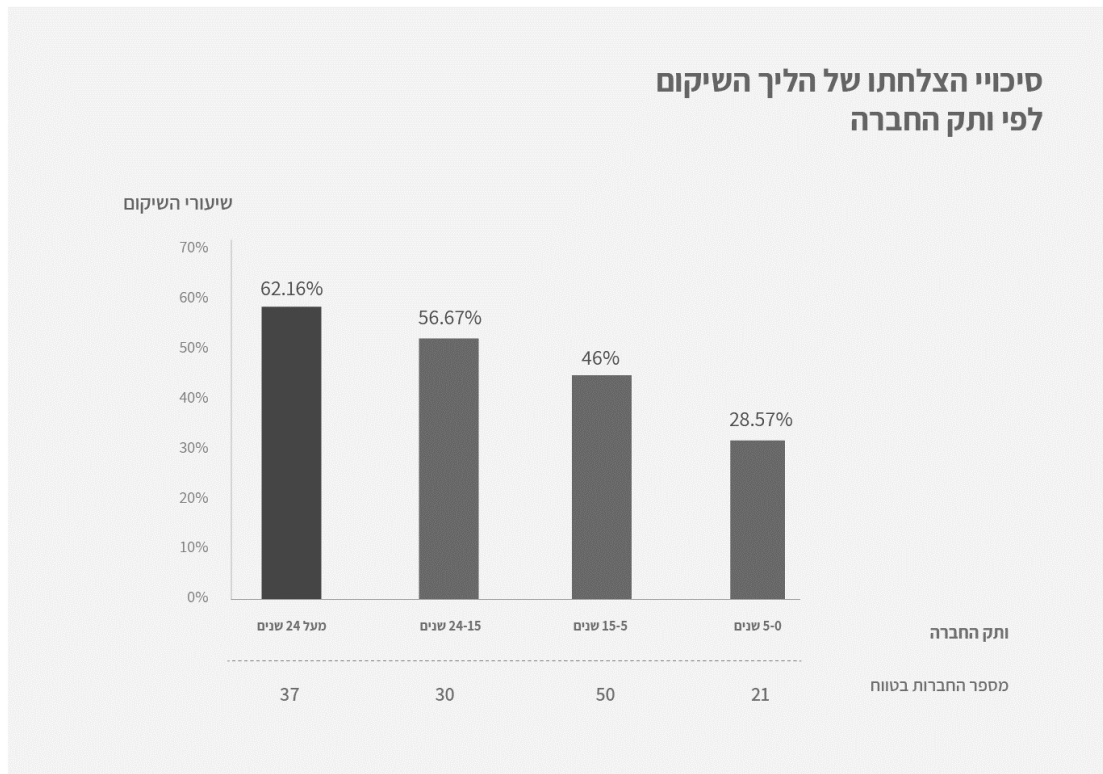
ותק החברה עשוי ללמד על קיומה של מערכת יחסים ממושכת עם נושים מובטחים, כמו בנקים ונותני אשראי אחרים, אשר מחזקת את המוניטין של החברה בכל הקשור לעמידה בהתחייבויות. באירופה הוותק הממוצע של החברות הנקלעות לחדלות פירעון הוא 9 עד 17 שנים, ובאנגליה – 8 עד 15 שנים.<sup>66</sup>

מלוח 6, המציג את שיעורי השיקום לפי ותק חברה, עולה כי קיים מתאם חיובי בין ותק החברה לסיכויי השיקום שלה.

<sup>65</sup> אנו מתייחסים למחוז ירושלים כ"פריפריה כלכלית" בשל ממצאי המחקר ובהתחשב בממד החברתי-כלכלי של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הלמ"ס), והשיוך של עיר הבירה לאשכול חברתי-כלכלי נמוך. המדד אומנם אינו מעיד ישירות על מצבה של פעילות עסקית פרטנית בתחומי הרשויות המקומיות המדורגות בו, אך הוא אינדיקטור לחוסן הכלכלי של אזורים גאוגרפיים בישראל. מדד זה יכול ללמד אפוא על החוסן הפיננסי של עסקים קטנים ובינוניים הפועלים באזורים אלה. נתוני סוף שנת 2015 מראים כי מספר גדול של יישובים במחוז הדרום ובמחוז הצפון משתייכים לאשכולות החלשים ביותר, אשכול 1 ואשכול 2. הערים המרכזיות במחוז ירושלים – ירושלים ובית שמש – משתייכות אף הן לאשכול 2 החלש. לעומת זאת, רוב הערים במחוזות חיפה, תל אביב והמרכז משתייכות לאשכולות חזקים. למשל, תל אביב-יפו, הרצליה ורעננה (אשכול 8), חיפה, וראשון לציון (אשכול 7), נתניה וחדרה (אשכול 6). ראו הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה **אפיון יחידות גאוגרפיות וסיווגן לפי הרמה החברתית-כלכלית של האוכלוסייה בשנת 2015** לוח 1 <https://bit.ly/3CGNDAv> (2019).

<sup>66</sup> Blazy & Nigam, לעיל ה"ש 40, בעמ' 100.

## לוח 6 – סיכויי הצלחת הליך השיקום לפי ותק החברה

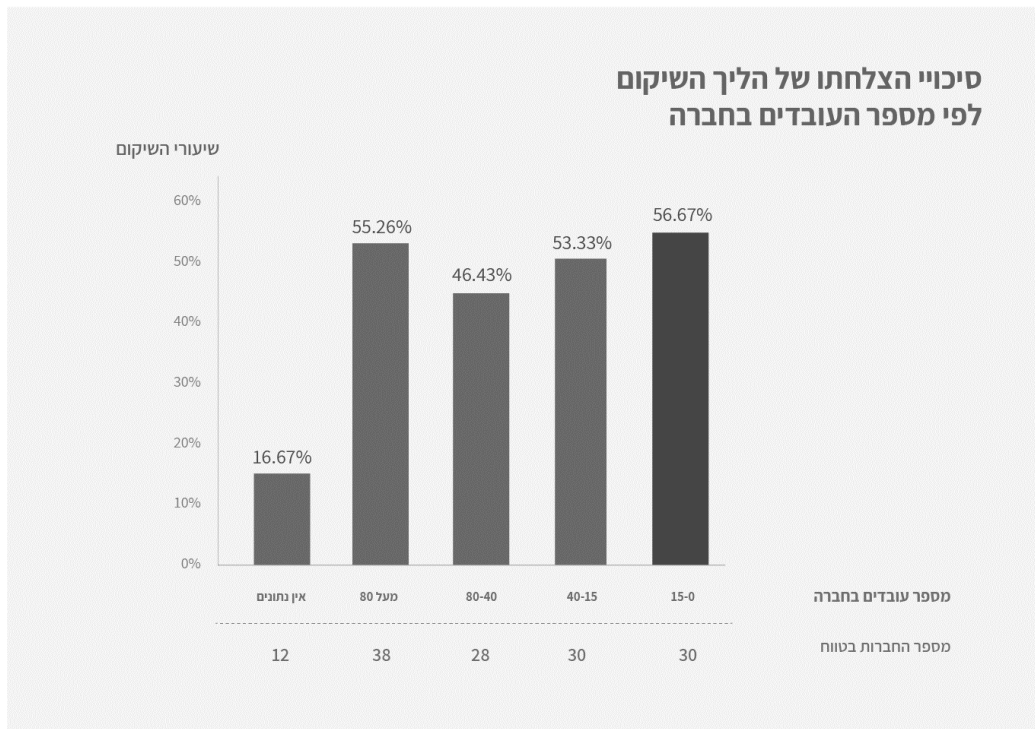


ניסיון לאמוד את השפעת הוותק בחלוקה לארבע הקבוצות הניב תוצאות לא מובהקות. מובהקות של 7% נמצאה רק ברגרסיה חד-ממדית (טבלה 6 בנספח א' ובחלוקת הוותק לשתי קבוצות: עד 15 שנה ויותר מזה). הסיכוי של חברות שהוותק שלהן הוא מעל 15 שנה לסיים הליך שיקום בהצלחה גדול יותר – כ-60% – לעומת חברות שהוותק שלהן קטן מ-15 שנה אשר סיכוייהן לסיים בהצלחה הליך שיקום הם כ-41%. אך כאמור הבדל זה מובהק סטטיסטית רק ברגרסיה חד-ממדית.

