

דוקטרינת "הבוז הידוע" ו-"מכירה חובלת" - ענק מתעורר ומורדם

עו"ד ורד שיידמן¹

תוכן עניינים

- א. הקדמה
- ב. זכויות הנלוות לאחזקה במניות
 1. זכויות חוזיות הנלוות לאחזקה במניית חברה
 2. זכויות קנייניות הנלוות לאחזקה במניית חברה
- ג. האיסור על מכירה חובלת (או מכירה לבוז ידוע) - עקרונות הדוקטרינה
- ד. ההצדקות להגנה על מיעוט במכירת שליטה - היסטוריית הולדתה של דוקטרינת "הבוז הידוע"
 1. שנת 1940: קביעת מבחן "בעל השליטה הזהיר" בעסקת מכירת שליטה ממונפת הממומנת מנכסי החברה הנרכשת - פרשת Insuranshares Corporation
 2. שנת 1973: אימוץ גישה זהירה בטרם מוטלת חובה על בעל שליטה מוכר לערוך חקירה או להימנע ממכירה לבוז ידוע - פרשת Swinney
 3. שנת 1990: בחינה ראשונה של הדוקטרינה בדלוור וקביעת העקרונות להטלת חובות האמונים על בעל השליטה בעת מכירת שליטה - פרשת Harris
 4. שנת 2006: חובת הזהירות של בעל שליטה מוכר, בנסיבות של חשד של אדם זהיר סביר כי לרוכש מניעים בלתי הולמים לרכוש את החברה - פרשת Abraham
- ה. דוקטרינת "הבוז הידוע" כדוקטרינת מקרה קיצון - סיכום ביניים
 1. דוקטרינת "הבוז הידוע" בשנת 2017 - מה השתנה?
 1. האם יש לבעלי המניות בחברה-הבת מעמד לטעון למכירה לבוז ידוע שמתבצעת במסגרת מכירתה של החברה-האם? - פרשת Ford
 2. דוקטרינת "המכירה החובלת" בישראל ביולי 2017 - פרשת ברדיצ'ב
 2. יישום זהיר של הדוקטרינה המתבססת על ידיעתו של בעל השליטה המוכר על כוונות הרוכש

1. הכותבת הינה עורכת דין וכן העורכת הראשית ב-GCL - Global Comparative Law.

א. הקדמה

זכותו של בעל מניות, לרבות בעל השליטה בחברה, לעשות במניות שבבעלותו כרצונו, תוך קידום רצונותיו האישיים, היא זכות אינהרנטית לאחזקה במניות, הנובעת מעצם הבעלות בהן. מתוקף זאת, יכול בעלים של מניות לרכוש מניות ואף להיפטר מהן מכל סיבה שהיא, בכל מועד שהוא, גם כאשר האינטרסים הכלכליים מובילים לכך שניתוק הקשר עם החברה הוא כדאי לבעל המניות אך אינו בהכרח כדאי לחברה וליתר בעלי מניותיה.

אף על פי כן, כאשר בעל המניות נהנה ממעמד של בעל שליטה בחברה, עקרונות של צדק ואחריות שקיבלו הכרה בפסיקות בארץ ובעולם, מזהים את החשיבות להגביל את זכות העבירות והסחרות של מניותיו של בעל השליטה, כאשר יש חשש כי מימוש זכותו הקניינית של בעל השליטה בעת מכירת שליטתו, עשוי לפגוע בזכותם הקניינית של בעלי מניות המיעוט. כזהו המצב במכירת שליטה שהיא בגדר מכירה חובלת (מהמילה חבלה). הגבלת העבירות מתבטאת בכך שמכירה חובלת לבוזה ידוע, צפויה לגרור עימה הטלת אחריות אישית לנזקי המיעוט, על בעל השליטה המוכר.

בארצות-הברית, האיסור על מכירת שליטה חובלת מעוגנות במסגרת דוקטרינת "הבוזה הידוע" (The Known-Looter Theory) המקימה את אחריותו של בעל השליטה, כלפי יתר בעלי מניות המיעוט בחברה, בעת מכירת שליטה לצד שלישי שידוע לגביו כי הינו "בוזה ידוע", וכאשר המכירה מסבה נזקים לבעלי מניות המיעוט הנותרים מאחור.

קיומה של דוקטרינת הבוזה הידוע איננה בבחינת ידיעה חדשותית ואולם הצורך בכתיבתו של מאמר זה נולד בעקבות שני פסקי דין משמעותיים ומהותיים שעסקו בדוקטרינה זו באמצע שנת 2017, בישראל ובדלור, ושבמסגרתם נדרשו בתי המשפט לשוב ולבחון לאחר שנים רבות, את הנסיבות שבהן יזוהה אירוע שהוא בגדר מכירה חובלת (או מכירה לבוזה ידוע), המקים אחריות כלפי בעל השליטה המוכר. המאמר מבקש לבחון את התפתחות ההיסטורית של הדוקטרינה על רקע השאלה האם השתנו המבחנים והדגשים להטלת האחריות על בעל השליטה המוכר והאם העקרונות העומדים מאחורי הטלת אחריות על מכירת שליטה אחראית, רלבנטיים גם במכירת שליטה כיום.

ב. זכויות הנלוות לאחזקה במניות

הדיון בדוקטרינת הבוזה הידוע (או המכירה החובלת) מחייבת את בחינת זכויותיו האינהרנטיות של בעל מניות, מכוח אחזקותיו בחברה. הצורך בבחינת זכויות אלה, נדרשת על מנת לבסס מאוחר יותר, באילו תנאים ובאילו נסיבות, מן הראוי לצמצם או להגביל את זכויותיו הקנייניות של בעל המניות, ולאיזה צורך.

האחזקה במניותיה של חברה, מולידות עימן שני סוגים של זכויות הנלוות לאחזקה: זכויות חוזיות וזכויות קנייניות.

11. זכויות חוזיות הנלוות לאחזקה במניית חברה

הזכות הראשונה הנלווית לאחזקה במניה של חברה היא זכות חוזית שבמסגרתה מוענקות הטבות למחזיק ונמסרות התחייבויות של המחזיק, אשר מקורם באחזקתו במניה המסויימת בחברה. הזכויות העיקריות הנלוות לאחזקה במניות הינן הזכות לקבלת דיבידנד והזכות להצביע באסיפת בעלי המניות של החברה, ובכך להשפיע על הנעשה בה.

בארצות-הברית, נוהגות חברות ציבוריות רבות להנפיק מניות סוג המעניקות זכויות הצבעה שונות ואף זכויות מגוונות לקבלת דיבידנד ("מניות סוג" או "מניות בכורה"). הרצון לבצע אבחנה בין הזכויות השונות המוענקות למחזיקים שונים במניות החברה, נובע מהשאפה להעניק הגנה וגם יתרון מסויים למייסדי החברה ולבעלי השליטה בה. פעמים רבות המייסדים הם בעלי השליטה המבקשים להתגונן מפני השתלטות חיצונית, ופעמים אחרות המייסדים הינם עובדי מפתח אשר פיתחו מוצר ומבקשים להגן על מעמדם כנושאי משרה בכירה בחברה, וכבעלי הכוח לנווט ולנהל את מהלך עסקיה. מניות בכורה יוצרות אבחנה חשובה בין בעלי המניות המעורבים בחייה העסקיים של החברה, ובין ציבור המשקיעים אשר מבקש ליהנות מהפוטנציאל הכלכלי הטמון באחזקת נתח ממנה, אך איננו מעורה (ואף אין לו עניין בכך) בנעשה בחברה, בפעילותה העסקית, ובמהלכים אסטרטגיים לקידומה בעתיד וכיוצ"ב.

חלוקת מניות בכורה בחברה, מייצרת ומקימה הגנות לבעליה, על ידי הענקת פריווילגיות חוזיות הנלוות למניית הבכורה. האינטרס להעניק לבעלי מניות מסויימים כוח עודף או פריווילגיות חוזיות נוספות איננו פועל רק לטובת מקבלם, אלא גם לטובת ציבור המשקיעים הסוחר במניות, משום שיש בזכויות אלה כדי להבטיח לציבור המשקיעים המחזיק במניותיה הרגילות, כי השקעתו בחברה מנווטת על ידי גורמים בעלי יכולת ועניין אישי (מכוח האחזקה במניית סוג) להבטיח את הצלחתה בטווח הארוך יותר. מערכות משפט אשר מאפשרות חלוקה של סוגי מניות, עושות כן מתוך הכרה כי רצוי לאפשר הקמתם של פלטפורמה וכלים משפטיים מגוונים אשר ישקפו אינטרסים מגוונים של בעלי מניות בחברה - אלה אשר מבקשים לסחור במניותיה לצורכי גריפת רווחים מהירים מבלי "להיקשר" לחברה, לפעילותה ולגורמים הנוטלים חלק פעיל ממהלך עסקיה הרגילים, ואלה המושקעים בחברה לטווח ארוך יותר, ועל כן, וכדי להבטיח את הצלחתה (גם לטובתם של המבקשים לגרוף רווחים מהירים), נוטלים חלק פעיל יותר בנעשה בה.

ב2. זכויות קנייניות הנלוות לאחזקה במניית חברה

הזכות השנייה הנלווית לאחזקה במניות חברה הינה זכות קניינית. זכות זו קיימת מעצם הבעלות במניה. הבעלות הקניינית במניה קובעת למעשה את הזכות הבסיסית של המחזיק והבעלים לסחור במניה ובכך גם לקבוע את מועד תחילתה של הזכות הקניינית ואת סיומה (זכות זו ידועה גם כזכות לנהוג "מנהג בעלים" בקניין שבבעלותו של בעל המניה). כמובן שצורך הזכויות החוזיות אשר צוינו לעיל, איננו יכול להתקיים מבלי שמתקיימת הזכות הקניינית במניה.

הזכות הקניינית הנלווית למניה איננה זכות פשוטה כלל ועיקר, והיא משקפת בראש ובראשונה, את הזכות הבסיסית ביותר הנובעת מעצם האחזקה במניה - היא זכותו של הבעלים להחליט על דרך ומועד סיום אחזקתו בה, במכירתה לצד אחר (לעיתים לצד שלישי ולעיתים חזרה לחברה בדרך של מימוש זכות פדיון המניה).

בליבה של זכות הבעלות והזכות להפסיק את הבעלות (בדרך של המסחר במניה) ניצבת ההכרה בזכותו היסודית והבסיסית יותר של הבעלים, לפעול תוך קידום האינטרסים האישיים והצרים שלו, בעת שהוא מחליט על מכירת אחזקותיו בחברה ותזמונה של המכירה. עקרונית, בעלים של מניה איננו נדרש להתחשב בחברה או ביתר בעלי מניותיה, בעת שהוא ממש את זכותו הקניינית לרכוש מניית חברה או למכור אותה. המסחר במניות הוא "מגרש עסקי" מנותק ממהלך עסקיה של החברה עצמה ומנותק גם מעסקיה הפרטיים של יתר בעלי המניות. הזכות לסחור במניה - לרכוש אותה ולמכור אותה - מהווה את תכלית היישום הקנייני של הבעלות במניית חברה. יסודות אלה הוטמעו בפסיקה אמריקאית קלאסית אשר קבעה כי מכוח אחזקתו, רשאי בעל מניות למכור ולסחור במניותיו כראות עיניו.² בהתאמה, גם בעל מניות דומיננטי או בעל שליטה בחברה, איננו הופך לבעל חובות אמונים כלפי בעלי מניות אחרים מכוח אחזקותיו במניות, גם לא כאשר עסקין באחזקת שליטה. במכירת אחזקותיהם, פועלים בעלי המניות המוכרים לקידום האינטרסים שלהם בלבד והם אינם בבחינת "נאמנים" ליתר בעלי המניות בחברה.³

לנוכח האמור לעיל, כל חובה המוטלת על בעלי מניות, המציבה מגבלה, נטל, או דרישה נוספת על בעלי השליטה, לשקול שיקולים שאינם משקפים אינטרסים פרטיים טהורים שלהם עצמם, בעת מכירת מניותיהם, היא בבחינת הטלת חובה הפוגעת במידה מהותית בזכותו הקניינית המסורתית של בעל המניות במניה, תוך גריעה מעבירותה ומסחרותה. פגיעה כזו, מן הראוי כי תיעשה על פי דין, במשורה בלבד ובנסיבות שבהן הצדק מחייב הטלת הגבלה של חופש הקניין של המניה (זאת מבלי לפגוע ביכולתם של צדדים באופן מוסכם ביניהם, להגביל את עבירותן וסחרותן של מניות בהסכם). מתוקף זאת, הטלת אחריות על בעל

2. ראו הלכת *Alderman v. Alderman*, 178 S.C. 9, 43, 181 S.E.2d 897, 911 (1935).
3. ראו הלכת *Gerdes v. Reynolds*, 28 N.Y.S.2d 662, 650 (Sup. Ct. N.Y. Co., 1941).

שליטה המבקש למכור את אחזקותיו, לדאוג לבעלי מניות המיעוט הנותרים מאחור, היא חובה הפוגעת באופן עקרוני בזכות הקניינית של בעל השליטה ועל כן הגבלה כאמור, מן הראוי כי תוטל בנסיבות חריגות.

ג. האיסור על מכירה חובלת (או מכירה לבוזה ידוע) - עקרונות הדוקטרינה

בישראל ובמקומות אחרים בעולם מוכרת אחריותו העקרונית של בעל שליטה כלפי נזיקים של בעלי מניות מיעוט, בגין מכירת השליטה לצד ג' אשר ידוע לגביו כי הוא בגדר "בוזה ידוע" והמכירה היא מכירה חובלת (מהמילה חבלה). ההכרה בדוקטרינה נובעת מהרצון להגן על בעלי מניות המיעוט, בגין מכירת שליטה מזיקה. ההצדקה להגבלת מכירת השליטה של בעל השליטה לצד ג' מזיק, נובעת מהרצון להגן על קניינם של בעלי מניות המיעוט הנותרים בחברה, ומקבלים שותף דומיננטי חדש. על פי הדוקטרינה האוסרת על מכירה חובלת (או מכירה לבוזה ידוע) כאשר הצד השלישי העומד לרכוש את השליטה, מתעתד להרוס את החברה, תוך פגיעה בשווי אחזקותיהם של בעלי מניות המיעוט, מוצדקת ההתערבות המשפטית המבקשת להגן על קניינם של בעלי מניות המיעוט מפני מהלך כזה, באמצעות הטלת חובה על בעל השליטה המוכר, כי לא ימכור את שליטתו, תוך התעלמות מוחלטת מהשלכות מכירת השליטה על קניינם של אחרים או לחילופין, כי יפצה את בעלי המניות בגין נזיקים הנובעים ממכירה מסוג זה. בכך, דוחה הדין את גישת "אחריי המבול" של בעל השליטה, מתוך תפיסה כי בעת מכירת אחזקותיו לצד שלישי, לבעל שליטה אחריות ייחודית כלפי יתר בעלי המניות מכוח מעמדו זה.

בעוד שעקרון ההגנה על קניינם של בעלי מניות המיעוט הוא עקרון ראוי שקל להבין את תכליתו, השאלות המורכבות המתעוררות בהקשרה של דוקטרינת "הבוזה הידוע" או "המכירה החובלת" נסבות סביב האיזון הנדרש, בין הצורך ליישם את חובותיו של בעל השליטה, במהלך מכירת שליטה, כלפי בעלי מניות המיעוט, ומנגד, להגן גם על זכויותיו של בעל השליטה למכור את השליטה ולהימנע מהטלת אחריות רחבה מידי המייצרת פגיעה שאיננה מידתית בזכויותיו הקנייניות של בעל השליטה.

