



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

בפני כב' השופטת רות רונן

**המבקש:** 1. רומן אלטמן  
ע"י ב"כ עוה"ד מילשטיין, ופורת

נגד

**המשיבים:** 1. אורמת תעשיות בע"מ  
משיבה 1 ע"י ב"כ עוה"ד מיכאלי, רוזנטל, סאסי ושרגא  
2. נורסטאר החזקות בע"מ  
3. גזית ישראל (מיסודה של גזית אינק. פנמה) בע"מ  
משיבות 2-3 ע"י ב"כ עוה"ד לשם ופרמדר

### פסק דין

- 1  
2 1. בקשה לאישורה של תביעה נגזרת.  
3  
4 עניינן של הבקשה ושל התביעה הוא בתהליך רכישת מניות של חברת אורמת תעשיות בע"מ  
5 (להלן: "אורמת") על ידי המשיבות 2-3 (שיכוננו להלן יחד: "גזית"). המבקש טוען כי המידע  
6 אודות כוונת הרכישה של גזית היה "מידע פנים". ככזה, היה על גזית לגלות אותו לציבור –  
7 או להימנע מרכישת מניות אורמת.  
8  
9 2. ביום 29.5.07 התקבלה בדירקטוריון גזית החלטה להגדלת האחזקות של גזית באורמת עד  
10 20% באמצעות רכישת מניות בבורסה ומחוץ לה בעלות של 10%-15% מעל מחיר השוק  
11 (החלטה זו צורפה כנספח 2 לתצהיר המשלים, והיא תכונה להלן: "החלטת ה-20%").  
12 לגישת המבקש, החלטת ה-20% היא החלטה מהותית שנשקלה בכובד ראש ובמשך תקופה  
13 ארוכה על ידי הדרגים הגבוהים בגזית, ומכאן שהיא החלה להתגבש זמן רב לפני קבלת  
14 ההחלטה הפורמאלית.  
15  
16 3. עוד טען המבקש כי הליך איסוף המניות נעשה על ידי גזית מתוך כוונה מתוכננת היטב שלא  
17 לחצות בשלב הראשון את רף ה-5%, שהיה מחייב את גזית בדיווח. לכן, מלכתחילה ועד  
18 ליום 13.6.07, רכשה גזית 4.92% ממניות אורמת. תמורת מניות אלה שילמה גזית סכום  
19 כולל של 283,000,000 ₪. המבקש טען כי לפני יום 13.6.07 גזית הקפידה על חשאיות, תוך