**7. עובדים**

לוח 7 מציג את התפלגות מספר העובדים לפי שיעורי השיקום. מלוח 7 ניתן לראות כי הסיכוי לשיקום גבוה יחסית כאשר יש בחברה מספר קטן יחסית (עד 40) או מספר גדול יחסית (מעל 80) של עובדים. כאשר מספר העובדים נמצא בטווח שבין שני מספרים אלה ("טווח הביניים"), הסיכוי לשיקום החברה יורד. בחלק מהחברות (12 במספר) לא נמצא כלל נתון על מספר העובדים. מצאנו כי סיכויי השיקום של חברות שלא נמצא בהן נתון על מספר העובדים היו נמוכים במידה ניכרת מאלה של שאר החברות (16.67%).

## לוח 7 – סיכויי הליך השיקום לפי מספר העובדים



הפער בסיכויי השיקום של החברות בעלות המספר הקטן יחסית והגדול יחסית של עובדים לבין החברות המצויות בטווח הביניים הוא מובהק סטטיסטית כמשתנה יחיד ברמה של 7% (טבלה 7 בנספח א). המשתנה אינו מובהק במודל רב-משתנים.

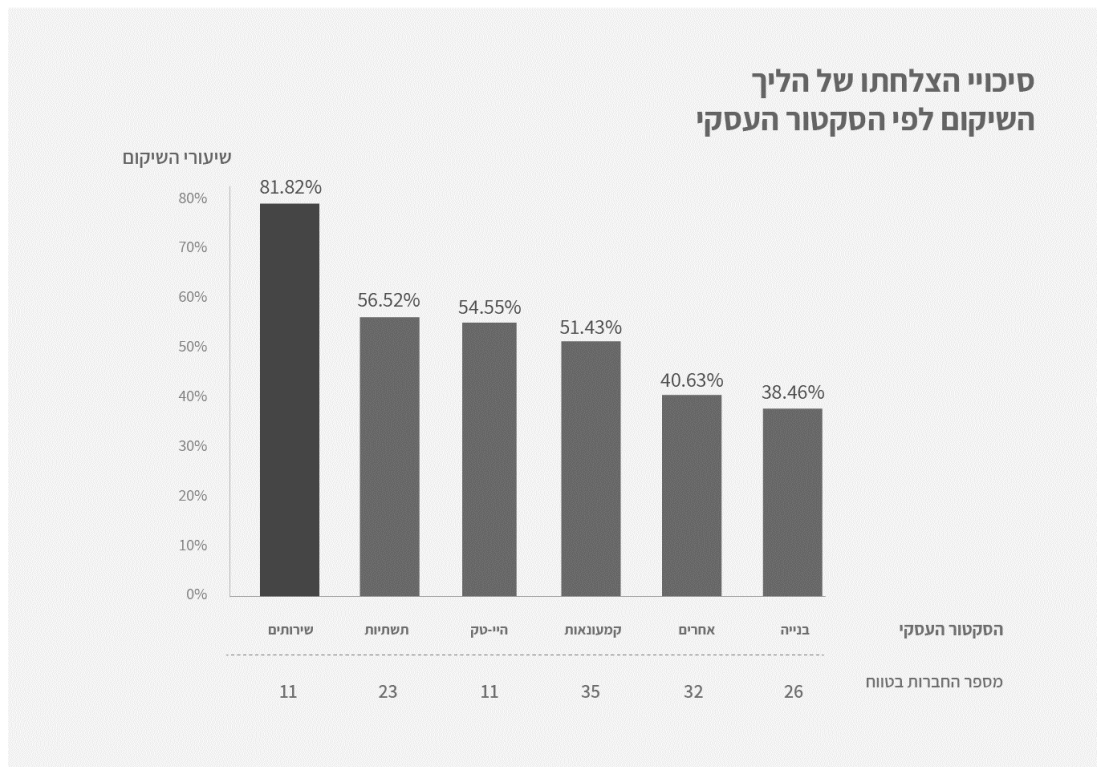
הסיכוי לשיקום של חברה שמספר עובדיה נמצא בטווח הביניים אומנם גדול מהסיכוי לשיקום בחברות שבהן לא נמצא כלל נתון על מספר העובדים, אך ההבדל בין שני סוגי הקבוצות האלה אינו מובהק סטטיסטית.

**8. ענף עסקי**

בבחינת סיכויי הצלחתו של הליך שיקום לפי משתנה השייך של החברה לענף (סקטור) עסקי מסוים נמצא כי ענף השירותים הפגין את סיכויי השיקום הגבוהים ביותר. הענפים תשתיות, היי-טק וקמעונאות הם בעלי סיכויי שיקום מעט מעל הממוצע, לעומת ענף הבנייה ושאר הענפים שסיכויי השיקום שלהם נמוך מהממוצע. ההבדלים בין הענפים מוצגים להלן בלוח 8. במודל החד-ממדי (טבלה 8 בנספח א) נמצאה מובהקות סטטיסטית של 5% לענפים שירותים, תשתיות, היי-טק וקמעונאות לעומת כל שאר הענפים, אך ההבדלים אינם מובהקים במודל רב-משתנים.



## לוח 8 – סיכויי הצלחת הליך השיקום לפי ענף עסקי



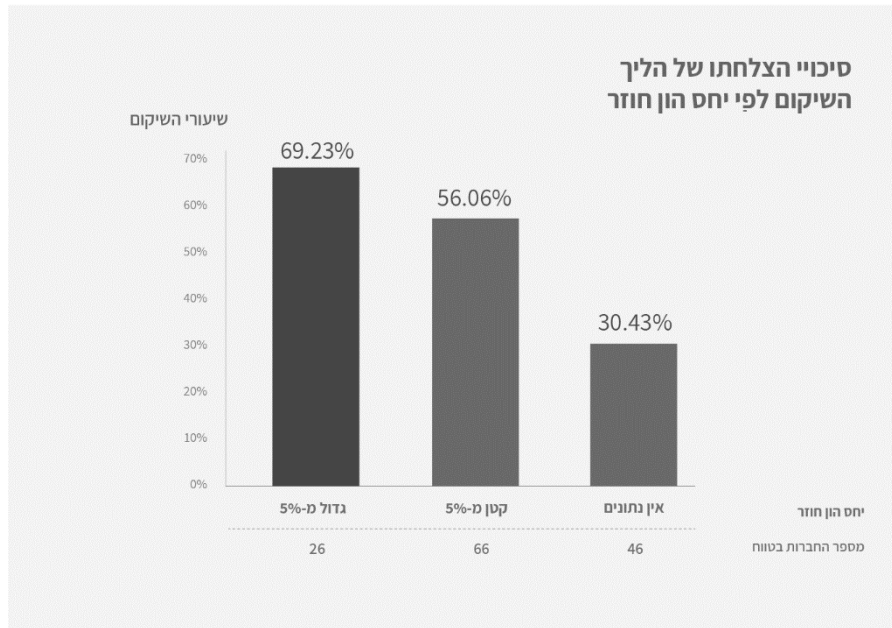
## 9. יחס הון חוזר נטו ביחס למאזן

ההון החוזר משקף את סך כל הנכסים של החברה בניכוי סך כל ההתחייבויות של החברה. הון חוזר נטו חיובי פירושו שסך הנכסים השוטפים עולה על סך ההתחייבויות השוטפות, והון חוזר נטו שלילי פירושו כי סך כל ההתחייבויות השוטפות עולה על סך כל הנכסים השוטפים. "יחס הון חוזר נטו ביחס למאזן" הוא היחס בין ההון החוזר נטו לסך הנכסים.