בסקירה שלהלן, יידונו העקרונות למתן הגנה לטובת בעלי מניות המיעוט בעת מכירת שליטה וכנגזרת לכך, בחובותיו של בעל השליטה כלפי בעלי מניות המיעוט, בעת מכירת השליטה.

ד. ההצדקות להגנה על מיעוט במכירת שליטה - היסטוריית הולדתה של דוקטרינת "הבוזה הידוע"

17. שנת 1940: קביעת מבחן "בעל השליטה הזהיר" בעסקת מכירת שליטה ממונפת הממומנת מנכסי החברה הנרכשת - פרשת Insuranshares Corporation

פרשת Insuranshares Corporation היא אולי הפרשה הראשונה (או מבין הראשונות) שבהן ניתח בית משפט בארצות הברית את דוקטרינת "הבוזז הידוע", והחובות המוטלות על בעל שליטה בעת מכירת שליטתו לצד שלישי. פרשה זו, שניתנה בשנת 1940 על ידי בית המשפט של המחוז המזרחי של פנסילבניה, נסבה סביב תביעתה של חברה שהוגשה כנגד נושאי המשרה והדירקטורים שלה לקבלת סעד פיצויים בגין נזקים שנגרמו לחברה, כתוצאה ממכירת השליטה בה לקבוצה רוכשת אשר מיד בתום הרכישה, הוציאה אל הפועל מספר מהלכים שנועדו לשדוד אותה מנכסיה העיקריים.

הפרשה נדונה לפני 80 שנים, ב- 21 לדצמבר, 1937, בעת שקבוצת השליטה בחברה שהינה קרן השקעות המתמחה בהשקעת כספים בחברות ביטוח קטנות המוכרות ביטוחי חיים, מכרה את השליטה לקבוצה הרוכשת (the Boston Group) ("קבוצת השליטה הרוכשת"). לשליטה הנעברת נכרכו זכויות רבות אשר עוגנו במסמכי ההתאגדות של החברה ובין אלה, בעל השליטה החזיק בזכות למכור, להחליף או להעביר את מלוא ניירות הערך המרכיבים את תיק ההשקעות של החברה, לרבות העברה פיזית של המניות שבהן השקיעה החברה. בית המשפט פסק כי למעשה, רכישת השליטה היוותה צעד ראשון והכרחי להוצאתה אל הפועל של מזימה מתוכננת היטב של קבוצת השליטה הרוכשת, אשר ביקשה להשתלט על החברה, לקחת ממנה את עיקר נכסיה ולהותירה ריקה מתוכן.

העברת השליטה בוצעה בהסכמה ובתיאום עם קבוצת השליטה המוכרת (the Philadelphia Group) ("קבוצת השליטה המוכרת") ומיד לאחר השלמתה הוחלפו רוב הדירקטורים מטעמה של הקבוצה המוכרת, ברוב דירקטורים המשתייכים לקבוצת השליטה הרוכשת. בעוד ששתי קבוצות השליטה התייחסו אל העסקה כאל עסקת מכירת מניות רגילה, בית המשפט ראה במהלך כולו מכירת שליטה בהון שנועדה, בפועל, לאפשר השתלטות על נכסי החברה (תיק הפורטפוליו). על מנת להגיע לתיק ההשקעות של החברה, הקבוצה הרוכשת ביצעה מספר מהלכים כשהראשונה שבהם היתה רכישת השליטה בחברה ומיד לאחר מכן, מינויים של דירקטורים ונושאי משרה מטעמם, שיעשו כמצווה עליהם. רכישת השליטה נעשתה על מנת להבטיח רוב בדירקטוריון ושליטה אפקטיבית בהנהלה, ולצורך כך, קבוצת השליטה הרוכשת לא הסתפקה ברכישת מניות החברה בשיעורים שהיו מספיקים לה למינויו של דירקטור או שניים, אלא רכשה שליטה במידה המבטיחה לה את השלמת ההשתלטות אותה ביקשה לבצע. בית המשפט ציין כי בפועל, קבוצת השליטה (הן המוכרת והן

4. (10.9.1940) (35 F. Supp. 22 (E.D. Pa. 1940)), Insurance Corporation v. Northern Fiscal Corp., פורסם גם באתר GCL - Global Comparative Law : www.gcl.co.il (להלן: "פרשת Insuranshares Corporation").

הרוכשת) החזיקו 27% בלבד מהונה של החברה, ואולם שיעורי אחזקות אלה לא פגעו במעמדן כבעלות שליטה אפקטיבית בחברה, בפרט לאור פיזורם של יתר בעלי המניות, עובדה שהעניקה לבעלת השליטה הרוכשת יתרון בולט להוציא אל הפועל את זממה. באשר לקבוצת השליטה המוכרת נפסק, כי זו שמה לה ליעד יחיד - את קבלת התמורה הגבוהה ביותר שניתן לקבלה בעד השליטה ובעד השקעותיה בתיק ההשקעות של החברה.

בית המשפט התייחס גם למחיר המכירה כאינדיקציה משמעותית לטבעה האמיתי של העסקה. קבוצת השליטה המוכרת קיבלה סך של 3.60 דולר למניה בתקופה שבה מחיר המניה כפי שנמכרה ב- OTC (מעל-לדלפק) נע בין 1.25-1 דולר למניה, ואף בתקופה שספרי החברה שיקפו שווי מניה של 2.25 דולר היה ידוע לכל כי עסקינן בשווי לא ריאלי, שלא ניתן היה לממשו במכירה הוגנת. עוד הסתבר, כי קבוצת השליטה המוכרת לא היתה מעוניינת לממש את אחזקותיה בשוויין הריאלי, וכי למעשה הקבוצה המוכרת יצאה מגדרה על מנת להשיג את הפרמיה שהובטח לה, במסגרת המכירה לרוכשת השליטה.

הדיון שערך בית המשפט ביחס לחובות בעל שליטה המוכר את שליטתו בחברה, הוא מבין הדיונים המוקדמים והחשובים שנעשו ואשר החלו למעשה, את ביסוסה של הדוקטרינה הטומנת בחובה את חובת הזהירות המוטלת על בעל שליטה המוכר את שליטתו. בפרשת **Insuranshares Corporation** נפסק, כי בעל שליטה בחברה (בין עם שליטתו היא באחזקות רוב הונה של החברה ובין עם שליטתו היא שליטה אפקטיבית בדירקטוריון ובהנהלת החברה) חב חובות מסויימים כלפי החברה וכלפי בעלי מניותיה, בעת מכירת השליטה לצד שלישי. עוד נפסק, כי חובות אלו אינן בבחינת פסיקה חדשה אלא הן חובות שיסודותיה נקבעו לפני שנים רבות ועל פיהם, בעל שליטה המוכר את שליטתו איננו רשאי לקדם עצמו בעת מכירת השליטה, תוך התעלמות מהאינטרסים של יתר בעלי המניות. על כן, בתנאים מסויימים, בעל שליטה מוכר יישא באחריות בגין נזקים שנגרמו לחברה בגין מכירת השליטה. בפרשת **Insuranshares Corporation** נפסק, כי בעל השליטה בחברה נתון לחובה שלא להעביר את השליטה לגורם חיצוני אם נסיבות עסקת ההעברה הן כאלה המעוררות חשד שהיה עשוי להציב אדם זהיר על המשמר, אלא אם כן עריכתה של חקירה סבירה נוספת חושפת עובדות שיש בהן כדי לשכנע אדם סביר כי אין לרוכש השליטה כוונה לבצע תרמית. לעומת זאת, התעלמות מחשדות ראשוניים או מתוצאות חקירה עשויים להוביל להטלת אחריות על בעל השליטה המוכר.

ובלשונו של בית המשפט עצמו:⁵

"...the owners of control are under a duty not to transfer it to outsiders if the circumstances surrounding the proposed transfer are such as to awaken suspicion and put a prudent man on his

5. פרשת **Insuranshares Corporation**, עמ' 4 לפסק הדין.

guard unless a reasonably adequate investigation discloses such facts as would convince a reasonable person that no fraud is intended or likely to result. Thus, whatever the extent of the primary duty may be, circumstances may be sufficient to call into being the duty of active vigilance and inquiry. If, after such investigation, the sellers are deceived by false representations, there might not be liability, but if the circumstances put the seller on notice and if no adequate investigation is made and harm follows, then liability also follows."

בית המשפט בפרשת **Insuranshares Corporation**, הגיע למסקנה כי העובדות שהיו ידועות לקבוצת השליטה המוכרת, היוו אינדיקציה מספיקה לכל אדם סביר הניצב במעמדה של קבוצת השליטה מוכרת, כי קבוצת השליטה הרוכשת ביקשה לרכוש שליטה בחברה, באמצעים לא ראויים ולמטרות לא ראויות וכי נתונים אלה, חייבו המשך חקירה מצידה של קבוצת השליטה המוכרת, בטרם השלמת עסקת המכירה.

בדונו באמצעים הלא ראויים לרכישת השליטה, בית המשפט ציין את העובדה כי הקבוצה הרוכשת נטלה הלוואה בלתי מובטחת בסך 310,000 דולרים למימון רכישת השליטה, בתמורה להתחייבות הקבוצה הרוכשת כלפי המלווה כי מיד בתום השגת השליטה, היא תבטיח את החזרי הלוואתה באמצעות תיק ההשקעות של החברה. למעשה, עסקינן במימון רכישת השליטה מנכסי החברה עצמה, עובדה שבית המשפט מצא בה סממנים מובהקים לחשד לביצועה של תרמית (מבלי לקבוע מסמרות בשאלה, האם רכישתה באמצעות נכסי החברה הנרכשת היא מותרת או אסורה) - ובכל מקרה, חשד שהיה בו די כדי לחייב את קבוצת השליטה המוכרת לפתוח בחקירה נרחבת יותר ביחס לכוונותיה ולמטרותיה של הקבוצה הרוכשת.

אולם לא בכך מסתכמות הנסיבות שאמורות היו להותיר את קבוצת השליטה המוכרת דרוכה ומוכנה לעריכת חקירה בדבר טיבה וטבעה של עסקת מכירת השליטה וזהות קבוצת השליטה הרוכשת. בית המשפט ציין (בהפתעה רבה) כי החברה כבר היתה קורבן לבזיזה מסוג זה חמש שנים קודם לכן, ובעקבות שדידת קופת החברה במכירת השליטה לבוזז בעבר, הפכו הבנקים שחילצו את החברה מבזיזתה הראשונה, לבעלי המניות בה, ולימים - לחברים שהרכיבו את קבוצת השליטה המוכרת. בנסיבות אלה, וכמי שחוו על בשרם את התוצאות העגומות של מימון עסקה מנכסיה של החברה, לא ניתן היה לומר כעת על קבוצת השליטה המוכרת, כי היתה עיוורת לתוצאות עסקה מסוג זה, בפרט כאשר דובר במימון ממונף של שווי מניותיה, ובפרט משפטי המימון לא הוסתרו מקבוצת השליטה המוכרת. בית המשפט פסק כי קבוצת השליטה המוכרת פעלה מתוך מניע עיקרי אחד והוא - להשלים את המכירה האמורה במחיר האטרקטיבי שהוצע לה, מבלי להתחשב כלל בתוצאות מימונה של העסקה במחיר ממונף, המשולם מנכסיה העיקריים של החברה.

בנוסף לכל אלה, בית המשפט התייחס גם לעובדה שהעסקה לוותה על ידי עורכי דין אשר התריעו מספר פעמים, מפני התקשרות בעסקה מסוג זה, עם צד שלישי שקבוצת השליטה המוכרת כמעט ולא ידעה עליה דבר. על אף זאת, קבוצת השליטה המוכרת לא ערכה חקירות כלשהן, ביחס למצבה הכלכלי של הקבוצה הרוכשת, ועובדה זו היתה חמורה אף יותר לנוכח העובדה שקבוצת השליטה המוכרת הורכבה ממספר בנקים, המכירים היטב את רזי העולם הפיננסי.

בנסיבות אלה נפסק כי אכן, עסקת מכירת השליטה היתה עסקת מכירה לבוזה ידוע ולחילופין, כי התעורר חשד מספיק אשר חייב את עריכתה של חקירה על עברה, מטרותיה ויעדיה של קבוצת השליטה הרוכשת בעסקה, ומשחקירה כאמור לא נערכה על ידי קבוצת השליטה המוכרת, הרי שיש ליתן פסיקה לטובתם של התובעים (בעלי מניות המיעוט בחברה).

2. ד. **שנת 1973: אימוץ גישה זהירה בטרם מוטלת חובה על בעל שליטה מוכר לערוך חקירה או להימנע ממכירה לבוזה ידוע - פרשת Swinney**

פרשת **Insuranshares Corporation** היתה הפרשה הראשונה שהחלה לגבש את יסודותיה של הדוקטרינה ונסיבותיה החמורות של הפרשה אפשרו את קביעתה של חובת הזהירות של בעל שליטה המוכר את שליטתו, לוודא ולהבטיח כי המכירה לא תפגע בקניינם של בעלי מניות המיעוט. פסקי הדין שבאו לאחר פרשה זו, חייבו לא רק את שקילת חובותיו של בעל השליטה המוכר, אלא גם את תחילת קביעת גבולותיה של הדוקטרינה, תוך שימת לב לזכותו של בעל השליטה למכור את שליטתו ללא הפרעות, תוך קידום ענייניו הוא.

חשיבותה של פרשת **Swinney**⁶ מתבטאת דווקא בדיון החשוב שנערך בו ביחס לנסיבות שבהן לא קמה חובת המשך החקירה של בעל השליטה, בעת מכירת השליטה בחברה. פרשת **Swinney** נדונה בערכאת הערעורים הרביעית הפדרלית בארצות הברית בשנת 1973 בפני השופט הנכבד **ווינטר**, אשר הפך את החלטת בית המשפט המחוזי אשר דן בתיק.

התובעים בפרשה זו, היו שני מחזיקי אג"ח של חברת **Meadors, Inc. ("החברה")** אשר לא עמדה בפירעון חוב בסך של כ- 330,000 דולר (קרן). התובעים הגישו תביעתם זו בשמם ובשם כל יתר מחזיקי האג"ח. מטרת התביעה היתה לזכות בסכומי החוב שטרם נפרע או לחילופין לזכות בפיצויים בגובה זה. התביעה הוגשה כנגד החברה אשר הנפיקה את האג"ח וכן חברות נוספות לרבות החברה-האם של אחת מהחברות הנתבעות, אשר החזיקו כולן במניות החברה עד למכירתן בסמיכות למועד הגשת התביעה.⁷

6. *Swinney v. Keebler Company*, 480 F.2d 573 (26.6.1973), פורסם גם באתר GCL - Global Comparative Law (להלן: "פרשת Swinney").

7. בית המשפט המחוזי אשר דן בתיק, פסק כנגד כלל הנתבעים למעט החברה, כי עליהם לשלם לתובעים סך של 533,175 דולר, סכום אשר כלל את סכום הקרן, ריבית וכן הוצאות משפטיות. בית המשפט הורה כי תשלום סכום זה יבוצע ישירות לבית המשפט אשר יהיה אמון על ביצוע חלוקה למחזיקי האג"ח.