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

- 1 צמצום מספר המעורבים בהחלטתה לרכוש כמות גדולה של מניות אורמת. יחד עם זאת,  
2 כך נטען, השקעה בסכומים כאלה על ידי גזית היא השקעה מהותית שחייבת בדיווח.  
3
- 4 .4 ביום 13.6.07 רכשה גזית בבת אחת כמות גדולה של 8,455,000 מניות נוספות, במחיר  
5 ממוצע של 47.91 ₪ למנייה, תמורת סכום כולל של 407,079,050 ₪. שיעור האחזקות של  
6 גזית באורמת גדל באותו יום ל-12.1%. ביום 14.6.07 פורסם דיווח מכוח תקנות ניירות ערך  
7 (דוחות תקופתיים ומיידים) תש"ל – 1970, על כך שגזית – שהיקף אחזקותיה עבר את הרף  
8 של 5%, הפכה ל"בעל עניין" באורמת, תוך פירוט שיעור אחזקותיה בה. לאחר-מכן הוסיפה  
9 גזית לרכוש מניות באורמת עד יום 31.10.07 (הוא המועד הרלוונטי על פי הבקשה), רכשה  
10 גזית אחזקה של 18.31% באורמת, בהשקעה כוללת של כ-1.1 מיליארד ₪.  
11
- 12 .5 ביום 13.6.07 עלה ערך מניות אורמת עלה בשיעור של כ-12% מ-44.12 ₪ ל-49.40 ₪. יוער כי  
13 בבקשת האישור נפלה טעות בהקשר זה, כאשר מלכתחילה טען המבקש כי רכישת המניות  
14 והפיכתה של גזית לבעלת ענין באורמת, הביאה לעלייה בשער המנייה בשיעור חריג של כ-  
15 12% (ר' ס' 23 לבקשת האישור). אולם, בישיבת ההוכחות ציין ב"כ המבקש כי מדובר  
16 בטעות, וכי העלייה החריגה בשער המנייה אירעה ביום 13.6.13, עוד בטרם הדיווח על  
17 הרכישה. המבקש טען כי עליית הערך המנייה נבעה מתנועה ערה שהיתה במניות באותו  
18 יום, ומשמועות לגבי זהות הרוכש, וכי לטעות שנפלה בבקשת האישור אין נפקות, שכן יש  
19 לראות את פעולותיה של גזית כמקשה אחת, ממועד רכישת המניות ועד יום 31.10.07.  
20
- 21 .6 המבקש סומך את טענותיו על הוראת סעיף 52 לחוק ניירות ערך התשכ"ח – 1968 (להלן:  
22 "חוק ניירות ערך") הקובע:  
23 "א) ריווח הנובע לאדם מעסקה שעשה הוא או אחר תוך שימוש במידע פנים,  
24 רשאית החברה שבנייר הערך שלה נעשתה העסקה לתבעו מאותו אדם.  
25 ב) ריווח לענין סעיף קטן (א) הוא סכום ההפרש בין מחיר נייר הערך שבו בוצעה  
26 העסקה לבין מחירו סמוך לאחר שמידע הפנים נודע לציבור".  
27
- 28 לגישתו של המבקש, זכאית אורמת לרווח שעשתה גזית ממידע הפנים, קרי המידע אודות  
29 כוונת הרכישה שלה באורמת; וכי מכוח ס' 52 הנ"ל, על גזית להשיב את הרווח הזה  
30 לאורמת.  
31
- 32 .7 המבקש טען כי גזית רכשה את מניות אורמת במטרה להשתלט עליה, או לפחות כדי לבסס  
33 בה השפעה ניהולית מהותית, ולא למטרה של השקעה פסיבית. כך ראו את הדברים גם בעלי  
34 השליטה באורמת. גזית אף ניסתה בפועל להשפיע על ניהולה של אורמת. יחד עם זאת,  
35 המבקש סבור כי גם אם ייקבע כי גזית התכוונה לבצע השקעה פסיבית באורמת, לא יהיה



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

1 בכך כדי לשנות את המסקנה בדבר היות החלטתה להשקיע באורמת "מידע פנים", מידע  
2 שגזית היה חייבת לגלות – או להימנע מלעשות בו שימוש.

3  
4 8. המבקש טען כי גזית הפיקה רווח ממידע הפנים, שכן במועד בו הציבור צבר די מידע על  
5 כוונותיה של גזית (ביום 31.10.07) שער המניה עלה כד למחיר של 64.71 ₪ למניה. לגישתו,  
6 הוא עמד בנטל הראייתי הנדרש בשלב זה להוכחת עילת התביעה לכאורה, ודי בכך כדי  
7 להביא לאישורה של התביעה כתביעה נגזרת.

8  
9 9. המשיבות טענו כי דין הבקשה להידחות, הן משום שדירקטוריון אורמת דחה את דרישת  
10 המבקש להגיש את התביעה, ואין מקום כי בית-המשפט יתערב בהחלטתו; והן לגופו של  
11 ענין, משום שסעיף 52ח לחוק ניירות ערך אינו חל בנסיבות העניין. באשר לנזק, טענו  
12 המשיבות כי המבקש בחר – לצורך חישובו - במועד שרירותי, בו שער מניות אורמת היה  
13 הגבוה ביותר. המבקש לא הוכיח כי המועד בו פורסם המידע לציבור היה דווקא יום  
14 31.10.07. עוד נטען כי המבקש הוא חסר תום לב, וכי הוא הגיש את הבקשה בשיהוי חמור  
15 שהוא לא נתן לו כל הסבר.

16  
17 טענות הצדדים יידונו בפירוט להלן.

### 18 האם יש מקום כי בית-המשפט יתערב בהחלטת דירקטוריון אורמת שלא להגיש תביעה נגזרת?

19 10. המשיבות טענו בסיכומיהן כי יש לדחות את הבקשה לאור החלטתו של דירקטוריון אורמת  
20 לדחות את דרישת התובע להגיש תביעה נגד גזית, החלטה שהמבקש לא הוכיח קיומה של  
21 עילת התערבות בה על ידי בית-המשפט. לטענתו, מדובר בהחלטה שנהנית מ"חזקת  
22 התקינות" ושצריך לחול עליה כלל שיקול הדעת העסקי.