ממצאי המחקר המוצגים בלוח 9 מראים כי כאשר יחס ההון החוזר נטו ביחס למאזן הוא 5% או נמוך מזה, ובכלל זה יחס הון חוזר שלילי, הסיכוי לשיקום החברה הוא 56%. כאשר היחס עולה על 5%, גדל הסיכוי לשיקום לכ-70%. זהו ממצא חשוב המלמד כי גם כאשר שיעורו של יחס ההון החוזר של החברה נמוך יחסית, עדיין יש לחברה סיכוי טוב להשתקם. לעומת זאת בחברות שבהן לא אותרו נתונים על יחסים פיננסיים ובייחוד לא נמצא כלל נתון על יחס ההון החוזר, היה שיעור הצלחה של הליך ההבראה 30% בלבד.

הממצאים מובהקים מבחינה סטטיסטית ברגרסה חד-ממדית (טבלה 9 בנספח א) ברמה של פחות מ-2% ומובהקות של 3% במודל רב-משתנים.

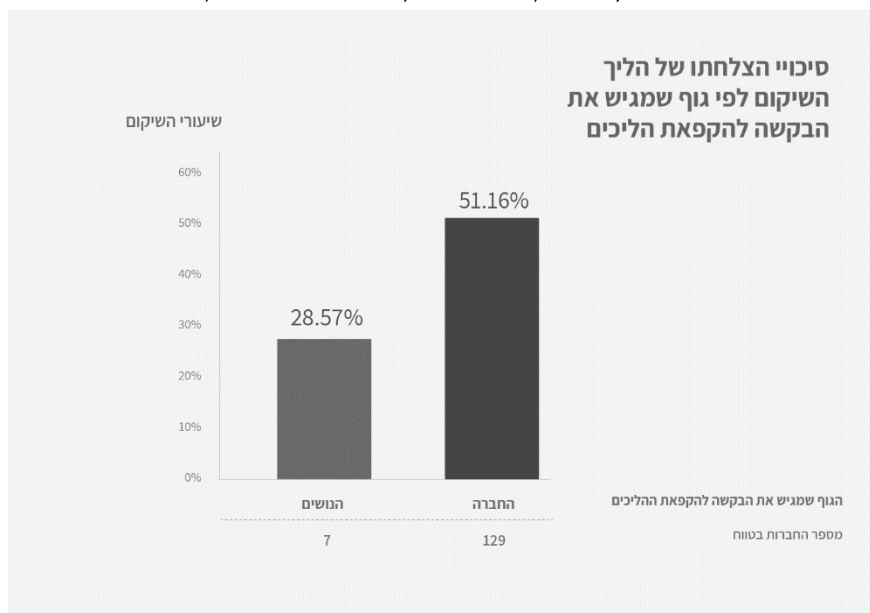
לוח 9 – סיכויי הצלחתו של הליך השיקום לפי יחס הון חוזר



10. הגורם המבקש את הקפאת ההליכים

בקשה להקפאת ההליכים יכולים להגיש החברה עצמה או נושיה. ככלל, נושים ממעטים מאוד להגיש בקשות להקפאת ההליכים. מתוך כלל החברות במחקר, רק בשבעה מקרים הוגשה הבקשה להקפאת ההליכים על ידי נושיה של החברה ולא על ידי החברה עצמה. הנתון הזעום של מספר הבקשות שמגישים נושים אינו מפתיע, שכן בדרך כלל יש לנושים גישה מוגבלת מאוד למידע על הסיכויים והאפשרויות לשיקום כלכלי של החברה, דבר הפוגם ביכולתם להראות כי לחברה יש סיכויי שיקום טובים. ממצאי המחקר המוצגים בלוח 10 מראים כי כאשר הנושים הם שמגישים את הבקשה להקפאת ההליכים לבית המשפט, סיכויי הצלחתו של הליך השיקום יורדים במידה ניכרת. עם זאת יודגש כי ממצא זה אינו מובהק סטטיסטית לא ברגרסיה חד-ממדית (טבלה 10 בנספח א) ולא במודל רב-משתנים, והסיבה יכולה להיות המספר הזעום של ההליכים שבהם הנושים מגישים את הבקשה.

לוח 10 – סיכויי הצלחתו של הליך השיקום לפי הגוף המגיש את הבקשה

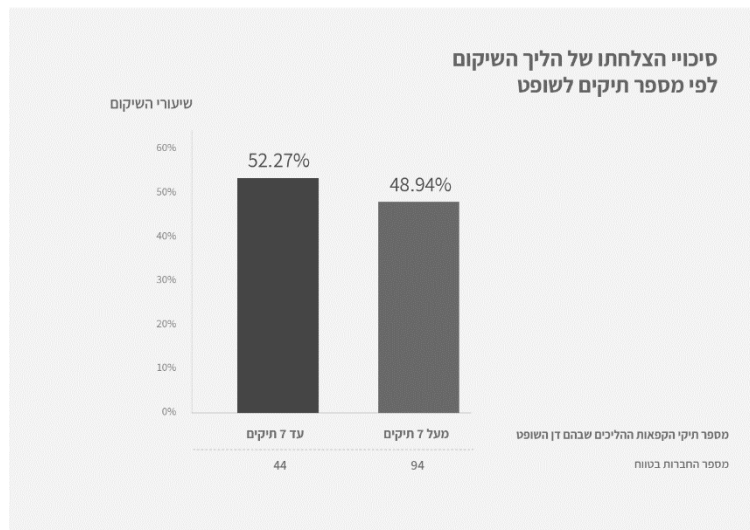




**11. עומס שיפוט**

אם יש לשופט היושב בדין השפעה על התוצאה של ההליך, ניתן לשער כי עומס התיקים של הקפאות הליכים עלול לפגוע בתשומת הלב השיפוטית שתוקדש לכל תיק. לחלופין, ייתכן שעומס התיקים נובע משיקול ניהולי מערכתי. דהיינו, ייתכן כי שופטים בעלי ניסיון רב משל אחרים מקבלים מספר גדול יותר של תיקים מתוך הנחה שניסיונם יוביל לכך שהקפאות הליכים שבניהולם יסתיימו בשיעור גבוה יותר של הסדרים. לוח 11 מציג את סיכויי השיקום המוצלח לפי עומס התיקים המוטל על כל שופט. כפי שניתן לראות, נמצא כי משתנה מספר התיקים לשופט בעל השפעה מזערית, ואינו מובהק מבחינה סטטיסטית, לא ברגרסיה חד-ממדית (טבלה 11 בנספח א) ולא במודל רב-משתנים.