חברת Keebler שהינה אחת מהנתבעות בפרשה זו ("הנתבעת"), היתה הנתבעת היחידה אשר ערערה על החלטת בית המשפט המחוזי כנגדה. בית המשפט המחוזי דלמטה קבע כי בעת מכירת אחזקותיה של הנתבעת באופן משורשר, מהנתבעת, לחברת Atlantic Services, Inc. ("אטלנטיק"), ומאטלנטיק לחברת Flora Mir Distributing. Co. Inc. ("פלורה"), הנתבעת ביצעה מכירת שליטה לבוזז ידוע - אטלנטיק - אשר בפועל, בזזה את רכוש החברה, עובדה אשר הובילה לאי-יכולתה של החברה לפרוע את האג"ח. על אף שבית המשפט המחוזי לא קבע כי הנתבעת עצמה, היא אשר בזזה את החברה, ולמעשה בית המשפט קמא לא מצא כל פגם או פסול בהתנהלותה של הנתבעת באופן ישיר, הוטלה אחריות על הנתבעת בגין הפרת חובות האמונים כלפי החברה וכלפי מחזיקי האג"ח. בית המשפט המחוזי קבע כי קמו נסיבות שאמורות היו לעורר את חשדה של הנתבעת לנוקמים צפויים לבעלי המניות הנותרים עקב המכירה וכי החשדות חייבו את הנתבעת להעמיק בחקירה או לחילופין להימנע ממכירת מניות החברה לאטלנטיק.

ערכאת הערעורים הרביעית הפכה את פסיקת בית המשפט המחוזי אך לא משום שממצאיה העובדתיים של הערכאה דלמטה היו שגויים, אלא משום שהעובדות, כפי שנפסקו על ידי בית המשפט, לא גיבשו חשד של אדם זהיר, כי יש להעמיק ולחקור את הרוכשת, לנוכח חשד כי הינה "בוזז ידוע", ולא הופרה חובת זהירותו של בעל השליטה בעת מכירת שליטתו. ערכאת הערעורים הרביעית דחתה את עמדת הערכאה הנמוכה יותר, ופסקה כי הנסיבות לא היו כאלה אשר גיבשו את חובתה של הנתבעת, לערוך חקירה של אטלנטיק, מעבר לחקירה שבוצעה בפועל, ואף לא קמה כלפי הנתבעת בנסיבות העניין, החובה להימנע ממכירת אחזקותיה לאטלנטיק.

הנתבעת רכשה את מניות החברה, באוגוסט 1963. במועד רכישת אחזקות הנתבעת, החברה כבר היתה מצוייה בקשיים כלכליים והתקשתה לפרוע את חובותיה לבעלי האג"ח. הנתבעת ניהלה את החברה ותחת ניהולה, החברה ביצעה מספר עסקאות מוצלחות ובפברואר 1968, החברה חזרה לרווחיות. עוד קודם לפברואר 1968, הנתבעת החליטה כי היא מעוניינת למכור את אחזקותיה בחברה. במסגרת זו, הנתבעת שכרה את שירותיו של ברוקר על מנת שימצא עבורה קונה ובסמוך לאחר מכן, החלה לנהל משא ומתן עם פלורה. בסביבות פברואר 1968, שב הברוקר לנתבעת ומסר לה כי קיים קונה חדש המעוניין לרכוש את החברה - אטלנטיק. במהלך המשא ומתן, נציגי הנתבעת עוררו שאלות שונות בקשר לאטלנטיק ובין אלה, שאלות שהתקשרו למבנה הפיננסי של אטלנטיק, להיסטוריה הפיננסית שלה וכן לתכניות העתידיות. נציגי אטלנטיק מסרו לנציגי הנתבעת כי אטלנטיק הינה חברת אחזקות קטנה אשר עמדה להפוך לקונגלומרט ובמסגרת זו, חיפשה לגוון את תיק השקעותיה. נציגיה של אטלנטיק מסרו לנתבעת דוחות כספיים לא מבוקרים אשר נערכו על ידי רואי חשבון מבקרים מורשים של חברות ציבוריות שהצביעו על כך ששווי נכסיה נטו של אטלנטיק עמד על 997,000 דולר, נכון ל- 31 לדצמבר, 1967 וכי הכנסותיה נטו עמדו על 158,588 דולר לאותה השנה הקלנדרית. על בסיס כל

אלה, נכרת הסכם מכירת אחזקותיה של הנתבעת בחברה לאטלנטיק, כאשר מבנה העסקה היה זהה כמעט במלואו, למבנה ההסכם שלא גובש בין הנתבעת לבין פלורה. במסגרת מצגי הצדדים ובפרט מצגיה של אטלנטיק, שולבו גם מצגים בדבר איתנותה הפיננסית ונמסרה התחייבותה של אטלנטיק להבטיח את פירעון חובותיה של החברה, לרבות למחזיקי האג"ח. לאחר רכישת אחזקותיה של הנתבעת בחברה, אטלנטיק נטלה הלוואות והשתמשה בכספי החברה להשיבם, עד לריקון קופתה. אלא שבשלב הבוזה, לנתבעת לא היה כל קשר עם אטלנטיק.

בית המשפט המחוזי ביסס את עיקרי הכרעתו על ההלכה שנפסקה בפרשת **Insuranshares Corporation** אשר קבעה, כעקרון, כי מי שמוכר את שליטתו בחברה לצד שלישי, יישא באחריות כלפי יתר בעלי המניות בחברה, אם הצד השלישי בוזז את החברה לאחר המכירה. ערכאת הערעורים הרביעית הבהירה כי האחריות שנקבעה בפרשת **Insuranshares Corporation** היא אחריות המוטלת לנוכח הפרת החובה לחקור את זהותו של הרוכש, בעת שהנסיבות הן כאלה, שמעוררות את חשדו של אדם סביר, אלא אם כן חקירה סבירה שבוצעה, חשפה עובדות אשר היו בהן כדי לשכנע אדם סביר, כי המכירה לא תוליד בעקבותיה תרמית.

משההלכה שנפסקה בפרשת **Insuranshares Corporation** עלתה כבסיס לתביעה נגד הנתבעת כאן, ערכאת הערעורים הרביעית הזדרזה לאבחן בין הנסיבות שנסבו סביב פרשת **Insuranshares Corporation**, לבין האירועים במקרה דנן. נפסק, כי הנסיבות שהובילו להטלת אחריות על בעלת השליטה המוכרת בפרשת **Insuranshares Corporation**, כללו את: (א) ידיעת הנתבעים, כי מימון עסקת המכירה עתיד היה להתבצע מנכסי החברה; (ב) עמדתו הידועה של יו"ר החברה כי יש להתיר את מימון עסקת המכירה מנכסי החברה, על ידי העמדת נכסי החברה כבטוחות; (ג) ידיעת הנתבעים על תכניתה של הרוכשת להמיר חלקים נכבדים מנכסי החברה למזומן, בסמוך לפני המכירה; (ד) מחיר פרמיה מנופח שעתיד היה להיות משולם לבעלת השליטה המוכרת, בפרט לנוכח טבע עסקיה של החברה שהיתה, למעשה, קרן השקעות ללא נכסים מוחשיים מלבד בעלותה בשווי השוק של ניירות הערך שהחזיקה; (ה) אזהרות ברורות מעורכי דינה של המוכרת, ביחס לאחריות אותו היא עתידה לשאת לנוכח מכירת שליטה לרוכשים שאינם ידועים ומוכרים בשוק, ולבסוף (ו) העובדה שהחברה נבזזה בעבר, חמש שנים קודם לכן, על ידי קבוצת משקיעים אחרת אשר השתלטו על החברה באותם האמצעים שביקש הקונה גם הוא להשתמש.

ערכאת הערעורים הרביעית פסקה כי סטנדרט ההתנהלות שנפסק בפרשת **Insuranshares Corporation**, אשר חל על בעל שליטה המוכר את שליטתו בחברה, הוא סטנדרט שאומץ בערכאות רבות.⁸ אולם בעל מניות דומיננטי או

8. לפסיקות נוספות שאימצו את עקרון הטלת האחריות על בעל שליטה המוכר את שליטתו, בגין מכירה לבוזז ידוע, ראו את פסקי הדין הבאים: 3 (427 F.2d 45, 47) *Estate of Hooper v. Govt. of Virgin Islands*.

בעל שליטה, איננו הופך לבעל חובות אמונים כלפי יתר בעלי המניות, רק מעצם מכירת אחזקותיו בה. בעת מכירת אחזקותיהם, בעלי המניות המוכרים פועלים לקידום האינטרסים שלהם עצמם. ואולם לצד הכרה זו, בעלי שליטה נחזים כמי שמנהלים את החברה, כפי שהיה במקרה דנן, ומכוח זאת, מוחזקים בחזקת אמונאים כלפי החברה וכלפי בעלי מניות המיעוט בנסיבות מסויימות ובין אלה, בנסיבות של מכירת שליטה. על כן, בעוד שבעל השליטה איננו בגדר מבטח המבטח בביטוח מוחלט כנגד פעולות אסורות של הרוכש כלפי החברה או כנגד בעלי מניות המיעוט המתבצעות לאחר מכירת השליטה, אם מוכר השליטה יכול לצפות סיכוי לקיומה של תרומת כלפי החברה, לרבות כלפי נושיה,⁹ או כלפי בעלי מניות המיעוט, מידיו של הרוכש - חובות האמונים של בעל השליטה המוכר במקרה כזה, כוללות את החובה לפתוח בחקירה ביחס לתמריץ ולמניע של הרוכש לרכוש את החברה וכן למוניטין הקיים לו בשוק. וכל עוד חקירה סבירה כאמור, איננה שוללת את קיומה של תרומת או סיכוי לתרומת, כי אז נדרש בעל השליטה להימנע ממכירת השליטה.

במקרה דנן, הערכאה דלמטה איתרה שבעה ממצאים עובדתיים שלעמדתה, הקימו את חובות האמונים של בעל השליטה המוכר: (א) אף אחד מחברת אטלנטיק לא היה בעל ניסיון בשוק שבו פעלה החברה; (ב) במועד העסקה נציגי אטלנטיק לא בדקו את מצבה של החברה; (ג) במועד סגירת העסקה, רק רואה החשבון של אטלנטיק בדק את החברה והוא התעניין בעיקר בספריה ובמלאי החברה; (ד) לחברה לא היה שוק משל עצמה והרווחים המדווחים לא יכולים היו להתקבל ככאלה, על ידי גורם חיצוני; (ה) בניגוד למקובל, אטלנטיק לא ניהלה כל מגעים או החלה במשאים ומתנים עם עובדי מפתח בחברה בסמוך לסגירה; (ו) עסקת המכירה נסגרה בשיגור מרחוק ולא בטקס סגירה כמקובל; (ז) אטלנטיק ערכה בירורים ביחס לזמינות הונה של החברה לצורכי תשלום מחיר המכירה.

בית המשפט המחוזי בפרשת *Swinney*, הסכים כי בעוד שחמשת העובדות הראשונות לכשעצמן אינן מבססות חשש או חשד שהקים את חובות האמונים של המוכרת, שילובן עם עובדות ו-ז הספיקו על מנת לעורר את חשדו של "האדם הסביר" ועל כן גם את החובה לערוך חקירה.

לעומת זאת ערכאת הערעורים הרביעית לא הסכימה עם מסקנותיו אלה של בית המשפט המחוזי ועל כן, הפכה את החלטתו. נפסק כי שבעת הממצאים העובדתיים הללו, אינם מעוררים את חשדו של האדם הסביר, כי ברכישת השליטה בחברה, אטלנטיק ביקשה לבזוז את החברה. בערעור נפסק, כי ממצאים עובדתיים אלה, לא גיבשו את החשד הנדרש כדי להקים חובות אמונים כלפי בעלת השליטה המוכרת בנסיבות העניין.

Cir. 1969); *McDaniel v. Painter*, 418 F.2d 545, 547 (10 Cir. 1970); *Seagrave Corporation v. Mount*, 212 F.2d 389, 395 (6 Cir. 1954); *Northway, Inc. v. TSC Industries, Inc.*, CCH Fed.Sec.L.Rep. 93,646 (N.D.Ill., Sept. 28, 1972).

9. ראו *Pepper v. Litton*, 308 U.S. 295, 307, 60 S. Ct. 238, 84 L. Ed. 281 (1939).

ד3. **שנת 1990: בחינה ראשונה של הדוקטרינה בדלור וקביעת העקרונות להטלת חובות האמונים על בעל השליטה בעת מכירת שליטה - פרשת Harris**

באופן כמעט מפתיע אולי, בתי המשפט של דלור לא היו הערכאות השיפוטיות הראשונות שדנו בדוקטרינת "הבוזז הידוע" ועל כן, גם לא היו מבין הראשונות אשר ביססו ועיגנו את חובות בעל השליטה בעת מכירת שליטתו.

פרשת ¹⁰Harris היתה מבין הפרשות הראשונות שבה דוקטרינת הבוזז הידוע נדונה בבית המשפט הצינסי בדלור באופן מעמיק, ובמסגרתו של הדיון נדרש בית המשפט לבחון שלושה אירועים שנקשרו למכירת השליטה בחברה: המשא ומתן שהבשיל לעסקת מכירה של דבוקת שליטה של קבוצה אחת של נתבעים ("קבוצת השליטה המוכרת") למר פרדריק מאסקולו ("הרוכש"); התפטרותם של הדירקטורים מטעמה של קבוצת השליטה המוכרת ובד בבד מינויים של הדירקטורים מטעמו של הרוכש; ולבסוף, בזיזת החברה על ידי הרוכש ואנשים מטעמו.

הנתבעים טענו כי קבוצת השליטה המוכרת התרשלה כלפי יתר בעלי המניות משום שלא נקטה במידת הזהירות הנדרשת ממנה, בעת מכירת שליטתה בחברה. כנגד קבוצת השליטה המוכרת נטען כי בעוד שהיא איננה ניצבת כ"מבטחת" של החברה בעת מכירת שליטתה בה, נסיבות המכירה חייבו את קבוצת השליטה המוכרת לזהות את תמרוני האזהרה שהצביעו על כך שהרוכש נעדר כנות או יושרה (dishonest).

החברה - Atlas Energy Corporation - עסקה בקידוח ובייצור נפט. קבוצת השליטה המוכרת החזיקה במועדים הרלבנטיים בשיעור של 52% מהונה של החברה. עסקת מכירת השליטה שבין קבוצת השליטה המוכרת לרוכש, נחתמה במרץ, 1986. בעסקת המכירה נקבע כי קבוצת השליטה המוכרת תעביר את אחזקותיה בחברה, בתמורה לאחזקות שהחזיק הרוכש בחברה בשם - Insuranshares of America ("ISA") - תוך שקילת האפשרות למיזוג מאוחר יותר, בין החברה לבין ISA. ISA הוצגה במצגי הסכם מכירת השליטה, כחברה הפועלת בתחומי הביטוח באמצעותן של חברות-בנות. הרוכש הציג מצג לפיו ISA מחזיקה במלוא הון המונפק של שתי חברות ידועות הפועלות בתחום הביטוח. בתביעה נטען כי מצגים אלה הסתברו כמצגים כוזבים. ISA לא החזיקה בחברות אלה, ולמעשה לא היו לה כלל חברות-בנות הפועלות בתחום הביטוח. במסגרת המסמכים שהוחלפו בין הצדדים לעסקת מכירת השליטה, הועברו דוחות כספיים ומסמכים פיננסיים של אחת מחברות-הבנות, כביכול, ואולם ההשקעה של ISA היתה השקעה פיקטיבית וטיוטת הדוחות הכספיים שהועברה לקבוצת השליטה המוכרת כללה פרטים שאמורים היו לעורר את חשדו הסביר של כל איש עסקים זהיר.