23  
24  
25 כך, ההחלטה התקבלה על ידי דירקטוריון אורמת בתום לב ולטובת החברה, ללא שחברי  
26 הדירקטוריון היו מצויים במצב של ניגוד עניינים, שכן מדובר בדרישה להגיש תביעה נגד צד  
27 שלישי (גזית) שלדירקטוריון לא היה כל קשר אליו. באשר לטענת המבקש בדבר קיומה של  
28 "הסכמה בשתיקה" בין אורמת לבין גזית – נטען כי זו לא הוכחה, וטענות המבקש בהקשר  
29 זה סותרות זו את זו, ומהוות ספקולציות בלבד. לא קיים גם כל כשל אחר בממשל התאגידי  
30 של אורמת, המחייב התערבות של בית-המשפט בקבלת ההחלטה על ידי הדירקטוריון שלה.

31  
32 11. עוד נטען כי החלטת דירקטוריון אורמת התקבלה באופן מיודע, לאחר שהדירקטוריון קיים  
33 דיון ממצה ובירור יסודי, קבל מידע וחוות דעת משפטיות, ניתח את העובדות ושקל את  
34 טובתה של אורמת. עילת התביעה שהמבקש עותר כי אורמת תתבע מכוחה היא חדשנית  
35 ותקדימית, והדירקטוריון הביא בחשבון את ההוצאות שניהול התביעה כרוך בהן מול



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

1 הסיכון בניהולה של תביעה כזו, וקבל החלטה סבירה, שאין מקום שבית-המשפט יתערב בה  
2 – אף אם נפלה בה טעות.

3  
4 12. המבקש טען מנגד כי דירקטוריון אורמת החליט שלא להגיש את התביעה משיקולים זרים  
5 ובהיותו מצוי במצב של ניגוד עניינים. הוא הוסיף כי העדר ניגוד עניינים בין הדירקטוריון  
6 לבין הנתבע הפוטנציאלי, אינו שולל מיניה וביה אפשרות של הגשת תביעה נגזרת, והוכחת  
7 ניגוד עניינים אינה תנאי הכרחי לאישור תביעה נגזרת. הדגש צריך להיות על השאלה האם  
8 תכלית חוק החברות מצדיקה את הגשת התביעה.

9  
10 המבקש טען עוד, כי כלל שיקול הדעת העסקי לא אומץ בפסיקה הישראלית. לגישתו אין  
11 לקבל גם את הטענה לפיה הדירקטוריון בחן את פניית התובע כדבעי. אורמת לא צירפה  
12 תצהיר לתגובתה או ראיה ביחס לנוק הצפוי להיגרם לה מניהול התביעה. המבקש לעומת  
13 זאת הוכיח עילת תביעה לכאורה, והוא אף טוען להיפוך נטל הראייה.

### דין

14  
15  
16 13. כידוע, תביעה נגזרת איננה תביעה של המבקש אלא של החברה בשמה הוא מגיש את  
17 הבקשה. כך, ס' 1 לחוק החברות התשנ"ט – 1999 (להלן: "חוק החברות") מגדיר תביעה  
18 נגזרת כ"תביעה שהגיש תובע בשם חברה בשל עילת תביעה שלה". מאחר שמדובר  
19 בתביעה של החברה, מתנה ס' 194 לחוק החברות הגשת תביעה נגזרת, בפנייה קודמת  
20 לחברה בדרישה כי היא "תמצה זכויותיה בדרך של הגשת תובענה".

21  
22 ההליך של תביעה נגזרת הוא הליך חריג, במסגרתו ניתנת לבעל מניות בודד אפשרות להגיש  
23 תובענה במקום החברה ועבורה, וחרף החלטתו של דירקטוריון החברה שלא לעשות כן. מתן  
24 אפשרות כזו פוגע באחד מהעקרונות של דיני החברות, לפיו בעלי מניות אינם רשאים ככלל  
25 להתערב בהחלטות החברה (ר' למשל ע"א 2967/95 מגן וקשת בע"מ נ. טמפו תעשיות בירה  
26 בע"מ פ"ד נא(2) 312, בעמ' 324).

27  
28 ההצדקה לחריגה מעיקרון זה היא בכך שבדרך כלל (אם כי לא בהכרח) הנתבעים בתביעה  
29 הנגזרת הם המנהלים עצמם, שלא יגישו כמובן תביעה נגד עצמם (ר' ציפורה כהן, בעלי  
30 מניות בחברה: זכויות תביעה ותרופות (תשנ"א – 1990) 483-486; ע"א 52/79 סולימאני נ.  
31 בראונר, פ"ד לה(3) 617).