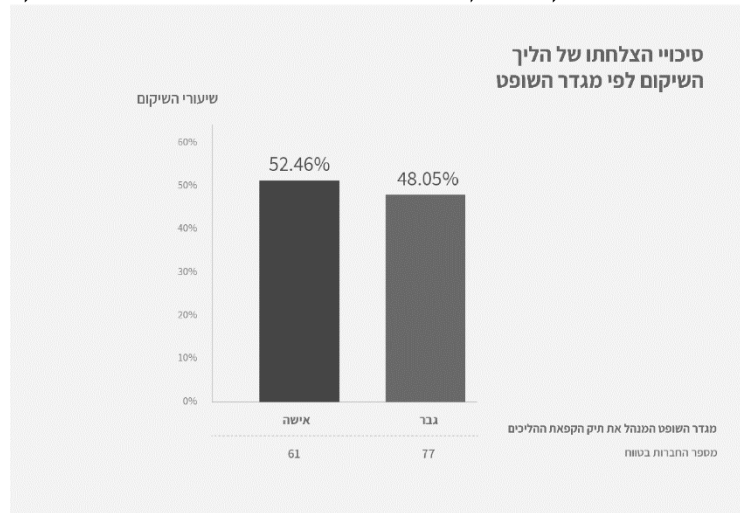
**לוח 11 – סיכויי הצלחתו של הליך השיקום לפי עומס תיקי הקפאת הליכים**



**12. מגדר**

בלוח 12 ניתן לראות את סיכויי הצלחתו של הליך השיקום לפי שיוכו המגדרי של השופט. בדומה למשתנה עומס תיקי הקפאת הליכים, גם משתנה המגדר של היושב בדין אינו מנבא את סיכויי ההצלחה. שיעור הליכי השיקום שניהלו שופטות ושהסתיימו בהצלחה גבוה במעט מזה של הליכים שניהלו שופטים, אך נתון זה אינו מובהק סטטיסטית, לא ברגרסיה חד-ממדית (טבלה 12 בנספח א) ולא במודל רב-משתנים.

**לוח 12 – סיכויי הצלחתו של הליך השיקום לפי מגדר השופט המנהל את ההליך**



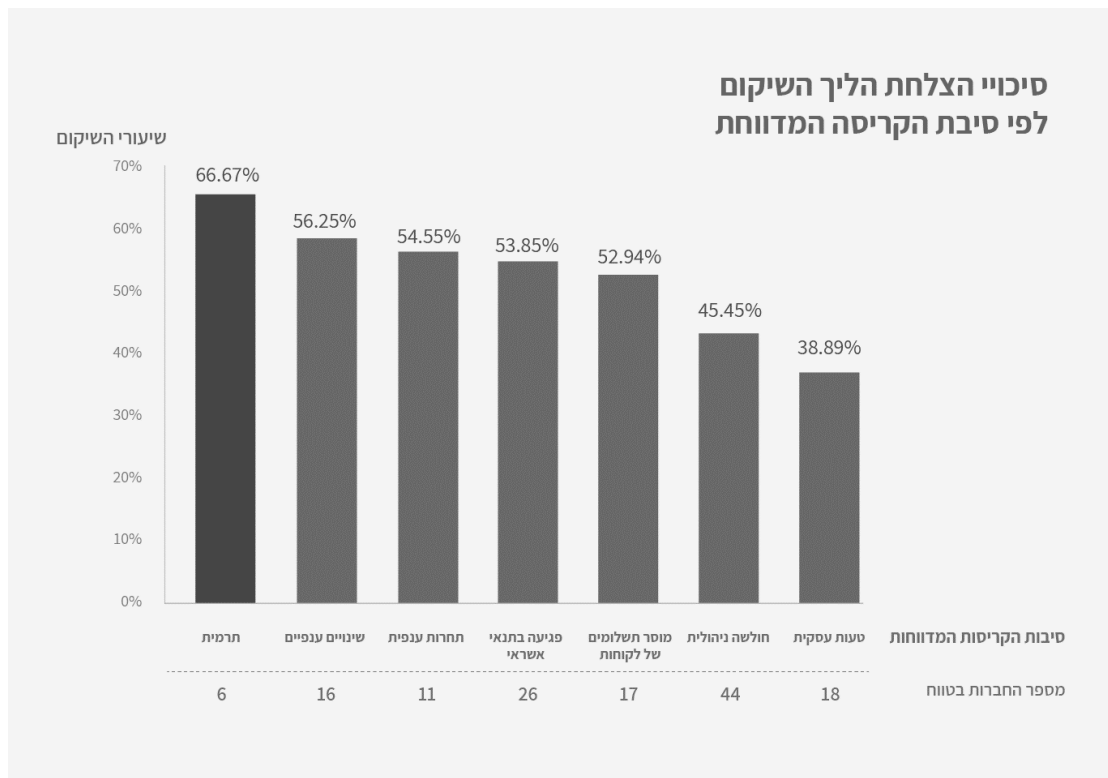
### 13. סיבת הקריסה

על משתנה סיבת הקריסה מדווחות החברות עצמן, ולכן הוא אינו אובייקטיבי, ויש לייחס לו אמינות נמוכה בפני עצמו. הממצאים מוצגים בלוח 13.

ניתן לשער כי הסיכויים הגבוהים יחסית של שיקום חברות שקרסו בשל תרמית נובעים מכך שגילוי התרמית מאפשר להרחיק את הגורם המזיק מהחברה ולהחזירה לפסים עסקיים חיוביים, אך המספר הקטן יחסית של מקרים שבהם דווחה "תרמית" כסיבת הקריסה אינו מאפשר כאמור להסיק מסקנות אמפיריות מנתון זה. נתון זה אינו מובהק סטטיסטית, לא ברגרסיה חד-ממדית (טבלה 13 בנספח א) ולא במודל רב-משתנים.

ככלל, אנו סבורים שקיים קושי לייחס אמינות לדיווחי החברה בנוגע לסיבות למצבה הכלכלי, משום שחברות המבקשות לקבל מבית המשפט צו הקפאת הליכים פועלות בין היתר לאיתור משקיעים או קונים פוטנציאליים. במצב זה סביר להניח שהחברות תימנענה מלנקוב בסיבות שעלולות להרתיע משקיע או רוכש פוטנציאלי שכזה.

## לוח 13 – הצלחת הליך השיקום לפי סיבת הקריסה



## ד. דיון

לאיזו חברה חדלת פירעון יש סיכויים גבוהים להשתקם או להביא לכך שפעילותה תימכר כעסק חי? מחקר זה מצביע על כמה וכמה מאפיינים היכולים לסייע באבחון זה.

ראשית, חברה שיחס החוב למחזור שלה נמוך מאחד, או לכל היותר שווה לאחד, היא בעלת סיכוי של 50% ויותר לשיקום. דהיינו, היא עונה לדרישת סעיף 23 לחוק חדלות פירעון בדבר קיומו של "סיכוי סביר" לשיקום. נוסף על זה, ההסתברות לשיקום מוצלח עולה ככל ששיעור החוב המובטח מכלל החוב נמוך יותר; ככל שהחברה ותיקה יותר; כאשר מספר העובדים גדול יחסית או קטן יחסית; כאשר החברה מצויה במרכז הכלכלי של הארץ (להבדיל מהפריפריה הכלכלית); כאשר המחזור השנתי שלה נע בין 10 ל-50 מיליון שקלים; כאשר תחום עיסוקה הוא ענף השירותים, התשתיות או הקמעונאות.

תובנה חשובה ביותר העולה מהמחקר היא כי קיומו של תיעוד שלם, עדכני ומהימן המאפשר לעמוד על מצבה הפיננסי של החברה ועל המצב של נכסיה – דהיינו ספרי חשבונות ודוחות כספיים – הוא אינדיקטור חשוב ומובהק להערכת סיכויי השיקום של החברה. היעדרם של נתונים פיננסיים מנבא סיכויי שיקום נמוכים ביותר.<sup>67</sup> ניתן להעריך כי הסיבה המרכזית להיות היעדרם של דוחות אלה מנבא שלילי הצלחת השיקום הכלכלי היא כי נכונותם של נתוני אשראי ושל משקיעים חדשים להזרים כספים למימון פעילות שוטפת של חברה המצויה בחדלות פירעון מותנית לא אחת ביכולתם לעמוד על מצבה הפיננסי של החברה ועל התמונה המלאה והמהימנה

<sup>67</sup> יש מקרים נדירים שבהם היעדר נתונים כספיים בתיק בית המשפט הוא תוצאה של בקשה מפורשת של החברה להטיל חיסיון על הנתונים הללו. ראו למשל פר"ק (מחוזי ת"א) 30593-09-19 פאור דיאלינג בע"מ נ' התיאטרון הלאומי הבימה בע"מ, פס' 6 להחלטתו של הנשיא אורנשטיין (נבו 25.11.2019). בעניין זה מעניינת הערת הנשיא אורנשטיין כי ללא מסירת נתונים לגופים האמורים לתמוך בהבראת החברה לא ניתן לגבש תוכנית הבראה: "הכיצד ניתן לבחון היתכנות לקבלת תמיכות ולגבש תכנית הבראה שתוצג למדינה אם לא חושפים לפניה את מלוא החובות".