10. Harris v. Carter, 582 A.2d 222 (Del. Ch. 1990), פורסם גם באתר GCL - Global Comparative Law (להלן: "פרשת Harris"). www.gcl.co.il

תמצית ועיקר טענות התביעה כנגד עסקת העברת השליטה היו, כי בידי לקבוצת השליטה המוכרת היה די והותר ראיות שאמורות היו לעורר את חשדה כי עסקינן במכירה לבוזז. נטען כי ISA הפכה לקליפה לעסקיו המפוקפקים של הרוכש וכי באמצעותה של ISA, עלה בידיו של הרוכש לרכוש את השליטה בחברה (בתחילה נרכשו 52% במישרין ולאחר מכן הונפקו מניות נוספות של החברה לטובתו של הרוכש, באמצעות ISA, אשר הובילו לביצור שליטה של 75% מהונה של החברה) בתמורה בלתי הולמת ובוודאי שלא הוגנת (את התמורה שילם הרוכש במניות ISA שהיתה בפועל, חברה ריקה מתוכן). בנסיבות אלה, התובעים (בעלי מניות המיעוט) טענו כי שווי אחזקותיהם בחברה דולל, וכי בוצעה מכירה לבוזז אשר פגעה בהונה של החברה, תוך הפרת חובותיה של קבוצת השליטה המוכרת כלפי בעלי מניות המיעוט.

במועד הינתנו של פסק הדין, בית המשפט הציג בדלור פסק, כי לפניו שאלה חדשה שטרם נדונה בבית המשפט בדלור קודם לכן (a question of first impression) (פסק הדין כזכור, ניתן בשנת 1990): האם בעל שליטה בחברה חב חובות זהירות (duty of care) כלפי יתר בעלי המניות, בעת מכירת השליטה? נפסק, כי אם אכן קיימת כזו חובה, בנסיבות מסויימות, כי אז השאלה המתעוררת בפסק דין זה הינה, האם העובדות שנטענו בכתב התביעה, ביססו חובת זהירות כאמור, בהקשר למכירת מניות החברה, וכי אלו הופרו.

במועד מתן ההחלטה בפרשת **Harris**, נפסקו זה מכבר מספר פסקי דין אשר עסקו באופן עקרוני בסוגיית חובותיהם של בעלי שליטה בעת מכירת שליטה, ובית המשפט הציג בפרשה זו, נכון היה לבחון ולצטט מהם, כבסיס להכרעתו בשאלה המשפטית החדשה שלפניו. ראשית, בית המשפט הניח כהנחת מוצא כי אכן, בנסיבות מסויימות, תקום כלפי בעל השליטה, החובה לחקור את תום ליבו של הרוכש. כלומר - באותן הנסיבות שמתעורר החשד, תקום חובתו של בעל השליטה, לנקוט באמצעים שאדם סביר היה נוקט בהם, על מנת לוודא (ascertain) שהרוכש איננו מתכוון לבצע פעולות לבזיזת החברה. בהסתמכו על הלכת **Insuranshares Corporation**, בית המשפט הציג פסק כי החובה לערוך חקירה נוספת ביחס לרוכש, מתגבשת לאורן של עובדות המעוררות את חשדו של אדם סביר זהיר.

חשיבותה של פרשת **Harris** היא בעקרונות אותם מונה בית המשפט, על מנת להכיר באחריותו של בעל שליטה מוכר, כלפי יתר בעלי המניות. נפסק, כי בעוד שבמספר ערכאות שיפוט בארצות הברית דנו בתורת "הבוזז הידוע" וחובות החקירה של בעל השליטה המוכר, דלור טרם עשתה כן, ואולם בדלור כבר ניתנו פסקי דין רבים ביחס לשליטה, אשר מהם ניתן לגזור את העקרונות החשובים הבאים:

הראשון, לבעל מניות זכות למכור את אחזקותיו בחברה ובמצב הרגיל הוא איננו חייב כל חובה בהקשרה של המכירה לבעלי מניות אחרים, בעת שהוא פועל בתום לב.

השני, כאשר בעל שליטה מממש את שליטתו בחברה ומבקש לכוון את פעולותיה, קמות כלפיו חובות אמונים מהסוג שקיים לדירקטור בחברה. בעת מכירת השליטה בחברה ובפרט במקרה שבו בעל השליטה היוצא התחייב לפנות את נציגיו מהדירקטוריון על מנת לאפשר לבעל השליטה הרוכש למנות נציגים מטעמו, נדרש בעל השליטה המוכר לעמוד בחובות אמונים כלפי יתר בעלי המניות בחברה, לנוכח השינויים הצפויים בהרכב האורגנים בחברה.

השלישי, חובות האמונים בעת המכירה, אינם נובעים רק מעצם המכירה, אלא מעיקרון כללי יותר החולש על כלל הדינים האמריקאים ולפיו, כל אדם חב חובות זהירות שלא לפגוע באדם אחר ולנקוט באמצעים המצופים מאדם זהיר סביר לנקוט בהם, על מנת למנוע נזק לאחר, שניתן לחזותו מראש (foreseeable). בעוד שמדובר בעיקרון נזיקי ולא עיקרון מכוח דיני החברות או מכוח דיני האמונות, זהו עיקרון חשוב שממנו נגזרת חובת הזהירות והנאמנות של בעל שליטה בחברה, בעת מכירת השליטה, שלא לפגוע בבעלי מניות המיעוט, במסגרת הליך המכירה או בעקבותיה.

לאור כל אלה בית המשפט הצינשרי הסיק, כי בעוד שאדם המעביר שליטה בחברה לאחר, איננו ערב כלפי החברה או יתר בעלי המניות ביחס לקונה, כאשר הנסיבות הן כאלה אשר יש בהן כדי לעורר אדם זהיר סביר, לקיומו של סיכון כי הקונה הוא אדם לא ישר או איננו דובר אמת, קמה חובה כלפי בעל השליטה המוכר לערוך חקירה. ציפייה זו מבעל השליטה, היא ציפייה המופנית כלפי אדם זהיר סביר, לפעול בזהירות כך שאחרים הצפויים להיות מושפעים ממכירת השליטה, לא יפגעו או יינזקו מפעולה אשר מסתברת מאוחר יותר, כהתנהלות פוגענית (wrongful conduct). וכלשונו של בית המשפט בפרשת Harris: ¹¹

"...Thus, I conclude that while a person who transfers corporate control to another is surely not a surety for his buyer, when the circumstances would alert a reasonably prudent person to a risk that his buyer is dishonest or in some material respect not truthful, a duty devolves upon the seller to make such inquiry as a reasonably prudent person would make, and generally to exercise care so that others who will be effected by his actions should not be injured by wrongful conduct."

פרשת Harris הסתיימה בקביעתו החשובה של בית המשפט כי: ¹²

"...I assume without deciding that a duty of care of a controlling shareholder that may in special circumstances arise in connection

11. פרשת Harris, עמ' 4 לפסק הדין.

12. פרשת Harris, עמ' 5 לפסק הדין.

with a sale of corporation control is breached only by grossly negligent conduct."

ד4. שנת 2006: חובת הזהירות של בעל שליטה מוכר, בנסיבות של חשד של אדם זהיר סביר כי לרוכש מניעים בלתי הולמים לרכוש את החברה - פרשת Abraham

פרשת Abraham¹³ התבררה בשנת 2006 לאחר שדוקטרינת "הבוזז הידוע" עוגנה זה מכבר בהלכה הפסוקה של דלוור. בפרשה זו, הובאה בפני בית המשפט הצ'נסרי בדלוור, תביעה כנגד בעל השליטה של חברת מוצרי ספורט, אשר מכר את שליטתו במחיר פרמיה (כלומר במחיר מעל למחיר סחרותה של המניה) לרוכש אסטרטגי אשר אף הוא פעל בשוק מוצרי הספורט. על פי טענות התביעה, הרוכש עשה שימוש לא ראוי בשליטה אותה רכש בחברה-הבת, תוך ניצול נכסיה ומשאביה לטובתו האישית, ותוך פגיעה ביתר בעלי מניות המיעוט בחברה-הבת.

בתביעתו, טען התובע כי בעל השליטה המוכר היה צריך לחשווד במניעיו של הרוכש ובסיכויים הגבוהים כי בכוונת הרוכש לבצע פעולות פוגעניות כלפי החברה-הבת, וזאת משני טעמים עיקריים: ראשית, משום שהרוכש הצהיר על כוונותיו להרוויח מסינרגיה שבין עסקי הרוכש ועסקיה של החברה-הבת. שנית, התובע טען כי יש להטיל אחריות על בעל השליטה המוכר, משום שהרוכש היה מתחרה משמעותי בשוק שבו פעלה החברה-הבת ועל כן, ובמעמדו כמתחרה, הרי שכוונותיו מלכתחילה היו חשודות.

בעל השליטה לשעבר בחברה וכן המנכ"ל שנתבעו בתביעה, הגישו בקשתם לדחות את התביעה על הסף כנגדם, בין היתר, בטענה כי טענות התביעה אינן מגבשות עילת תביעה ברת בירור.

באשרו את טענות הנתבעים בפרשה זו, בית המשפט הצ'נסרי שב והדגיש את זכותו של בעל שליטה, ככל יתר בעלי המניות בחברה, למכור אחזקותיו ומשעסקין בבעל שליטה, הרי שאף קמה לו הזכות למכור את השליטה במחיר הכולל גם פרמיית שליטה. עם זאת נפסק, כי נכונה גם עמדתו העקרונית של התובע, כי לזכות הבלתי מוגבלת למכור שליטה בחברה יש חריג אשר לפיו תקום אחריות כלפי בעל השליטה המוכר, וחריג זה מתקיים באותם המקרים שבהם בעל השליטה מוכר את שליטתו לבוזז ידוע, באחת מהדרכים הבאות: (א) בעל השליטה המוכר ידע כי הוא מוכר לבוזז ידוע, או (ב) בעל השליטה היה ער לנסיבות שעשויות "לעורר את חשדו של אדם זהיר סביר לקיומו של סיכון כי הרוכש איננו ישר או באופן מהותי איננו דובר אמת" (בית המשפט הפנה בהתייחס לדברים אלה, להלכת Harris).

13. Jeffrey S. Abraham as Trustee of the Law Offices of Jeffrey S. Abraham v. Emerson radio Corp. and GCL - Global, others, and Sport Supply Group, Inc., C.A. No. 18450-N (Del. Ch. 2006) (www.gcl.co.il : להלן: "פרשת Abraham").

בית המשפט הצינסי בפרשה זו פסק כי בהתקיים האירוע השני - קרי נסיבות של חשד כי עסקינן בבוזז ידוע, ההלכה המובילה בדלוור הינה ההלכה שנפסקה בפרשת **Harris** הקובעת, כי בנסיבות אלו של חשד, קמה כלפי בעל השליטה המוכר חובה לחקור כפי שאדם זהיר וסביר היה עורך, ובאופן עקרוני, נדרש בעל השליטה לפעול בזהירות על מנת שבעלי מניות אחרים לא יושפעו ממכירת השליטה ולא יינזקו מהתנהגותו של הרוכש.

חשיבותה של פרשת **Abraham** מתמקדת בדיון הקצר אותו ערך בית המשפט, בשאלת חובת הזהירות המוטלת על בעל שליטה מוכר. בהערת אגב חשובה מאוד, בית המשפט ציין כי בספק רב אם בדלוור תוכר חובת זהירות של בעל שליטה המתבססת על הטענה כי בעל השליטה המוכר נכשל בבדיקת תום ליבו של הרוכש, בנסיבות שבהן מסמכי ההתאגדות של החברה (corporate charter) כוללים סעיפי פטור, שיפוי ופיצוי לדירקטורים (exculpatory provision) לפי סעיף 102(b)(7) לחוק החברות הכללי של דלוור.¹⁴

הסיבה לכך, כך לעמדתו של בית המשפט הצינסי הינה, כי הטענה כי קיימות חובות אמונים כלשהן של בעל השליטה כלפי החברה, נובעת מההנחה שבעל שליטה, במעמדו ככזה, נחזה כמי שמכתיב את רצונותיו לדירקטוריון. כאשר הדירקטוריון עצמו פטור מאחריות בגין הפרה של חובת הזהירות, אזי באופן הגיוני, נשמט הבסיס לטעון לקיומה של חובת זהירות של בעל השליטה המבקש לממש את זכותו הקניינית למכור את שליטתו בחברה. שאלה זו עלתה כהערת אגב והיא לא זכתה לתשובה חד משמעית בפרשת **Abraham**. עם זאת, בית המשפט היה עיקש בעמדתו, כי הדעת איננה מאפשרת להסכים למצב שבו תוטל חובת זהירות על גורם שבדרך כלל איננו נושא בה - כלומר בעל מניות - בשעה שאלו הנושאים בחובת הזהירות על פי דין - כלומר הדירקטורים - ייהנו מפטור. להשלמת התמונה בית המשפט הוסיף וציין, כי גם כאשר גבול אחריותם של בעלי השליטה נקבעה על ידי הטלת חובת הזהירות, גבול זה איננו חל כלל וכלל על מקרה של מכירת שליטה לבוזז ידוע, או מכירת השליטה לצד שלישי שהמוכר יודע כי כוונותיו כלפי החברה הינן בלתי הולמות (יש לזכור כי הרוכש, מיד עם הופכו לבעל השליטה החדש בחברה, נושא בעצמו בחובות כלפי החברה וכלפי יתר בעלי מניותיה). עולה מכל אלה הוא, כי תובע הטוען למכירת שליטה לבוזז ידוע, נדרש להראות כי בעל השליטה המוכר היה בעל היסוד הנפשי הנדרש (scienter), ולא די כי התובע יטען רק שבעל השליטה נכשל בביצוע הליכי בדיקה ראויים (דיו דיליגנס) ביחס לטיבו וטבעו של הרוכש.

14. סעיף 102(b)(7) לחוק החברות הכללי של דלוור, הוא למעשה הסעיף המאפשר לחברה להעניק פטור, שיפוי ופיצוי לדירקטורים ולנושאי המשרה בחברה, בגין נשיאה באחריות אישית במקרים שבהם חובת הזהירות (duty of care) לא מולאה על ידי מי מהדירקטורים ובעקבות כך, נגרמו לחברה נזקים. הזכות לפטור, לשיפוי ולפיצוי מוגבלת להפרת חובת הזהירות בנסיבות מסוימות, ולא ניתן להעניק את הפטור בגין הפרת חובות אמונים אחרות של הדירקטוריון.

ובלשון מסכמת - בית המשפט הצינסי הסכים עם הנתבעים ופסק כי גם אם ניתן להניח, לשם הדיון, כי ניתן להטיל אחריות על בעל השליטה המוכר בגין מכירה ברשלנות לרוכש בעל מניעים בלתי הולמים (improper motives) - וזאת להבדיל מהמקרה של מכירה, ביוזעין, לבוזז או לרוכש שאיננו כנה או שהינו בגדר "רוכש טורף" (predatory buyer), אזי במקרה דנן התובע לא העלה טענות מספיקות המבססות את עילת תביעתו ואת טענתו כי קמו חשדות מספיקים כלפי בעל השליטה המוכר, אשר חייבו אותו לנהל המשך חקירה לחשדותיו. נפסק כי לכל היותר, טענותיו של התובע מגבשים את המסקנה כי בעל השליטה המוכר ידע כי הוא מוכר את השליטה בחברה למתחרה אשר צפוי לשאוף להשיא את הפוטנציאל משיתוף פעולה בין שתי החברות. תחזית צפויה ובלתי מפתיעה זו, איננה מתגבשת לכדי חשד כי עסקינן במכירת שליטה לבוזז ידוע המתכנן לפגוע באופן לא חוקי בחברה הנרכשת וביתר בעלי מניותיה, על מנת להשיא את רווחיו האישיים.

עוד נפסק, כי גם אם ניתן להניח תיאוריה בדבר מכירה רשלנית על ידי בעל השליטה המוכר, לצורך השאת רווחיו שלו, תיאוריה זו אין לה על מה שתסמוך. בעל שליטה בחברה רשאי למכור את אחזקותיו במחיר פרמיה, למעט בנסיבות מסויימות מאוד וממילא, לא עלה בידי התביעה במקרה דנן, להראות כי התקיימו נסיבות צרות אלה. בית המשפט הצינסי סיכם את עמדתו הזהירה ביחס להטלת חובת זהירות על בעל השליטה המוכר את שליטתו, בדברים הבאים:

"The circumstances when a controller is subject to liability for selling its shares are not capacious and are exceptions to the general rule that controllers are free, as is any other stockholder, to alienate their shares, provided they comply with any transfer provisions in the relevant corporate instruments and in statutory law. The general rule's utility would be gutted by permitting a plaintiff to state a claim simply by alleging that a controller sold its control position to another solvent, public company in the same industry that announced its intention to capitalize on the synergies between itself and its new controlled subsidiary and that thereafter acted on those intentions in a manner that the plaintiff, in a wholly conclusory and unspecific manner, alleges were unfair to the subsidiary. To hold that such circumstances give rise to a claim opening the door to discovery puts a toll on that which our law says is a basic right of every stockholder, even those who own control: to sell."

ה. דוקטרינת "הבוזז הידוע" כדוקטרינת מקרה קיצון - סיכום ביניים

דיני התאגידים בארץ ובחו"ל, מקפידים הקפדה מלאה על מספר עקרונות ברורים שמטרתם היא להבטיח הפרדה בין חברה לבין בעלי המניות בה, ומהפרדה זו נגזרות גם גישות שונות וחובות שונות. בעוד שחברה, באמצעות האורגנים שלה, נדרשת להשיא רווחיה לטובת בעלי מניותיה, בעלי המניות אינם צריכים להשיא רווחיהם של אחרים מלבד הם עצמם, ואבחנה זו היא מהותית, ומהווה את אחד מעיקרי ההבדלים שבין הדירקטורים, הנושאים בחובות שונים, ובין בעלי המניות, הנהנים בעיקר מזכויות כבעלים של נתח מהחברה באמצעות אחזקה במניותיה.

מלבד התפיסה המבקשת להגן על זכות הבעלות של בעלי המניות, לשוק ההון עצמו אינטרס להגן על העבירות ועל הסחרות של מניותיהן של חברות ציבוריות, באופן נקי מכל מגבלה שהיא, על מנת להבטיח זרימה טבעית של המסחר בו. מסחר דינמי, מהיר וחופשי איננו יכול להתקיים כראוי, אם עבירות של המניות היא מוגבלת או מותנית.

לאור אלה, ברי כי דוקטרינת הבוזז הידועה היא דוקטרינה חריגה בנוף התאגידי, משום שיישומה עומד בניגוד לכללים ולעקרונות המפורטים לעיל. מנגד היא נדרשת, על מנת לבסס את אמונו של ציבור המשקיעים בשוק הון שאיננו בבחינת שוק השייך לבעלי השליטה בלבד.

1. דוקטרינת "הבוזז הידוע" בשנת 2017 - מה השתנה?

בשנת 2017 ניתנות שתי החלטות חשובות ביחס לדוקטרינת "הבוזז הידוע". הראשונה ניתנת במאי 2017 בדלור והשנייה ניתנת חודשיים בדיוק מאוחר יותר, ביולי 2017, בישראל, ובהחלטות אלה מוצפת שוב הדוקטרינה ושאלת אופן יישומה הראוי.

11. האם יש לבעלי המניות בחברה-הבת מעמד לטעון למכירה לבוזז ידוע שמתבצעת במסגרת מכירתה של החברה-האם? - פרשת Ford

השפעת "הבזיזה" המתרחשת בדרגת החברה-האם על החברה-הבת

בשנת 2017, בחלוף עשר שנים כמעט, מאז נוהל בדלור הדיון החשוב בפרשת Harris, פוקדת את בית המשפט הצינסי בדלור תביעה חדשה, המעוררת מחדש את שאלת מקומה הראוי של דוקטרינת "הבוזז הידוע" במערך החובות והזכויות שבין בעלי מניות מיעוט לבין בעלת השליטה בעת מכירת השליטה.

פרשת *Ford v. VMWARE, Inc.*¹⁵ חייבה את בית המשפט הצ'נסרי לראשונה, לאחר חלוף שנים לא מעטות, לשוב ולבחון את עקרונות הדוקטרינה, ואת יישומה הראוי בימים אלה.¹⁶ הפרשה נפתחת באוקטובר 2015, על רקע התקשרותה של חברת EMC Corporation בעסקת מיזוג עם חברת Denali Holding Inc. ("הרוכשת") אשר במסגרתה נרכשה חברת EMC ("החברה"), "החברה-האם". עסקת המכירה כללה גם את מכירת אחזקותיה של החברה בחברת-הבת. VMWARE, Inc. ("החברה-הבת") שעמדו על כ-81% ערב עסקת המיזוג.¹⁷

נסיבותיה של פרשת *Ford* הן ייחודיות ויש לשים לב לעובדה כי התביעה לא הוגשה על ידי בעלי מניות המיעוט בחברה שבה נמכרו מניותיה, אלא הוגשה דווקא על ידי בעל מניות מיעוט המחזיקים במניות החברה-הבת, והתבססה על הטענה העיקרית כי עסקת המיזוג שבין הרוכשת לחברה-האם ומכירתה של החברה-האם, פגעו בזכויותיהם של בעלי מניות המיעוט בחברה-הבת. עוד יש לשים לב, כי לנוכח העובדה כי בעלי מניות המיעוט בחברה-הבת לא החזיקו במניות החברה-האם, הם לא היו צפויים ליהנות מכל הטבה שנכללה במסגרת עסקת המיזוג שבין החברה לבין הרוכשת. תביעת בעלי מניות המיעוט בחברה-הבת הוגשה כעילת תביעה נגזרת בשם החברה-הבת וכן כעילת תביעה אישית במסגרתה של תביעה ייצוגית שהוגשה בשם קבוצת המחזיקים במניותיה של החברה-הבת.

בתביעה הועלו מספר טענות כנגד התוצאות הקשות, כביכול, של עסקת המיזוג, וכנגד מחיר המניה שנקבע בעסקת המיזוג. בתמצית, התובעים גרסו כי תוצאות "גרועות" אלו לחברה-הבת, נבעו מהפרת חובות האמונים שהפרה החברה כבעלת השליטה בחברה-הבת לפני עסקת המיזוג באמצעותם של אינדיבידואליים הקשורים לחברה אשר ישבו בדירקטוריון החברה-הבת, וכן על ידי הרוכשת עצמה, הן בגין סיוע להפרת חובות האמונים שבוצעה במישרין על ידי הנתבעים האחרים, והן כישות שהפכה בסופו של הליך המיזוג לבעלת השליטה בחברה-הבת.¹⁸

15. *Francis M. Ford, on behalf of himself and all others similarly situated and derivatively on behalf of VMWARE, Inc. Plaintiff, v. VMWARE, Inc. and others, Defendants*, C.A. No. 11714-VCL (2.5.2017) פורסם גם באתר GCL - Global Comparative Law : www.gcl.co.il (להלן: "פרשת *Ford*").

16. פרשת *Ford* נדונה על ידי השופט לאסטר.

17. תנאי עסקת המיזוג בפרשת *Ford* היו כדלקמן: במועדים הרלבנטיים, כל אחת ממניותיה הציבוריות של החברה הומרה לזכות לקבל 24.05 דולר למניה במזומן בצירוף 0.111 מניות רגילות סוג V של הרוכשת ("מניות V"). מניות V היו למעשה, סוג חדש של מניות הרוכשת, אשר הונפקו לראשונה במסגרת עסקת המיזוג ונאמדו בשיעור של כ-65% משווי הונה של החברה-הבת שהרוכשת רכשה כתוצאה מעסקת המיזוג.

18. התביעה מעלה ארבע עילות תביעה עיקריות: (א) כי הדירקטורים הדואליים (שישבו הן בחברה והן בחברה-הבת) הפרו את חובות הנאמנות שלהם, בכך שקידמו את האינטרסים של החברה על חשבון האינטרסים של החברה-הבת. עילת תביעה זו נטענה כעילת תביעה ישירה בשם כלל קבוצת בעלי המניות הרגילות של החברה-הבת; (ב) עילת התביעה הראשונה נטענה גם בשם החברה כעילה נגזרת; (ג) כי הרוכשת הפרה את חובות האמונים שלה כבעלת השליטה הנכנסת, או לחלופין, סייעה בהפרת חובות האמונים ליתר הנתבעים. עילת התביעה השלישית הוגשה הן כעילה ישירה בשם קבוצת התובעים

התנגדותם הראשונה של התובעים לעסקת המיזוג, התבססה על העובדה כי החברה סירבה להצעות אחרות למכירתה של החברה-הבת. לטענת התובעים, הנתבעים דחו כל הצעה אשר הציבה את ערכה של החברה-הבת באופן נפרד מערכה של החברה-האם, הפרדה אשר אילו נעשתה, לבטח (כך לגרסת התביעה) היתה מזכה את מחזיקי המניות בחברה-הבת, בתמורה הולמת יותר. לביסוסה של עילת תביעה זו, התובעים טענו כי בעלי המניות הדואליים של החברה (כלומר אלה שהיו מושקעים בחברה-האם) הפרו את חובות הנאמנות שלהם, משום שלא בחנו אפשרויות אחרות שיטיבו עם שוויה של החברה-הבת, תוך הפרדה בין שתי החברות והעדיפו את כריכתן של השתיים, מהלך שהיטיב עם חברה אחת (החברה), אך פגע בשנייה (החברה-הבת).

טענה זו הובילה לניהולו של דיון חשוב ויסודי בראש ובראשונה בזכותם הבסיסית של בעלי מניות לרבות בעלי שליטה, למכור את אחזקותיהם בתנאים הנראים להם כתנאים הטובים ביותר עבורם כמחזיקים. בהקשר זה נפסק, כי לבעל השליטה בחברה זכות עצמאית לשקול שיקולים מגוונים ביחס לשאלות של תזמון מכירת השליטה ובחירת הרוכש. נפסק כי אוטונומיה זו של בעל השליטה נובעת מעצם אחזקתו במניות החברה.¹⁹ יתירה מכך נפסק, כי כאשר עסקין במכירת שליטה, לבעל השליטה יד חופשית לקבוע את תנאי המכירה ובעל השליטה, להבדיל מהחברה למשל, אינו נדרש לבחון אופציות וחלופות בעת מכירת השליטה, והוא רשאי לקדם את ענייניו ומטרותיו והם בלבד (לכלל זה יש מספר חריגים כמובן).

על כן, ועל בסיס עקרונות אלה, בית המשפט הצינשרי קבע כי סירוב כשלעצמו מצדו של בעל שליטה לאפשר לישות המוחזקת על ידו להימכר באופן נפרד, אינו מגבש עילת תביעה כנגד בעל השליטה או כנגד הדירקטורים היושבים מטעמו בדירקטוריון.²⁰ נפסק, כי החברה-האם לא נשאה בכל חובה שהיא להפריד בינה ובין החברה-הבת שהוחזקה בבעלות מלאה על ידי החברה-האם, על מנת להיטיב עם בעלי מניות המיעוט בחברה-הבת. לחברה-האם הייתה זכות לפעול ולהבטיח את האינטרסים שלה בעת שקבעה את תנאי מכירת נכסיה.

דוקטרינת "הבוזז הידוע", הועלתה כטענת תביעה נוספת על ידי התובעים, אשר ביקשו להרחיב באמצעות הדוקטרינה, את אחריותם של בעלי שליטה בחברה,

המחזיקים במניות של החברה-הבת והן כנגזרת בשם החברה-הבת; (ד) תביעה בעילה של סיוע כנגד שני גורמים נוספים. גם תביעה זו הוגשה כנגזרת וכישירה.

19. בשאלת זכותו האינהרנטית של בעל מניות למכור אחזקותיו ראו גם פסק הדין שניתן בעניין *Peter Schoenfeld Asset Mgmt. LLC v. Shaw*, 2003 WL 21649926, at *2 (Del. Ch. July 10, 2003) פורסם גם באתר www.gcl.co.il : GCL - Global Comparative Law.

20. *BUTTONWOOD TREE VALUE PARTNERS, LP and others, Plaintiffs Below-Appellants, v. MICHAEL J. SULLIVAN and others, Defendants Below-Appellees, and CENTRAL STEEL AND WIRE COMPANY, Nominal Defendant Below-Appellee*; No. 178, 2015; C.A. No. 9552- VCL; Court Below: Court of Chancery of the State of Delaware, in and for New Castle County (22.10.2015) פורסם גם באתר www.gcl.co.il : - Global Comparative Law.

כלפי בעלי מניות המיעוט, בעת מכירת השליטה. טענתם זו הסתמכה על העובדה שבעלת השליטה (החברה-האם) נמכרה לצד שלישי, אשר אף נטל שליטה גם על החברה-הבת במסגרת רכישת החברה-האם. בהקשר לזה טענו התובעים כי: (א) החברה-האם הפרה את חובות האמונים שלה בהתקשרותה בעסקת מכירה עם בוזז ידוע; וכן (ב) הדירקטורים שישבו בשני הדירקטוריונים (the dual directors) הפרו את חובות האמונים שלהם, בכך שלא הגנו על החברה-הבת מפני המכירה.