של ההתחייבויות והנכסים של החברה.<sup>68</sup> עם זאת תיתכן גם סיבתיות הפוכה: אפשר כי חברות שבהן תהליכי איסוף וניהול המידע הפיננסי גרועים מתאפיינות גם בניהול גרוע שבעטיו סיכוייהן לעלות על פסים של שיקום נמוכים ביותר בעיני הנושים, דבר המוביל לכך שסיכוייהן להגיע לפירוק גבוהים יותר.

תובנה חשובה נוספת של המחקר היא כי היחסים הפיננסיים הם מנבאים משמעותיים של סיכויי השיקום הכלכלי של חברה חדלת פירעון. יתרה מזאת, היחסים הפיננסיים הם הנתונים בעלי כוח הניבוי הרב ביותר מבין שלל הנתונים שמובאים לפני בית המשפט. אנו סבורים אפוא כי בבואם של בתי המשפט לקבל החלטה על הפניית חברה לשיקום כלכלי חייבים הם לתת את הדעת לפרטים כמו היחסים הפיננסיים, לעצם קיום הנתונים המאפשרים בחינה של יחסים אלה, למהימנותם של הנתונים ולמשמעות הנתונים.

יחס בין סך כל החובות של החברה למחזור הוא היחס הפיננסי בעל המשמעות המובהקת ביותר במחקר. ככל ששיעורו של יחס החוב למחזור נמוך יותר, כך גדל הסיכוי לשיקום כלכלי. ככלל, ככל שיש יחס החוב למחזור גבוה יותר (במיוחד כאשר הוא עולה על השיעור של 75%), סיכויי השיקום של החברה נמוכים יותר, למעשה קלושים, ואין תוחלת להפניית חברה במצב כזה לשיקום כלכלי.

לעומת זאת קיומו של יחס הון חוזר נטו ביחס למאזן נמוך אינו צריך להרתיע את בית המשפט מהפניית החברה לשיקום כלכלי. כאשר יחס ההון החוזר נמוך יחסית (5% ומטה), אומנם סיכויי השיקום פוחתים, אבל ההסתברות לשיקום עדיין עולה על ההסתברות לכישלון (שיעורה הוא 56%), ואילו כאשר יחס ההון החוזר גבוה (עולה על 5%), יש לחברה סיכוי של כ-70% ומעלה להשתקם ולשוב למתכונת של עסק חי.

השוואה למחקר שנעשה באנגליה מעניינת בהקשר הזה. באנגליה נמצא כי שווי מאזן הנכסים של החברה משפיע על הסיכוי לשיקום או לפירוק. ככל שהנכסים שיש לחברה רבים יותר, כן פוחת הסיכוי לפירוק וגובר הסיכוי לבחירה בהליך של שיקום כלכלי.<sup>69</sup> באנגליה הושם דגש על נכסים קבועים שהם מנבא משמעותי לבחירה בהליך של שיקום.<sup>70</sup> לעומת זאת נמצא שם כי העובדה שיש לחברה בעיקר נכסים שוטפים שניתנים להמרה מיידית למזומנים אינה מבטיחה כי הנושים יקבלו ערך רב יותר בפירוק לעומת שיקום, משום שהליכי פירוק באנגליה מתאפיינים בחוסר יעילות ובסחבת הגורמים לשחיקה בערך הנכסים השוטפים ולפגיעה בשיעור פירעון חוב לנושים בכללותם.<sup>71</sup>

בניתוח סטטיסטי מרובה-משתנים של הליכי חדלות פירעון באנגליה נמצא מתאם חיובי בין היקף החוב המובטח לבין העדפה של הליך שיקום על פני פירוק. זהו ממצא הסותר את הגישה המקובלת בספרות האקדמית. הסיבה לכך נעוצה בעובדה שבאנגליה אין לבנקים אפשרות לנקוט הליך יחידני של אכיפת איגרות חוב וכינוס נכסים, ונכפה עליהם להשתתף בהליך הקולקטיבי. במקרה כזה כאשר הסיכוי לשיקום הוא ממשי ועשוי להניב

<sup>68</sup> דוגמה לכך ניתן למצוא בפרוטוקול הדיון מיום 25.9.2019 בחדל"ת (מחוזי ת"א) 59036-09-19 **לכרד נ' מיכל נגרין עיצובים בע"מ** (נבו 25.9.2019), שהוא אחד ההליכים הראשונים שבהם הוגשה בקשה לפתיחת הליכים לחוק חדלות פירעון. הבקשה הוגשה בידי העובדים של חברת עיצוב תכשיטים אשר ביקשו מבית המשפט למנות נאמן לבחינת שיקומה הכלכלי של החברה. בדיון התייצב בא כוחו של משקיע זר והביע עניין ברכישת החברה כעסק חי ואף נכונות להשקיע כספים בהפעלה השוטפת של החברה. בפרוטוקול הדיון אמר עורך הדיון של המשקיע כי "הלקוח שלי הוא חברה זרה בארה"ב שמגלה עניין רב, אבל בין עניין לבין להוציא כסף מהכיס יש פער. המדובר בלקוח שמגלה עניין לרכוש את המותג, את החנויות ואולי גם את המפעל ויכול להיות שיהיה נכון להזרים, ואני אומר זאת בזירות ובהסתייגות, את הסכום ההכרחי להפעלה מצומצמת [...] אבל הכל נורא 'בתולי'. **עוד לא קיבלנו מאזנים לעיין בהם**". לדברים אלה השיב בא כוחה של החברה ובעלי השליטה הנוכחיים: "כל החומר קיים וכמובן ניתן לספק אותו. המדובר בחברה מאורגנת ומסודרת" (ההדגשות הוספו).

<sup>69</sup> Blazy & Nigam, לעיל ה"ש 40, בעמ' 102.

<sup>70</sup> שם.

<sup>71</sup> שם.

לבנקים תועלת גדולה מזו שבהליך פירוק, הנושים המובטחים יפעילו את יכולותיהם על מנת לתמוך בהליך שיקום, דבר שיגדיל את הסיכוי להצלחתו.<sup>72</sup>

מעניין כי בישראל נמצא שיעור גבוה יחסית של הצלחה בחברות טכנולוגיה ובחברות שירותים (כוח אדם) שאינן מתאפיינות ככלל בנכסים מאזניים, בניגוד לממצא במחקר באנגליה. ניתן להסביר תופעה זו בהבנה של הנושים כי חברות טכנולוגיה וחברות שירותים נשענות במידה רבה על כוח האדם שלהן. בהיעדר נכסים מאזניים פירוקה של חברת טכנולוגיה לא יניב לנושים ערך. בדומה לזה, הפקת פעילותה של חברת שירותים, כגון חברת שמירה או חברת ניקיון, תביא בדרך כלל לעזיבה מיידית של העובדים לטובת חברה אחרת שתעניק את השירותים במקומה של החברה שנקלעה לחדלות פירעון. לנוכח מאפיינים אלה מובן כי הנושים של חברות מסוג זה, הסבורים שיש תוחלת כלכלית להמשך הפעלת החברות יהיו מעוניינים למצוא פתרון שיאפשר את המשך פעילות החברה במהירות הרבה ביותר. הסיבה להיותו של ממצא זה בולט בישראל נעוצה לדעתנו בעובדה שבאנגליה אין לנושים אפשרות לנקוט הליך של כינוס נכסים.