בית המשפט הציג, דחה את שתי הטענות על הסף,²¹ ופסק כי תיאוריית המכירה לבוזז ידוע אינה חלה על המקרה של מכירת החברה-האם כאן. בית המשפט חזר על העיקרון לפיו, בדומה ליתר בעלי המניות, בעלי השליטה חופשיים למכור את אחזקותיהם, ובתנאי שהם עומדים במלוא הדרישות החוקיות ביחס להעברת מניות, כפי שאלו מעוגנות בחוק ובמסמכי ההתאגדות של החברה. מבחינה זו נפסק, כי אין הבדל בין מכירה של מניות ובין מכירה שליטה או דבוקת שליטה.²² כאשר בעל שליטה מוכר את שליטתו דרך התקשרות בעסקת מיזוג, הרי שהוא אף מוכר את השליטה שבחברה-הבת במסגרת עסקת המיזוג כפי מותר לו לעשות על פי דין. מכירה כזו, משמעה העברה של נכס בדרגת בעל המניות ופעולה זו כפופה לדין המתייחס למכירת שליטה בחברה.²³

בהתייחסו לדוקטרינת הבוזז הידוע, בית המשפט הציג פסק כי עקרונית, בעל השליטה בחברה אינו חב בחובות האמונים הקלאסיות החלות על אמונאים. ואולם אף על פי כן, בעת שהוא מוכר את מניותיו ואת שליטתו, הוא אינו רשאי לפעול באופן נטול אחריות (with impunity). כלפי בעל השליטה המוכר את אחזקותיו קיימות חובות הנובעות מהמשפט המקובל (common-law duty), אשר כוללות את חובת הזהירות (duty of care). חובה זו, מיושמת בצורה מאוזנת, כלומר בעוד שלא מצופה מאדם המעביר את שליטתו בחברה לצד שלישי לערוב לרוכש, כאשר הנסיבות מצביעות או מעוררות חשד של אדם זהיר באופן סביר כי מדובר ברוכש רמאי (dishonest) או שאינו דובר אמת באופן מהותי, קמה חובה על המוכר לבצע חקירה שאדם סביר היה מבצעה ולפעול באופן זהיר, כך שאחרים שעשויים להיות מושפעים מהעסקה, לא ייפגעו בגינה.²⁴

בעל השליטה המוכר את אחזקותיו ל"בוזז ידוע" עשוי לשאת באחריות לנזקים שיתגלו. על מנת לטעון לנזק על בסיסה של דוקטרינת "הבוזז הידוע", על

21. דחיית עילות תביעה אלה על הסף נעשית מכוחו של כלל (b)(6) לכללי בית המשפט הציגרי.

22. ראו פסקי הדין *Abraham v. Hollinger Int'l v. Black (Hollinger I)*, 844 A.2d 1022, 1087 (Del. Ch. 2004) וכן *GCL - Global Comparative Law*, *v. Emerson Radio Corp.*, 901 A.2d 751, 762 (Del. Ch. 2006).

23. ראו פרשת (TABLE) (1994) 647 A.2d 382 (Del. Ch. 1994). *Cf. Star Cellular Tel. Co. v. Baton Rouge CGSA, Inc.*, 647 A.2d 382 (Del. Ch. 1994).

24. ראו פרשת (Allen, C.) (1990) 582 A.2d 222, 235 (Del. Ch. 1990), *Harris v. Carter*, 582 A.2d 222, 235 (Del. Ch. 1990), פורסם גם באתר - GCL *www.gcl.co.il* : Global Comparative Law.

התביעה להעלות טענות עובדתיות התומכות במסקנה האפשרית הסבירה, כי המוכר: (א) ידע שהקונה היה בוזז; או (ב) היה ער לנסיבות שהיו מעוררות חשד של אדם זהיר סביר לסיכון, כי הקונה אינו ישר או באופן מהותי אחר דובר שקר. על התביעה אף לטעון ולהראות, כי בסופו של דבר הקונה בוז את החברה וגרם לה נזקים.

התובע הייצוגי בפרשת Ford טען באופן מסורתי, כי בעלת השליטה (החברה-האם) ידעה כי בכוונת הרוכשת לרושש את החברה-הבת, ואף על פי כן כפתה במכירה זו על החברה-הבת יחסים עסקיים לא הוגנים. טענה זו נדחתה במקרה דנן, משום שהתביעה לא גיבתה את טענותיה אלה במסכת עובדתית ראויה.

מהו תפקידו של הדירקטוריון בעת מכירת שליטה ל"בוזז ידוע"?

ייחודיות נוספת של פרשת Ford מתקשרת להפניית טענת "הבוזז הידוע", לא רק כלפי בעל השליטה המוכר, אלא גם כלפי הדירקטורים המאפשרים את המכירה.²⁵ בהקשר זה, בית המשפט פסק את העיקרון כי בעל מניות תובע רשאי לטעון כנגד דירקטוריון, כי הוא נכשל בחובתו להגן על החברה ועל יתר בעלי המניות, בעסקה שלבעל השליטה עניין אישי בה. בהקשר לכך, בית המשפט הציג הפנה להלכת בית המשפט העליון בדלור אשר קובעת כי ממשל תאגידי תקין בתאגיד משקף תפיסה רחבה של התנהלות ראויה, וכאשר שאלת תקינותו של הממשל התאגידי נוגעת לשינויים יסודיים בתאגיד, דירקטוריון לעולם איננו כלי פאסיבי.²⁶ על כן, גם בהקשר של מכירה לבוזז ידוע לדירקטוריון חובה משמעותית להגן באופן סביר מפני נזק צפוי על עסקי התאגיד, כולל נזקים של בעלי המניות, בלי קשר לשאלה מהיכן הנזק צפוי להגיע. נפסק, כי הדירקטור, כאמונאי, מייצג אינטרסים כלכליים של אחרים, ועל כן מוטלת עליו החובה להגן על אינטרסים אלה.²⁷ הדירקטוריון רשאי ולמעשה אף חייב, לפעול על מנת למנוע מבעל השליטה למכור אחזקותיו לבוזז ידוע. נפסק, כי חובות האמונים של הדירקטוריון מחייבות את הדירקטורים לפעול לטובת האינטרס של החברה ושל בעלי מניותיה כמכלול, וחובתו של הדירקטוריון לפעול בנאמנות כוללת גם את סמכותו של הדירקטוריון לנקוט בצעדי צמצום ואפילו דילול הונו של בעל השליטה במסגרת פעולות הגנה, ובתנאי שפעולה זו ננקטת ומתבצעת במסגרת

25. בתביעה נטען כי הדירקטורים הדואליים: (א) ידעו שהחברה (החברה-האם בעלת השליטה) עמדה למכור לבוזז; (ב) היו חייבים להגן על החברה-הבת ועל בעלי מניות המיעוט שבה; (ג) נכשלו, תוך הפרת חובות הנאמנות שלהם לנקוט צעדים להגן על החברה-הבת ועל בעלי מניות המיעוט שבה, תוך העדפת נאמנותם לחברה-האם.

26. ראו פרשת (10.6.1985) Del: Supreme Court 493 A.2d 946 - *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, פורסם גם באתר GCL - Global Comparative Law: www.gcl.co.il.

27. ראו פסקי הדין (1985) 488 A.2d 858 *Robert A. Corwin and Alden Smith v. Jerom Van Gorkom* וכן *others, Plaintiffs Below-Appellants, v. KKR Financial Holdings LLC, Defendant Below-Appellees*, No. 629, 2014 (Court Below: Court of Chancery of the State of Delaware, in and for New Castle County (2.10.2015)) Consol. C.A. No. 9210-CB, פורסם גם באתר GCL - Global Comparative Law: www.gcl.co.il.

אחידה, כלפי כלל בעלי המניות.²⁸ כאשר דירקטוריון פועל בתום לב ומתוך אמונה סבירה כי בעל השליטה מנצל לרעה את כוחו ומאיים לנצל לטובתו את חולשתם של בעלי מניות המיעוט, אזי הדירקטוריון רשאי לנקוט בעמדה המנטרלת את הניצול או את האיום האמור. עם זאת יש לשים לב כי עוד קודם לנקיטת הליכים כנגד ניצול או איום, חייב להיות נזק אשר נצפה באופן סביר.²⁹

תיאוריית "הבוזז הידוע" אשר נטענה כנגד הדירקטורים הדואליים בפרשת Ford, כשלה משום שעסקת המיזוג לא הציבה כלפי החברה-הבת איום ממשי. באופן טיפוסי, החלפת השליטה בחברה-הבת עם בעל שליטה חדש באמצעות עסקה המתבצעת ברמת החברה-האם אינה, כשלעצמה, יוצרת סיכון שכזה. לחברה-האם זכות למכור את שליטתה, וכאשר אין ראיות המצביעות באופן סביר (reasonable inference) כי בעלת השליטה התקשרה עם "בוזז ידוע", גם אין ראיות המצביעות על כך שהדירקטורים הפרו את חובותיהם.

21. הופעתה של דוקטרינת "המכירה החובלת" בישראל בשנת 2017 - פרשת ברדיצ'ב

מקוסוי ועד לברדיצ'ב - עקרונות הדוקטרינה בישראל

בישראל, ההלכה המובילה בשאלת חובותיו של בעל השליטה בעת מכירת השליטה, והאיסור המוטל עליו למכור שליטה לבוזז ידוע בהיותה בבחינת מכירה חובלת, היא ההלכה שנפסקה בפרשת קוסוי.³⁰ ואולם בחינה מחודשת של הלכה זו, תחולתה ועקרונותיה, נערכה באופן יסודי שוב בפרשת ברדיצ'ב³¹ אשר נפסקה ביולי 2017.

פרשת ברדיצ'ב נסבה סביב פעילותה העסקית של קבוצת המשקיעים פלד-גבעוני, והחורבן הכלכלי שהסבו לחברות אותן רכשו. קבוצת פלד-גבעוני ("קבוצת המשקיעים", "הקבוצה") ביצעה רכישות ממונפות בהובלתו של טל יגרמן אשר כללה גם את רכישת השליטה בקבוצת פויכטונגר ("החברה"). קבוצת המשקיעים נקלעה לקשיים פיננסיים בשל חוסר יכולתה להחזיר את ההלוואות שנטלה לשם מימון מסע הרכישות המאסיבי שקיימה, ובשל ניסיונם של אנשי הקבוצה למלט עצמם מקריסה כלכלית באמצעות גניבה של עשרות מיליוני שקלים חדשים מכספי החברות שרכשו, ובכללן החברה התובעת.

28. ראו החלטת בית המשפט הצינרי בדלור בעניין Eldon Klaassen v. Allegro Development Corporation and others, C.A. No. 8626-VCL (11.10.2013), וכן הערעור על ההחלטה לבית המשפט העליון בדלור: Eldon Klaassen, Plaintiff and Countercalim-Defendant Below, Appellant, v. Allegro Development Corporation and others, Defendants and Countercalimants Below, Appellees, No. 583, 2013, Court GCL Below: Court of Chancery of the State of Delaware, C.A. No. 8626 (14.3.2014), פורסם גם באתר www.gcl.co.il - Global Comparative Law.

29. ראו הלכת Unocal, לעיל ה"ש 26.

30. ע"א 817/79 אדוארד קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח(3) 253 (1984) (להלן: "הלכת קוסוי").

31. ת"א 8746-10-09 ברדיצ'ב (נאמן) נ' פויכטונגר ואח' (2.7.2017) (פורסם בנבו) (להלן: "פרשת ברדיצ'ב").

מעילות אלו גרמו למחסור בכספים נזילים שנדרשו לחברות שרכשה הקבוצה לצורך פעילותן השוטפת, לקריסתן של החברות הנרכשות ולבסוף אף לפתיחה בחקירה של רשות ניירות ערך ולהליכים פליליים כנגד קברניטי קבוצת המשקיעים.

הליך זה, אשר נפתח בשנת 2009, הוא הליך אזרחי שבמסגרתו ביקש הנאמן על הסדר הנושים שנעשה בחברה, להיפרע מאנשי קבוצת המשקיעים בגין הנזקים שגרמה הקריסה האמורה לחברה. הנתבעים בפרשה זו, כללו את הגרעין הקשה של קבוצת המשקיעים (פלד-גבעוני) וכן את בעל השליטה עזריאל פויכטונגר והחברה באמצעותה החזיק בשליטה - סלאום פיתוח והשקעות בע"מ ("בעל השליטה המוכר"). כנגד בעל השליטה המוכר נטען, כי הן בעת קבלת ההחלטה למכור את השליטה בחברה לקבוצת המשקיעים (במחיר שהיה גבוה משמעותית ממחיר השוק שלה) והן בשלב השני בעת פרישתו של מר פויכטונגר מתפקידו כמנכ"ל החברה ומימוש האופציה שניתנה לו למכירת מניותיו, הוא הפר את חובותיו כלפי החברה כבעל השליטה בה, משהעדיף לקדם את טובתו האישית על פני טובת החברה ובכך אף הפר את חובת הזהירות שלו כבעל השליטה וכוונש משרה בכיר בה. נטען כנגד בעל השליטה המוכר, כי הוא הפקיר את החברה במודע, תמורת בצע כסף, בידי קבוצת משתלטים שביקשו לבזוז את נכסיה.

טענות התביעה בדבר בזיזה מצד הקבוצה הרוכשת, ומתן אפשרות כזאת מצידו של בעל השליטה המוכר, הובילו את בית המשפט המחוזי (בפני השופט הנכבד פרופסור גרוסקופף), לפתוח בדיון שמזמן כבר לא נערך בבית המשפט בישראל, ביחס לחובותיו של בעל שליטה המוכר שליטתו, ולדרך הראויה לאכוף את הדוקטרינה המטילה אחריות על בעל שליטה מוכר, בגין מכירה חובלת.

בסוקרו את הדין הנוהג ביחס לחובותיו של בעל שליטה בעת מכירת אחזקותיו, בית המשפט המחוזי החל את הדיון במאפייניה הקנייניים של המניה בקובעו כי בראש ובראשונה, מניה היא נכס של בעל השליטה והוא רשאי, כשם שרשאי כל אחד מבעלי המניות האחרים, למכור את מניותיו לכל קונה המעוניין לרכוש אותן. אולם, בנסיבות בהן מוכר בעל השליטה את מניותיו, ניגוד האינטרסים הקיים ממילא בינו ובין בעלי מניות המיעוט מתחדד עוד יותר, משום שלאחר המכירה אין עוד לבעל השליטה אינטרס בחברה ואין לו תמריץ לשתף פעולה עם יתר בעלי המניות. לנוכח ניגודי אינטרסים אלה ולנוכח הפגיעה הפוטנציאלית בקניינו של האחר, נפסק כי בנסיבות מסוימות תוגבל החירות למכירת מניות השליטה למרבה במחיר.

בהתייחסו לחובותיו של בעל שליטה המוכר את שליטתו, כלפי בעלי מניות המיעוט, בית המשפט המחוזי הסתייע בהלכת קוסוי ועקרונותיה של ההלכה על פיה, בעל מניות שליטה המבקש למכור את מניותיו, חב חובת אמון לחברה ביחס למכירת השליטה ובהתאם, עליו לפעול כלפיה בתום-לב ובהגינות והוא יימצא מפר את חובתו, אם הוא מוכר את מניותיו לקונה, אשר למיטב ידיעתו ירוקן את החברה מנכסיה ויביא אותה למצב של אי-סולבנטיות. על פי הלכת

קוסי, נדרש בעל שליטה להתחשב בחברה בה הוא שולט, גם כאשר האינטרס שלו באותה חברה צפוי להסתיים. כאשר יודע בעל השליטה שהקונה מבקש לנצל את נכסי החברה ולהביא לקריסתה, אין הוא רשאי למכור את מניותיו לאותו רוכש, אף אם האינטרס האישי הכלכלי שלו יתמוך בקבלת הצעת הרכישה. באופן זה נשמר האיזון בין היות בעל השליטה בעליו של נכס - מניותיו - בו הוא רשאי על פי דיני הקניין לעשות כרצונו, ובין הצורך בהגבלת כוחו של בעל השליטה בכדי להגן על האינטרס הכלכלי של בעלי מניות המיעוט בחברה.

בית המשפט בפרשת **ברדיצ'ב**, הסתייע אף בפסיקות אמריקאיות, לרבות אלה שצוטטו גם בהלכת **קוסי** (הלכות **Insuranshares Corporation** ו- **Harris** - ראו הרחבה לעיל), הקובעות את חובתו העקרונית של בעל השליטה המוכר להגן על בעלי מניות המיעוט בעת מכירת שליטתו, על ידי הימנעותו ממכירת החברה לקונה אשר צפוי להוביל לריקון החברה מנכסיה שלא כדין.

בית המשפט בפרשת **ברדיצ'ב** הדגיש, כי נסיבות שונות עשויות, במקרים קיצוניים, להעמיד אדם זהיר על כך כי "ביזה" של החברה עלולה להתרחש. בהקשר זה, בית המשפט ציין כי דוקטרינת "הבוזז הידוע" האמריקאית מקיפה מזו שניתנה בישראל, והיא כוללת לא רק בזיזה בפועל, אלא גם נסיבות שונות בהן מתעורר חשד אצל בעל שליטה לגבי מכירת מניותיו, באופן שידרוש ממנו ביצוע חקירה ודרישה על כוונותיהם של הקונים הפוטנציאליים. בין אלה, נדרש בעל שליטה בארצות-הברית לשים לב לאירועים של תשלום מחיר מנופח עבור מניות השליטה שנמכרו או סידורים המצביעים על כך שהרכישה עתידה להיות ממומנת מנכסיה של החברה, כאשר אותם נכסים צפויים להיות מומרים באופן מידי למזומן. בפרשת **ברדיצ'ב** נפסק, כי לצד בחינת הקביעות במשפט האמריקאי, ראוי להעיר (כפי שהובהר גם בהלכת **קוסי**) כי המשפט הישראלי לא אימץ בהכרח את האיזון שנמצא בארצות הברית בין זכות הבעלות במניה של בעל השליטה והרצון לפקח על הכוח שהיא מעניקה לו. בהלכת **קוסי** הדגיש בית המשפט העליון כי כאשר תתעוררנה בעתיד שאלות נוספות באשר להיקפה ותוכנה של החובה החלה על בעל השליטה המוכר, החורגות מהסוגיה הספציפית שנידונה באותו עניין, "כגון" **"מחיר" השליטה, האם התמורה בגין מכירת השליטה שייכת לחברה עצמה והאם יסוד בגיבושה של החובה הוא ידיעה בפועל של המוכר על מגמותיו של הקונה, או שמא ניתן להסתפק גם בחוסר ידיעה במקום שבעל מניה סביר צריך היה לדעת, וכיוצא בהן שאלות שנדונו בארצות-הברית"**, יהיה צורך לתת עליהן את הדעת (עמודים 285 - 286 להלכת **קוסי**).

יישומה של דוקטרינת המכירה החובלת בפרשות נוספות בישראל

הלכת **קוסי** הובילה להתערבותו של המחוקק בישראל אשר בחר להוסיף הוראה מפורשת בחוק החברות אשר מטילה על בעל השליטה חובה לפעול בהגינות כלפי החברה (סעיף 193). ואולם על פי פסק הדין **ברדיצ'ב**, החובה החלה על בעל השליטה אינו זהה לחובות האמון החלות על נושא משרה בחברה,

שכן קביעת החובות החלות על בעל השליטה תושפע, מטבע הדברים, מהאינטרס הקנייני שלו במניות החברה.

הלכת **קוסוי** שנפסקה בשנות ה-80 ופסק הדין **ברדיצ'ב** שניתן ביולי 2017, לא היו פסקי הדין היחידים שדנו בדוקטרינת המכירה החובלת בישראל. בפרשת **ברדיצ'ב**, עורך השופט **גרוסקופף** סקירה חשובה ביחס לפסקי דין נוספים בישראל, שעסקו בחובות בעל שליטה בעת מכירת שליטתו:

בפרשת **גדיש**,³² בית המשפט העליון נדרש לסוגיית היקף חובות האמון החלות על בעל השליטה. באותה פרשה נטען כי מכירת השליטה באלסינט על ידי אחת המשיבות (אלרון) הייתה מכירה חובלת, שכן היא נועדה לאפשר לרוכשת (אירופה-ישראל) לנצל את קופת המזומנים הנכבדה שהייתה באלסינט, תוך קיפוח המיעוט. באשרה את ניהול התובענה כייצוגית, חזרה הנשיאה דורית ביניש, בפסקאות 29-30 לפסק הדין, על עיקרי הלכת **קוסוי** לפיה: **"אמת הדבר, מניה היא נכס, אשר בעליו רשאי לעשות בו כרצונו. אך רצון זה אינו בלתי מוגבל. אין לערוך בו דיספוזיציה, אשר תביא, לידיעת המוכר, לריקונה של החברה. אין בעל מניות רשאי להתנהג על-פי הגישה כי 'אחריי המבול'"** (עניין **קוסוי**, עמוד 285). הנשיאה ביניש בפרשת **גדיש** זיהתה סימנים מחשידים שונים המצדיקים מתן אפשרות לטעון כי מכירת המניות נעשתה תוך הפרת חובותיו של בעל השליטה המוכר. בית המשפט העליון פסק כי בשלב המקדמי של הדיון, די באותם סימנים מחשידים כדי להרים את הנטל להראות שסיכויי התביעה בעילה זו סבירים, ומצדיקים מתן אישור לניהולה של התביעה, כתובענה כייצוגית.

בציינה כי לעיתים רחוקות נדרש בית המשפט ליישומה של הלכת **קוסוי**, הנשיאה ביניש הפנתה להליך נוסף שנוהל בטענה נדירה זו של מכירת שליטה לבוז ידוע - פרשת **עצמון**,³³ שם דובר בבעל שליטה בחברה פרטית אשר מכר רק מחצית מאחזקותיו למתחרה עסקי של החברה, בידיעה שמכירה כזו תאפשר לאותו מתחרה גישה למידע עסקי רגיש השייך לחברה, לרבות שימוש במערך הלוגיסטי שלה, תוך פגיעה ביכולת החברה להתחרות עמו במכרזים. בפרשת **עצמון** בית המשפט קבע כי המכירה מפרה את חובת ההגנות של בעל שליטה, וחובת תום הלב של בעל מניות, שכן במקום למכור למתחרה את החברה בכללותה - מכירה ממנה ייהנו כל בעלי המניות, בחר בעל השליטה למכור רק חלק ממניותיו, ובכך זכה בכל הפירות ממכירת פעילות החברה.

פסק דין אחר שניתן על ידי השופטת דניה קרת-מאיר, בו הועלתה טענה למכירת שליטה חובלת, הוא החלטתה לדחות בקשה לאישור תובענה ייצוגית בפרשת **צרפתי**.³⁴ באותו מקרה נטען כי שני בעלי מניות אשר החזיקו יחדיו בכ- 30.66% ממניות החברה, ביצעו מכירה חובלת לצד שלישי תמורת פרמיית שליטה

32. ע"א 2718/09 "גדיש" קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ (28.5.2012) (להלן: "עניין גדיש").

33. ה"פ (מחוזי ת"א) 10820/99 עצמון נ' סער שיאון החזקות בע"מ (18.11.2003) (להלן: "עניין עצמון").

34. ת"צ (כלכלי ת"א) 41731-10-13 צרפתי נ' פורטיסימו ניהול הון בע"מ (2.2.2016) (להלן: "עניין צרפתי").

מופרזת. בקשת האישור נדחתה וזאת משלל טעמים, וביניהם שלא הוכחו הטענות הבאות: כי המוכרים היו בעלי שליטה, כי הפרמיה הייתה מופרזת וכי לרוכש הייתה כוונה לבזוז את החברה.

מסקנות עיקריות ביחס לתחולתה של דוקטרינת המכירה החובלת בישראל בשנת 2017

הפסיקה שאוזכרה על ידי השופט **גרוסקופף** כמפורט לעיל, הובילה את בית המשפט בפרשת **ברדיצ'ב** לששת המסקנות החשובות הבאות:

בדין הישראלי, כמו גם בדין האמריקאי, קיימת אפשרות להטיל אחריות על בעל שליטה בגין מכירה חובלת.

(א) הבסיס להטלת האחריות הוא חובת ההגינות המוטלת על בעל השליטה מכוח סעיף 193 לחוק החברות, המחייבת אותו להתחשב ברמה מוגברת (אך לא באופן מוחלט) בהשלכות שיהיו למכירת השליטה על החברה (וכנגזר מכך על בעלי מניות המיעוט).

(ב) המבחן הכללי שהציב בית המשפט העליון הוא זה: בעל השליטה רשאי למכור את מניותיו לכל רוכש, למעט רוכש שיגרם נזק משמעותי לחברה.

(ג) הפסיקה הצביעה על מספר אינדיקציות היכולות להצביע על נסיבות בהן בעל שליטה המוכר את מניותיו מפר את חובת ההגינות שהוא חב לחברה (ולבעלי מניות המיעוט), ובכללם שיקולים כגון מידע המתייחס למוניטין של הרוכש, גובה פרמיית השליטה שמקבל המוכר ומקורות המימון בהם בכוונת הרוכש להשתמש למימון הרכישה.

(ד) הפסיקה הדגישה כי מדובר באינדיקציות בלבד, ונמנעה מלהגדיר מבחן ברור לתחימת היקף האחריות המוטלת על בעל השליטה במקרה של מכירת מניותיו.

(ה) הפסיקה שדנה ויישמה את הלכת **קוסוי** ב-33 השנים שחלפו מאז הינתנה, הן בבית המשפט העליון והן בבתי המשפט המחוזיים, היא פסיקה מועטה: החלטה אחת של בית המשפט העליון (החלטה לאשר ניהול תובענה כייצוגית בעניין **גדיש**), ושני פסקי דין של בית המשפט המחוזי (עניין **עצמון**, בו התקבלה הטענה, ועניין **צרפתי** בו היא נדחתה).

שיקולי מדיניות ליישומה של דוקטרינת המכירה החובלת

דיון חשוב במיוחד נערך בפרשת **ברדיצ'ב**, בשאלת שיקולי המדיניות (בעד ונגד) להטיל אחריות על בעל שליטה, בעת מכירת שליטתו. בצינו כי הפסיקה הקיימת קובעת את העילה של מכירה חובלת, אך נעדרת הנחיות ברורות המתייחסות לשאלה מהו סטנדרט ההתנהגות הנדרש מבעל שליטה בעת ביצוע המכירה, בית המשפט ביקש להשלים חסר זה, באמצעות בחינתם של שיקולי מדיניות בעד ונגד הטלת אחריות על בעל שליטה בעת מכירת השליטה.

בית המשפט בפרשת **ברדיצ'ב** זיהה שני אינטרסים שראוי להתחשב בהם בעת עיצוב הדין ביחס לאחריות בעל שליטה: זכות הקניין של בעל השליטה מזה, והאינטרסים של יתר בעלי העניין בחברה (ובראשם בעלי מניות המיעוט) הכפופים לכוח שליטתו מזה.³⁵ נפסק, כי במודל אינטרסים זה נדרש לעצב כלל שיאזן בין שיקול החירות של בעל השליטה לבין שיקול האחריות כלפי התאגיד ובעלי מניות המיעוט.

השופט **גרוסקופף** הבהיר כי האיזון בין חירות בעל הקניין לבין אחריותו כלפי בעלי אינטרסים אחרים, אינו זר למשפט, בהקשר של חובות בעל השליטה, ואולם אין להיעזר בנורמות כלליות דוגמת "תום לב" או "שימוש לרעה בזכות", אלא נדרש לבצע את האיזון האמור במסגרת הוראה ספציפית שקבע המחוקק: "החובה לפעול בהגינות" הקבועה בסעיף 193(א1) לחוק החברות. על פי לשון החוק נמצא, כי חובת ההתחשבות בזולת המוטלת מכוח הוראה זו רחבה מהחובה הכללית לפעול בתום לב ובדרך מקובלת, תוך הימנעות מניצול כוחו לרעה, המוטלת על כל בעלי מניה מכוח עקרונות כלליים ומכוח הוראת סעיף 192 לחוק החברות. מאידך גיסא, בית המשפט אף מצא כי אין מדובר בחובות אמונים במשמעותם הגרעינית.

בית המשפט בפרשת **ברדיצ'ב**, ביקש לעצב "כלל אחריות" לבעל שליטה המוכר שליטתו, אשר נגזר מהשאלה, היכן בדיוק ממוקמת "חובת ההגינות" על הסקאלה של מידת ההתחשבות בזולת הנדרשת מבעל קניין. נפסק, כי על מנת להכריע בשאלה זו, נדרש בית המשפט לאזן בין האינטרסים המתנגשים, דהיינו חירות הקניין מזה, והאחריות כלפי יתר בעלי האינטרסים בחברה מזה. במסגרת זו, בית המשפט הציע לבחון את התוצאות החברתיות של הכלל המשפטי המוצע, ובפרט את השלכתו על יעילות השוק, תוך התייחסות להשפעתם של שלושה משתנים מרכזיים:

ראשית, כלל האחריות שייבחר משפיע על האפשרות של בעל השליטה להפיק מהשליטה רווחים פרטיים פסולים. לגישת בית המשפט בפרשת **ברדיצ'ב**, ככל שתוחלש האחריות המוטלת על בעל השליטה המוכר, גדל הסיכון כי השליטה תגיע לידי גורמים המבקשים לנצל לרעה, במילים אחרות, תיווצר חשיפה גדולה יותר לאפשרות של "מרוץ לתחתית", במסגרתו מי שיזכה בשליטה יהיו אותם גורמים שידעו לנצל את מעמד השליטה לרעה. תוצאה זו אינה רצויה, בין השאר מאחר שהיא צפויה להרתיע משקיעים מלרכוש מניות מיעוט, תוך פגיעה ביעילות גיוס ההון באמצעות חברות.

35. בית המשפט הפנה לדבריה המצויינים של ד"ר אירית חביב-סגל ז"ל: "מחד גיסא, בעל השליטה השקיע סכומים נכבדים ממקורותיו הפרטיים על מנת לרכוש את השליטה בחברה, ובמובן זה, הוא דומה לבעל קניין הנהנה מן החופש להפעיל את כוחותיו כרצונו; ומאידך גיסא, בעל השליטה נהנה מן הכוח להשפיע על כיסי העושר של פרטים אחרים, קרי כיסי העושר של החברה ובעלי מניות המיעוט, ובמובן זה, יש להכפיפו לחובת האימון, לעשות שימוש בכוחותיו אך ורק לטובתם של הכפופים" (אירית חביב סגל, דיני חברות (תשס"ז) 630 - 635).

שנית, כלל האחריות שייבחר ישפיע על יעילותו של שוק השליטה בחברות, שכן ככל שתוחמר האחריות המוטלת על בעל שליטה מוכר, כך יקשה יותר לבצע עסקאות של רכישת שליטה, ויפחתו הגורמים שבעלי שליטה קיימים יהיו מוכנים למכור להם את השליטה. כתוצאה מכך יסוכלו לא רק עסקאות "רעות" למכירת שליטה (קרי עסקאות שהמניע להן הוא רצונו של הקונה להפיק רווחים פסולים משליטה), אלא גם עסקאות "טובות" למכירת שליטה (קרי עסקאות שהמניע להן הוא יכולתו של הקונה להגדיל את ערך החברה).

שלישית, לכלל המשפטי שייבחר יש השפעה על הפרוצדורה באמצעותה יבוצע הפיקוח על עסקאות של מכירת שליטה: המוסד בו יבחנו (בית המשפט או אסיפת בעלי המניות); המועד בו יבחנו (עובר לביצוע העסקה או בדיעבד לאחר ביצועה); המידע שיידרש לצורך ביצוע הפיקוח ואופן הערכתו ועוד.