לעומת המצב באנגליה, בדין הישראלי עומדת לנושים המובטחים אפשרות לנקוט הליך של כינוס נכסים, ולכן במקרים רבים הם יעדיפו את האינטרס הצר שלהם במימוש הנכסים בדרך של כינוס נכסים על פני המטרה של שיקום התאגיד. ואכן, הטענה המקובלת בספרות היא שנושים מובטחים נוטים להעדיף הליך של כינוס נכסים ופירוק החברה על פני שיקומה הכלכלי. טענה זו מקבלת משנה תוקף במחקרנו.

ממצאי המחקר מראים כי ככל ששיעור היחס בין החוב המובטח לבין סך כל החובות נמוך, כך גדל הסיכוי לשיקום (ראו לוח 3.1). במחקר נמצא פער חד בהסתברות לשיקום בין חברות שבהן היה שיעורו של יחס החוב המובטח מסך כל החובות נמוך לחברות שבהן היה שיעור החוב המובטח גבוה.

אפשר להניח כי סיכויי הצלחה הנמוכים של שיקום במצב שבו שיעור החוב המובטח עולה על 55% מכלל החוב נובעים מכך שבמקרים אלו מימוש נכסי החברה משמש – רובו ככולו – לכיסוי החוב הנושה המובטח ואינו מותיר עודפים לחלוקה לנושים הכלליים (רגילים), דבר שחוסם את האפשרות לגיבוש הסדר נושים ולשיקום. סיבה נוספת היא שבמקרים שבהם קיים חוב מובטח גדול, הנושים המובטחים יעדיפו לנקוט הליך של אכיפת איגרות החוב וכינוס נכסים על פני הליך מורכב של שיקום. הליך של אכיפת איגרות חוב וכינוס נכסים מתרכז בפירעון החוב המובטח ומנטרל חלק נכבד מהלחצים של בעלי אינטרסים אחרים, כגון עובדים ונושים כלליים.

מצב זה סותר את כוונת המחוקק. הדין הקיים מכיר בחשש כי נושה מובטח המעוניין בפירעון חובו לא יתחשב בסיכוייהם של נושים לא מובטחים לקבל את נשייתם. הדין אמור ליצור אפוא מצב שבו הנושה המובטח אמור להיות אדיש לשאלה אם בית המשפט יורה על שיקום או על פירוק החברה. לפי החוק, בטרם נעתר בית המשפט לבקשה למתן צו הקפאת הליכים שבמסגרתה מנועים נושים מובטחים מלפעול למימוש בטוחתם, על בית המשפט להשתכנע כי במסגרת הליכי השיקום יזכה הנושה המובטח להגנה הולמת.<sup>73</sup> בפועל נראה כי הנושים המובטחים, שהם גם השחקנים העיקריים הנקראים להעמיד אשראי לחברות חדלות פירעון, יכולים לסכל בקלות את הליך השיקום של חברה שבה יש להם בטוחות שקל לממשן באופן שישא את שיעור פירעון החוב במהירות במקום לנהל הליך שיקום כלכלי מורכב וממושך. אנו משערים כי מרכזיותם של שחקנים אלה הופכת אותם ל"שחקני וטו" בהחלטה על העברת החברה למסלול של שיקום כלכלי, אף אם לכאורה הם אמורים להיות אדישים להחלטה ומוגנים מפני כישלון בהליכי השיקום.

<sup>72</sup> שם, בעמ' 112–113.

<sup>73</sup> ראו, ס' 4 ו-245 (ב) לחוק חדלות פירעון.

ממצאי המחקר בעניין השפעת המיקום הגאוגרפי של החברה על סיכויי השיקום מצדיקים תשומת לב מיוחדת, שכן הם מנוגדים לגישתו החברתית-האינטואיטיבית של בית המשפט לתת עדיפות לשיקומן של חברות המצויות באזורי הפריפריה הכלכלית של המדינה.<sup>74</sup> המחקר מלמד כי הסיכויים של חברה להשתקם באזורים אלה נמוכים מהממוצע. יתר על כן, היות שלא נמצא ולו מקרה אחד שבו הסכים רוכש חיצוני לרכוש חברה באזורי הפריפריה, אנו סבורים כי כבואו של בית משפט להורות על שיקומה של חברה המצויה באזור זה עליו לתת את הדעת בכובד ראש לסיכויי החברה לשוב לעמוד על רגליה בכוחות עצמה.

השפעת מספר העובדים על סיכויי השיקום היא ממצא המבקש התייחסות. לכאורה, היינו מצפים כי שיעור הצלחת השיקום יעלה בקנה אחד עם הגידול במספר העובדים הממוצע בחברה. בפועל, כפי שנראה בלוח 7 לעיל, לא כך הדבר. סיכויי השיקום גבוהים כאשר מספר העובדים קטן יחסית, והם יורדים כאשר מספר העובדים גדל, ולאחר מכן מתחילים לטפס שוב, ולכן הסיכוי לשיקום שב להיות גבוה כאשר מספר העובדים גדול במיוחד.

שיקום חברה מחייב התייחסות לעובדיה. ניתן לשער אפוא כי כאשר מספר העובדים קטן, קל להגיע עם העובדים לעמק השווה או לקבל את הסכמתם להסדר הנושים, בין שהדבר נובע מחולשת כוח המיקוח של העובדים כקבוצה קטנה ובין שהוא נובע מההיקף הקטן יחסית של החוב כלפיהם. ככל שגדל מספר העובדים, כך הופכת המשימה של השגת תמיכתם לקשה יותר.

הסבר אפשרי לסיכויי השיקום העדיפים של חברות בעלות מספר עובדים גדול במיוחד טמון ביחס של השקנים בהליך השיקום למצבים אלה. בית המשפט, הצדדים לתיק ולעיתים אף פעילים אקסוגניים (הסתדרות ופוליטיקאים) יקדישו מאמץ, תשומת לב ומשאבים רבים יותר בניסיון לאפשר את שיקום העסק כדי למנוע פגיעה במטה לחמם של עובדים רבים. במקרים מסוימים גודל החברה ומספר גדול במיוחד של עובדים עלולים להביא למיקוד תשומת הלב הציבורית בהליך בבית המשפט ובכך לתרום למאמציהם של השקנים השונים להביא לשיקומה של החברה.<sup>75</sup> ניתן לשער אפוא כי בחברות בעלות מספר גדול במיוחד של עובדים תורם הלחץ הסביבתי להצלחת השיקום.

## ה. מגבלות המחקר

מחקרנו אינו מאפשר לבחון "מה היה קורה אילו". כלומר, לא ניתן להעריך מה סיכויי השיקום של חברות אשר בית המשפט סבר מלכתחילה כי אין להן כל סיכוי להבריאה והורה על פירוקן. לפיכך אין באפשרות המחקר לנבא מהם הנתונים שיובילו את בית המשפט להפנות חברה להליך של שיקום והבראה לעומת המאפיינים שיובילו את בית המשפט להפניית החברה לפירוק. נוסף על זה נעיר כי אף שמדובר במחקר המקיף את כל המקרים של הקפאות

<sup>74</sup> דוגמה מהעת האחרונה להתחשבות בית המשפט בשיקולים גאוגרפיים ניתן למצוא בפר"ק (מחוזי נצ') 35331-03-19 ב.א. דורם **זמות בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ** 6 (נבו 26.3.2019), שבו קבע השופט עילבוני כי "תכליתו של צו הקפאת ההליכים היא להביא את החברה להסדר עם כלל הנושים, על מנת לשמור את החברה כעסק חי [...] בדגש על העובדה שמדובר בחברה שפעילותה נמצאת בעיקר באזור הפריפריה ומספקת עבודה ומקומות עבודה למספר לא מועט של עובדים ומשפחות, בין אם כעובדים של החברה ובין אם כעובדי קבלני המשנה שלה וכספקי שירות".

<sup>75</sup> לדוגמה, בעניין **התיאטרון הלאומי** (לעיל ה"ש 67), הורה בית המשפט על שיקומה של חברה אף שעל שולחנו נחה בקשת פירוק, ולא נמצא כי קיים סיכוי סביר לשיקום. בין היתר כתב הנשיא אורנשטיין, כך: "שותף אני לעמדה האמורה שהגם שהתיימו התנאים להורות על פירוק זמני של החברה, אזי מתן צו כאמור יהיה הרה גורל להבימה ולכן יש למצוא פתרונות אחרים בטרם 'המסך יורד'. בהקשר זה אביא בחשבון את העובדה שהחברה מעסיקה כ-388 עובדים ומשמעות צו הפירוק הזמני היא לרוב פיטורים מיידים ולכן כמובן משמעות קשה" (שם, בעמ' 10-11). דוגמה אחרת היא בבש"א (מחוזי י-ם) 974/05 **הסתדרות הרפואית בישראל נ' הכונס הרשמי בתפקידו כמפקח הזמני של עמותת ביקור חולים**, פ"מ התשס"ד(1) 211 (2005) שם כתב השופט שפירא בהחלטתו להפעיל את בית החולים לצורכי הבראת העמותה כי "הפירוק הוא לצורך הבראה, ולא לצורך פירוק וחיסול העמותה, דהיינו 'מפרק מפעיל', כשנגד עיני לא רק אינטרס הנושים, אלא גורלם של כ-800 עובדים, והיות העמותה בית חולים בלב לבה של ירושלים, על כל המשמעות מכך" (שם, פס' 1). כך, גם במקרה של בית החולים הדסה בירושלים בפר"ק (מחוזי י-ם) 14554-02-14 **הסתדרות מדיצינית הדסה נ' Hadassah Women's Organization of America Inc.** (נבו 11.2.2014) קבע השופט מינץ כי "אין ספק כי המבקשת ראויה להבראה מבחינות רבות, ביניהן האינטרס הציבורי, מספר העובדים והתועלת הצפויה מהליך שכזה לנושים" (שם, פס' 23-24).



הליכים בשנים שנבדקו, אוכלוסיית התצפיות קטנה יחסית, ועובדה זו עשויה להסביר את היעדר המובהקות של חלק מהמשנתנים שנבדקו אף שנצפה אצל חלק מהם שוני בסטטיסטיקה תיאורית.

בבואו של בית המשפט לקבל החלטה על שיקום חברה או על פירוקה הוא עלול לטעות אחת משתי טעויות: הטעות האחת היא החלטה להורות על הפנייה להליך שיקום של חברה שסיכויי שיקומה נמוכים (false positive); הטעות האחרת היא החלטה על פירוקה של חברה שסיכויי שיקומה גבוהים (false negative). כל אחת משתי הטעויות הללו אינה רצויה. דא עקא, מרגע שחברה מופנית לאפיק הפירוק לא ניתן עוד לדעת מה הייתה תוחלת השיקום שלה. מחקר זה בוחן אפוא אך ורק החלטות שבהן ניתן צו הקפאת הליכים ויכול לעמוד אך ורק על יכולתו של בית המשפט לדייק בהחלטות השיקום וההבראה.

הסתיוגות זו אינה גורעת מהתובנה החשובה שלפיה הפנייתה של חברה לשיקום כאשר סיכויי השיקום שלה טובים עדיפה מפירוק, בראייה של כלל הנושים. נושים מובטחים הם במקרים רבים נותני אשראי מתוחכמים, ולכן הם יודעים להעריך מתי שווי הבטוחה שבידם עולה על תוחלת שיעור פירעון החוב במקרה של שיקום. לכן סביר להניח שנושים אלה יעדיפו לממש את הבטוחה שבידם בהליך אינדיווידואלי כמו כינוס נכסים ולא בהליך קולקטיבי שבו אולי תידרש מהם התחשבות בנושים אחרים. מימוש בטוחות בדרך של כינוס נכסים יוביל את החברה בהסתברות גבוהה לחדלות פירעון ולפירוק, שאחריהם יהיה שיעור פירעון החובות לנושים הלא מובטחים אפסי, בדומה לשיעור הפירעון בפירוק לאחר הקפאת הליכים כפי שניתן לראות בלוח 1.2.

במבט צופה פני עתיד, חוק חדלות פירעון החדש, שנכנס לתוקפו לאחר תקופת המחקר, כולל שינויים שיכולים להשפיע במידה מסוימת על כמה משנתנים שמחקר זה מצא כי הם יכולים לנבא את סיכויי השיקום של חברה חדלת פירעון. נבחר: החוק החדש חותר לצדק חלוקתי ביחסים שבין הנושים המובטחים לנושים כלליים שאינם מובטחים. החוק מבקש "לשנות את תמהיל תשלום החובות ולהעביר חלק מהנשייה מהמדינה והנושים החזקים והמובטחים לנושים הכלליים, שמקבלים לרוב חלק קטן, אם בכלל, מנכסי קופת הנשייה".<sup>76</sup> סעיף 244 לחוק החדש קובע, למשל, כי נושה המובטח בשעבוד צף "רשאי להיפרע את החוב המובטח מנכסי השעבוד הצף בסכום שלא יעלה על 75% מהתמורה שהתקבלה ממימוש נכסי השעבוד הצף", וכי אם נותרת יתרת חוב נוספת על "תקרת השעבוד", יהיה זה חוב כללי ולא חוב מובטח.

שינוי חקיקה זה אינו צפוי להשפיע על התובנה העקרונית שלפיה שיעור החוב המובטח הוא בעל השפעה על סיכויי הצלחת הליך השיקום. עם זאת חלוקה מחדש של עוגת ההחזר בין סוגי הנושים השונים עשויה להשפיע על הרף שמעליו יהיה אפשר להצביע במובהק על סיכויים נמוכים להצלחתו של הליך שיקום. דא עקא, אם נותני האשראי הם שחקנים מתוחכמים, הם יכולים להגיב לשינויים בחקיקה באופן אסטרטגי שימזער, ואף יבטל כליל, את התכלית שביקש החוק להשיג. כך למשל נושים יכולים להמיר את השעבוד הצף בשעבוד ספציפי, אשר סעיף 244 הנזכר לעיל אינו חל עליו. כמו כן נושים יכולים להגדיל את היקף הנכסים שעליהם יחול השעבוד הצף כך שבמועד המימוש יהיה 75% משווי הנכסים הכפופים לשעבוד שווה לסכום החוב המלא לנושים המובטחים. אם אין לנוטל האשראי היקף נכסים גדול דיו לצורך שעבוד צף מוגדל שכזה, עשויים הנושים להימנע ממתן אשראי או להעמיד את האשראי על סכום קטן יותר כדי להתאימו למציאות החדשה.

מגבלה נוספת של המחקר היא התמקדותו בהסדר הנושים. אין בידינו לבחון אם שיקומה של החברה ושיעור פירעון החוב לנושים אכן מומשו לאורך זמן.

<sup>76</sup> דברי המבוא להצעת חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ו–2016, ה"ח הממשלה 604, 597.

## ו. סיכום

מאמרנו ממפה, לראשונה בישראל, את המאפיינים של הליכי הקפאות הליכיים שהסתיימו בשיקום של החברה ובהמשך פעילותה כעסק חי, לעומת הליכי הקפאות הליכיים שהסתיימו בפירוק. הכמות הגדולה של הליכי הקפאות הליכיים המסתיימים בפירוקה של החברה ללא המשך פעילותה מלמדת כי חברות רבות מופנות לתהליך שיקום אף שסיכויי השיקום שלהן אינם גבוהים. מציאות זו, העולה מתוך הנתונים במחקר, טומנת בחובה נזק לבעלי האינטרסים בחברה חדלת הפירעון הנושאים בעלויות של הליך שיקום מיותר וכן למשק, שהיה יכול לחסוך את העלויות של הליך זה.