בית המשפט בפרשת **ברדיצ'ב** ציין כי הבחירה במשטר האחריות הרצוי צריכה לנסות ולאזן בין שלושת השיקולים שנזכרו לעיל, דהיינו עידוד עסקאות יעילות להעברת שליטה (עסקאות שהמניע להן הוא מקסום שווי החברה); מניעת עסקאות בלתי יעילות להעברת שליטה (עסקאות שהמניע להן הוא הגדלת הרווחים הפרטיים משליטה); וצמצום העלויות הכרוכות בניהול משטר האחריות שיקבע.

עיצוב המשטר המשפטי הרצוי ובפרט בראי שיקולי המדיניות

בית המשפט בפרשת **ברדיצ'ב**, התייחס באופן מעמיק לדרגת התערבותו של בית המשפט ואף לדרגת הממשל התאגידי הראוי, לרבות קבלת אישורי בעלי מניות המיעוט, בהתייחס לעסקאות למכירת שליטה. בעוד שהדילמה בין מתן כוח רב לבתי המשפט להתערב בחיי התאגיד אל מול מתן אמון דווקא לכוחות השוק להפיק את התוצאות הטובות ביותר, איננה דילמה חדשה, בית המשפט נכון היה להכיר דווקא ביתרונות כוחו של השוק, בעת עיצוב המשטר המשפטי הרצוי ובפרט בראי שיקולי המדיניות. בית המשפט ציין כי הסדר משפטי המבוסס על פיקוח בידי השוק נהנה מיתרון על הסדר משפטי המבוסס על פיקוח שיפוטי, בעיקר לנוכח העובדה שבזמן אמת אין לבתי משפט כישורים מתאימים על מנת לקבוע האם מדובר במכירת שליטה "רעה" או "טובה", ואילו בדיעבד הכרעתם בעניין כרוכה בעלויות גבוהות מאד, ועלולה להיות מוטה בשל שיקולים של "חוכמה בדיעבד". גישה זו של בית המשפט בישראל זהה לגישתו של בית המשפט הצינזרי אשר מעדיף, ככלל אצבע, לכבד ממשל תאגידי תקין של חברות על פני התערבות חיצונית של בית המשפט. בית המשפט אף זיהה העדפה מצידו של המחוקק לאי-התערבות שיפוטית בעגנו סעיפים ספציפיים בלבד, אשר הגבילו את הדרכים לרכישת שליטה, במתן כוח מסויים, לזכויות המיעוט (ראו סעיפים 328 לחוק החברות וכן תיקון מספר 3 לחוק החברות).

בית המשפט בפרשת **ברדיצ'ב** פסק, כי הימנעותו של המחוקק מאימוץ כלל רחב של פיקוח על ידי השוק, וזאת בשונה מהקשרים אחרים בדיני החברות הישראליים (למשל, כשמדובר בעסקאות בעלי עניין) תומכת באימוץ כלל

התערבות שיפוטי זהיר, אשר ייתן משקל ראוי לשיקול של עידוד שוק השליטה בחברות. מדיניות שיפוטית זו מצדיקה לתת לכלל האחריות שנוצר בעניין **קוסוי** פרשנות מצמצמת, וזאת בראיית העלויות הגבוהות הכרוכות בכלל זה, והתועלות המוגבלות שבו.

מבין הבעיות והכשלים הצפויים לנוכח התערבות מוגברת של בית המשפט או של בעלי מניות המיעוט במכירת השליטה בחברות, בית המשפט מציין את הבאים: (א) כלל אחריות רחב עלול לצנן בצורה משמעותית את שוק השליטה, ולהביא לכך שבעלי השליטה יסרבו לעשות עסקאות עם גורמים חדשים שאינם מוכרים; (ב) ספק אם לכלל אחריות רחב יש תועלת משמעותית במישור של מניעת עסקאות "רעות", מהטעם שבעל השליטה המוכר אינו מצוי בעמדה האופטימלית להעריך את הסיכוי שהרוכש יצליח להביא לשיפור ביצועי החברה; (ג) העלות הכרוכה בבחינה בדיעבד של התנהלות בעל השליטה המוכר היא גבוהה מאד, הן מבחינת עלויות ההתדיינות והן מבחינת החשש לטעות בשל "חוכמה שבדיעבד". משפטים בעניין מכירה חובלת מתנהלים, מטבע הדברים, בעיקר כאשר העברת השליטה הסתיימה בקריסה מהדהדת, ובנסיבות קיצוניות דוגמת נסיבות פרשת **קוסוי**.

השופט **גרוסקופף** בפרשת **ברדיצ'ב** מסכם, כי הדין הישראלי מכיר בקיומה של חובת הגינות המוטלת על בעל שליטה מכוח סעיף 193 לחוק החברות כלפי החברה (ובעלי מניות המיעוט). כלל זה מקבל משמעות מיוחדת בעת מכירת השליטה, והוא עשוי להתבטא בשני משטרי אחריות שונים:

ראשית, פיקוח על ידי השוק באמצעות חיוביו של בעל השליטה המוכר לשתף גם את בעלי מניות המיעוט במכירה באופן שוויוני (סעיף 328 לחוק החברות).

שנית, פיקוח על ידי בית המשפט באמצעות האיסור על מכירה חובלת (**הלכת קוסוי**) או הטלת אחריות על בעל השליטה המוכר, בגין נזקי המיעוט. לעמדתו של השופט, שיקולי המדיניות מצביעים על כך שהשימוש במשטר האחריות האוסר על מכירה חובלת נחות בדרך כלל מזה של חיוב בעל השליטה לשתף את המיעוט במכירה, וכי ראוי לעשות בו שימוש זהיר ומבוקר. השופט **גרוסקופף** מתרגם דברים אלה לכלל משפטי שעל פיו, יש להפעיל את הכלל האוסר על מכירה חובלת רק בהתקיים שלושה תנאים מצטברים במועד המכירה (קרי במועד בו אין עוד אפשרות למוכר לחזור בו מהעסקה): רמת אשם גבוהה של בעל השליטה המוכר; רמת וודאות גבוהה להתרחשות נזק משמעותי לחברה; והסתברות גבוהה לפגם חמור בהתנהלותו הצפויה של הרוכש.

ז. יישום זהיר של הדוקטרינה המתבססת על ידיעתו של בעל השליטה המוכר על כוונות הרוכש

בבסיסן של דוקטרינות הבוזז הידוע והמכירה החובלת, נמצאת ההכרה כי בנסיבות מסויימות יש מקום להטיל אחריות על בעל שליטה בחברה אשר מכר

שליטה לצד שלישי ובעקבות המכירה, נפגע קניינם של בעלי מניות המיעוט. הסיבה להטלת האחריות על בעל השליטה המוכר בגין מכירה חובלת (ועל כן גם הטלת הגבלות על עבירותה וסחרותה של אחזקת השליטה), היא הפגיעה בקניינו של האחר (המיעוט). אולם יש לזכור כי המזיק הישיר, איננו בעל השליטה המוכר אלא הרוכש אשר קנה את השליטה.

הטלת אחריות על בעלי שליטה בגין מכירת שליטה אשר הסבה נזקים לבעלי מניות המיעוט על ידי צד שלישי, מחייבת יישום זהיר מאוד לא רק משום הרצון להגן על זכותו האינהרנטית של בעל שליטה למכור את אחזקותיו, אלא גם משום שבעל השליטה איננו בגדר המזיק הראשי. על כן, הטלת אחריות על בעל השליטה המוכר, תלויה תלות רבה ביסוד הנפשי שלו, כלומר בדרגת ידיעתו כי המכירה לצד שלישי צפויה להסב נזק לאחר בגין פעולות אסורות אותן מתכנן הרוכש.

לא כל מכירת שליטה לצד שלישי "לא-יוצלח" מתגבשת לכדי מכירה חובלת המאפשרת את יישומה של הדוקטרינה והטלת אחריות על בעל השליטה המוכר. כאשר נמכרת השליטה לצד שלישי שלא היתה כל דרך לצפות כי המכירה עתידה לפגוע בקניינם של בעלי מניות המיעוט, לא תוטל אחריות על בעל השליטה המוכר מכוח דוקטרינות המכירה החובלת והמכירה לבוזה ידוע.

הדוקטרינה מבקשות להגן על המיעוט בגין מכירה הרסנית של שליטה ובמסגרתה תוטל אחריות על בעל השליטה המוכר בגין נזקי המיעוט שנגרמו לו על ידי הצד השלישי הרוכש, בנסיבות שבהן בעל השליטה המוכר ידע כי לאחר מכירת השליטה צפוי המיעוט להינזק. על כן, האחריות המוטלת בגין מכירה חובלת של בעל השליטה המוכר, מתבססת על קיומו של יסוד נפשי של ידיעה, לרבות קיומן של נסיבות מחשידות מספיק שבגינן מוטלת חובה כלפי בעל השליטה המוכר לערוך חקירה ביחס לטיבו וכוונותיו של הרוכש. בהקשר זה, מכירה גרועה לצד שלישי מזיק, איננה מקימה אחריות אוטומטית של בעל השליטה המוכר לנזקי המיעוט ואף איננה מקימה חובת חקירה אוטומטית קודם למכירת השליטה. אם בעל השליטה המוכר לא ידע ולא יכול היה לצפות כי המכירה תסב נזקים לבעלי מניות המיעוט ממנה, בעל השליטה המוכר יהא פטור ולא יישא באחריות לנזקי המיעוט. על כן, הדוקטרינה מחייבת את קביעתה של מסגרת משפטית ברורה על מנת להבטיח וודאות לחובותיו של בעל שליטה המוכר את שליטתו, כלפי בעלי מניות המיעוט הנותרים מאחור עם שותף שולט חדש.

ההלכות האמריקאיות שנסקרו לעיל, מציעות מבחנים עמומים למדי לקביעת קיומה של ידיעה קונסטרוקטיבית המחייבת המשך בדיקה וחקירה מצידו של בעל השליטה המוכר (בהנחה כי כאשר קיימת ידיעה בפועל מצידו של בעל השליטה המוכר, השאלה כלל אינה עולה ותוטל אחריות בגין מכירה ביודעין

לבזוז ידוע). בפרשת Ford³⁶, שהינה הפרשה האחרונה שהתייחסה לדוקטרינה, בית המשפט הצינסי בדלוור הגן על זכותו הבסיסית והיסודית של בעל השליטה להיפטר מאחזקותיו, לצד הקביעה כי בעת מכירת השליטה, בעל השליטה המוכר איננו רשאי לפעול באופן נטול אחריות (with impunity). בחינת אחריותו (וידעיתו) של בעל השליטה המוכר במסגרתן של חובות מהמשפט המקובל כוללת את חובת הזהירות המוגדרת בהקשר זה כחובה לחקור בהתקיימן של נסיבות המצביעות או מעוררות חשד של אדם זהיר באופן סביר כי עסקינן ברוכש רמאי (dishonest). אך חשוב לזכור כי כנקודת מוצע, בית המשפט הצינסי בדלוור פסק כי אין למהר לפגוע בזכותו של בעל השליטה למכור את אחזקותיו ובוודאי שאין לראותו בו כערב לרוכש.

הלכת Ford אף קבעה כי הטוען למכירה לבזוז ידוע נדרש להעלות טענות עובדתיות התומכות במסקנה האפשרית הסבירה, כי המוכר: (א) ידע שהקונה היה בזוז; או (ב) היה ער לנסיבות שהיו מעוררות חשד של אדם זהיר סביר לסיכון, כי הקונה אינו ישר או באופן מהותי אחר דובר שקר.

בישראל, הדוקטרינה מיושמת על בסיס סעיף 193 לחוק החברות. לצד זאת, מבחני הידיעה שהוצעו על ידי השופט הנכבד גרוסקופף בפרשת **ברזיצ'ב**³⁷ הם מפורטים יותר. בדומה לדלוור גם השופט גרוסקופף סבר כי יש להטיל אחריות בגין מכירה חובלת במקרים חריגים בלבד והוא מאפיין חריגים אלה, בקיומם של שלושה מרכיבים כדלקמן:

(א) רמת אשם גבוהה של בעל השליטה המוכר - המתבטאת בידיעה או עצימת עיניים (הכוללת פזיזות או אדישות) לעובדה כי הרוכש מתעתד לפעול באופן שאיננו לגיטימי, הצפוי להסב נזק משמעותי לחברה.

(ב) רמת וודאות גבוהה להתרחשות נזק משמעותי לחברה - המתבטאת בקיומה של הסתברות אובייקטיבית גבוהה שיש לייחס לעובדות הידועות, או שהיו צריכות להיות ידועות, לבעל השליטה המוכר במועד מכירת השליטה, לכך שהמכירה צפויה לגרום לנזק משמעותי.

(ג) הסתברות גבוהה להתנהלות בלתי לגיטימית של רוכש השליטה - מרכיב אשר נבחן על פי המידע המצוי (או שצריך להיות מצוי) בידי בעל השליטה המוכר, כי הרוכש צפוי ברמת וודאות גבוהה, להפר את חובותיו על פי דין. הפרת חובות על פי דין הינה התנהלות הרוכש שאיננה נורמטיבית, ושבמסגרתה מבקש הרוכש להשיג רווחים שלא כדין, כלומר לבזוז את החברה. בדומה לעמדת בית המשפט הצינסי בפרשת Ford, גם השופט גרוסקופף מזכיר כי בהחלט ניתן להגיש תביעה כנגד בעל השליטה המוכר בעילה של הפרת חובות האמונים, אם הוא ידע כי בכוונת הרוכש לבצע

36. ראו לעיל ה"ש 15.

37. ראו לעיל ה"ש 30.

השקעות חסרות סיכוי אך שאינן מתגבשות לכדי הפעולה החמורה של בזיזה.

השופט גרוסקופף מסכם כי את שלושת התנאים המצטברים להטלת אחריות (רמת אשם גבוהה, וודאות גבוהה לנזק לחברה וכן פגם חמור צפוי בהתנהלות הרוכש) כמצבים שיש לבחון בהתאם למצב הידיעה (הקיים או הנדרש) והתודעה של בעל השליטה המוכר בנקודת הזמן בה הייתה לו עדיין אפשרות לסגת מהעסקה אך לא לאחר מכן. בפרשת **ברזיץ'ב** נפסק כי לבעל השליטה המוכר לא היתה את הידיעה הנדרשת על מנת להטיל עליו אחריות בגין בזיזת החברה על ידי רוכשי השליטה.

לסיכום - דוקטרינת "הבוזז הידוע" או המכירה החובלת מהווה דוקטרינה חשובה שבליבה הרצון למנוע מבעל השליטה לממש את זכויותיו הקנייניות ולמכור את שליטתו לצד שלישי מזיק, תוך פגיעה בקניינם של בעלי מניות המיעוט. עם זאת, יסודותיה של הדוקטרינה עומדות בניגוד לעקרונות-על של דיני האחזקה בניירות ערך ועל כן, ואף משום שמדובר בהטלת אחריות על מי שאיננו המזיק העיקרי, היא מיושמת במקרים חריגים מאוד, כשהדעת איננה מאפשרת לכבד את החלטת הקברניט המעביר את הספינה, על מלוא צוותה, למי שמבקש להשיטה הישר לתוך קרחון.