המחקר מראה שרוב הליכי חדלות הפירעון של חברות פרטיות בישראל מסתיים בפירוק. מספרן של החברות אשר משתקמות קטן מ-20 בשנה. דהיינו, שיעור של כ-2% עד 2.5% מהחברות שנקלעו לקשיים מדי שנה. בהשוואה בין-לאומית, זהו שיעור נמוך,<sup>77</sup> המחייב התייחסות חחורגת מגבולותיו של מחקר זה.

ממצאי המחקר מראים כי יחס החוב של החברה למחזור השנתי שלה, היקף המחזור השנתי, שיעור החוב המובטח מכלל החובות של החברה, מספר העובדים, המיקום הגאוגרפי והענף העסקי שבו פועלת החברה – אלה יכולים לסייע לבית המשפט לנבא את סיכויי שיקומה של החברה. עוד מראים ממצאי המחקר כי יש להיזהר במיוחד מקבלת החלטה על שיקומה של חברה שאינה מציגה דוחות כספיים ואינה מסוגלת להציג לבית המשפט נתונים פיננסיים בסיסיים על מצבה.

ממצאי המחקר נועדו להיות כלי שישמש את בית המשפט בבואו לקבל החלטה מושכלת על ניתוב חברות חדלות פירעון המגיעות לפתחו לאפיק של פירוק או לאפיק של שיקום. דברים אלה מקבלים משנה חשיבות עם כניסתו לתוקף של חוק חדלות הפירעון החדש שבו הוטלה על בית המשפט מלאכת ניתוב זו במפורש.

<sup>77</sup> ראו לעיל בפרק ב למאמר זה.

## ז. נספח א'

טבלה 2. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך יחס חוב למחזור

שם המשתנה	מודל	
חותך	-0.7538* (0.4287)	
יחס סה"כ חוב למחזור	עד 50% 1.8524*** (0.6118)	
	50% עד 75% 1.0639* (0.5843)	
	75% עד 100% 0.7538 (0.6852)	
	100% עד 200% 0.5715 (0.6059)	
	מעל 200% 0.5306 (0.6394)	
	אין נתון	0
	מספר התצפיות	133
Mcfadden $R^2$	0.15	
AUROC	0.062	
מבחן LR למובהקות המודל	11.4739**	

המשתנה המוסבר הוא משתנה דמי לחברה שהליך השיקום בה הצליח.

\*\*\* מובהק ברמה של 1 אחוז; \*\* מובהק ברמה של 5 אחוזים; \* מובהק ברמה של 10 אחוזים.

המספרים בסוגרים הם סטיית התקן של האומד.

טבלה 3.1. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך אחוז חוב מובטח

שם המשתנה	מודל
חותך	-0.8755* (0.5323)
אחוז חוב מובטח	עד 25% 1.0917* (0.5879)
	25% עד 55% 1.0803* (0.6048)
	מעל 55%

133		מספר התצפיות
0.022		Mcfadden $R^2$
0.56		AUROC
4.0454		מבחן LR למובהקות המודל

טבלה 3.2. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על אחוז חוב בדין קדימה

שם המשתנה	מודל	
חותך	0.4568 (0.2932)	
אחוז חוב בגין קדימה	-0.6034* (0.3674)	עד 7.5%
	0	מעל 7.5%
מספר התצפיות	133	
Mcfadden $R^2$	0.015	
AUROC	70.5	
מבחן LR למובהקות המודל	2.7391*	

טבלה 4. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך ההכנסה

שם המשתנה	מודל	
חותך	-0.7536* (0.4287)	
הכנסה	0.6846 (0.5674)	עד 10 מיליון ₪
	1.4817*** (0.5383)	בין 10 ל-50 מיליון ₪
	0.7536 (0.5431)	מעל 50 מיליון ₪
	0	אין נתון
מספר התצפיות	133	
Mcfadden $R^2$	0.046	
AUROC	0.635	
מבחן LR למובהקות המודל	8.5046**	

## טבלה 5. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך בית המשפט

שם המשתנה	מודל
חותך	0.3844* (0.2292)
בית משפט	ירושלים, באר שבע, נצרת -0.7591** (0.3595)
	תל אביב, מרכז, חיפה 0
מספר התצפיות	133
Mcfadden $R^2$	0.025
AUROC	0.591
מבחן LR למובהקות המודל	4.54**

## טבלה 6. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך וותק החברה

שם המשתנה	מודל
חותך	0.393 (0.2491)
וותק החברה	עד 15 שנים -0.6367* (0.3515)
	מעל 15 שנים 0
מספר התצפיות	133
Mcfadden $R^2$	0.018
AUROC	0.579
מבחן LR למובהקות המודל	3.3225*

## טבלה 7. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך מספר העובדים

שם המשתנה	מודל
חותך	-1.2528 (0.8018)
מספר עובדים	עד 40 ומעל 80 עובדים 1.5041* (0.8278)
	עד 80 עובדים 1.1097 (0.8868)
	אין נתון 0

133		מספר התצפיות
0.024		Mcfadden $R^2$
0.57		AUROC
4.4008		מבחן LR למובהקות המודל

טבלה 8. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך הענף בו פועל החברה

שם המשתנה	מודל	
חותך	1.504* (0.7817)	
ענף	-1.865** (0.8276)	אחר
	-1.2604 (0.8201)	קמעונאות+הייטק+תשתיות
	0	שירותים
מספר התצפיות	133	
Mcfadden $R^2$	0.04	
AUROC	0.612	
מבחן LR למובהקות המודל	7.3976**	

טבלה 9. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך אחוז הון חוזר

שם המשתנה	מודל	
חותך	-0.6567** (0.3293)	
אחוז הון חוזר	0.9003** (0.4123)	עד 5%
	1.4673*** (0.5376)	מעל 5%
	0	אין נתון
מספר התצפיות	133	
Mcfadden $R^2$	0.048	
AUROC	0.635	
מבחן LR למובהקות המודל	8.9251**	



טבלה 10. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך הגוף המגיש את הבקשה

שם המשתנה	מודל	
חותך	0.1292 (0.18)	
הגוף המגיש את הבקשה	נושים	-1.0448 (0.8557)
	החברה	0
מספר התצפיות	131	
Mcfadden $R^2$	0.009	
AUROC	0.525	
מבחן LR למובהקות המודל	1.6539	

טבלה 11. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך עומס התיקים

שם המשתנה	מודל	
חותך	0.0444 (0.2109)	
עומס תיקים	עד 7 תיקים	0.0952 (0.3714)
	מעל 7 תיקים	0
מספר התצפיות	133	
Mcfadden $R^2$	0.00036	
AUROC	0.51	
מבחן LR למובהקות המודל	0.0659	

טבלה 12. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך מגדר השופט

שם המשתנה	מודל	
חותך	0.1697 (0.2613)	
מגדר השופט	גבר	-0.1697 (0.3519)
	אישה	0
מספר התצפיות	131	
Mcfadden $R^2$	0.0012	
AUROC	10.52	

0.2334		מבחן LR למובהקות המודל
--------	--	------------------------

טבלה 13. תוצאות אמידת מודל לוגיסטי לניבוי הסיכוי לשיקום על סמך סיבת החוב

מודל		שם המשתנה
0.693 (0.866)		חותך
-0.5161 (0.8966)	מוסר תשלומים + פגיעה בתנאי אשראי + שינויים ענפיים + תחרות ענפית	סיבת חוב
-0.7984 (0.9057)	חולשה + טעות עסקית	
0	תרמית	
133		מספר התצפיות
0.006		Mcfadden $R^2$
0.545		AUROC
1.1768		מבחן LR למובהקות המודל