32  
33 14. ככלל, שיקול הדעת אם להגיש תביעה בשם החברה, הוא שיקול דעת המסור למנהליה.  
34 פרופ' ברק במאמרו "היקף התערבותו של בעל המניה בניהול החברה על ידי מנהליה: כוחו



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

1 של בעל מניה לתבוע על הפרת זכות על ידי מנהליה" (הפרקליט כה (תשכ"ט) 333) מסביר  
2 זאת כך:  
3 "אין זה רצוי כלל, מבחינת ההיגיון העסקי וסדרי ניהול תקינים, כי בעל מניות,  
4 שאינו מצוי בעניינים כמותם (כמו המנהלים, ר.ר.). יתערב בפעולתם. לענין זה, אין  
5 כל הבדל בין הפעילות העסקית הכללית, לבין השמירה על זכויות החברה. כוח  
6 התביעה של החברה הינו נכס ככול שאר הנכסים, ועיקרון 'אי ההתערבות'  
7 התופס לגבי כלל הנכסים והפעולות, מן הדין שיתפוס גם לעניין הפעלת כוח  
8 התביעה".

9  
10 פרופ' י' גרוס התייחס לנושא של הגשת תביעה נגזרת בספרו חוק החברות החדש [2007]  
11 וציין כי:

12 "רעיון התביעה הנגזרת מהווה חריג לכלל אי ההתערבות... לפיו אישיותה  
13 המשפטית הנפרדת של החברה מכתובה לאורגנים המוסמכים בתוככי החברה  
14 זכות בלעדיות בהענקת זכות תביעה לחברה. הכלל נועד לאפשר שיקול דעת עסקי  
15 מלא להנהלה ולדירקטוריון ולמצות את זכויותיהם של בעלי המניות בקביעה כי  
16 הם חופשיים לפטר את הדירקטורים או ליטול את סמכויותיהם. רציונל נוסף של  
17 הכלל הינו יכולתה של האסיפה הכללית לאיין ממילא את התביעה על ידי אשרור  
18 הפעולה הפגומה, וכן החשש מהצפת בתי המשפט בתביעות סרק, מבזבז משאבי  
19 החברה או ממתן אפשרות לתובע לא מוכשר אול לתובע אינטרסנט לחבל בחברה"  
20 (עמ' 328).

21  
22 15. עיקרון "אי ההתערבות" אליו התייחס פרופ' ברק במאמרו הנ"ל, בא לידי ביטוי בכלל  
23 שיקול הדעת העסקי, ה-business judgment rule. על פי הכלל, כאשר מקבל דירקטוריון  
24 החברה החלטה מיודעת, בהתבסס על איסוף מידע ראוי והפעלת שיקול דעת, בתום לב וללא  
25 ניגוד עניינים, מוטל נטל הראייה על התובע, הטוען כי ההחלטה אינה סבירה. בית-המשפט  
26 לא יתערב בהחלטה, כל עוד ניתן לייחס אותה למטרה עסקית סבירה כלשהיא. רמת  
27 הביקורת של בית-המשפט היא אם כן נמוכה – בדרך כלל בית-המשפט נמנע מלהתערב  
28 בהחלטות ההנהלה, והוא מאפשר לה לפעול ולהפעיל את שיקול הדעת שלה בהתאם למיטב  
29 שיקוליה המקצועיים, שאף אם בית-המשפט אינו מסכים להם, הוא לא יתערב בהם.

30  
31 16. אף שבית-המשפט העליון לא אימץ עדיין באופן מלא ומפורש את הכלל לשיטת המשפט  
32 הישראלי, ניתן לראות את חלוחלו לפסקי הדין – הן של בית-המשפט העליון והן של בתי-  
33 המשפט המחוזיים. אף אם היקפו המדויק של הכלל לא הוגדר עד כה, הרי ניתן לטעמי  
34 לקבוע כי הכלל חל בשיטת המשפט הישראלית. כך היה סבור גם כבי' השופט כבוב שקבע כי



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

1 "נדמה לי כי הכלל קנה את מקומו במשפט הישראלי" (ר' תנ"ג (ת"א) 48081-11-11 ראובן  
2 רוזנפלד נ. אילן בן דב).

3  
4 17. כך, למשל, בע"א 1694/92 חברת אול שירותים נ. גבריאל מושיץ (פ"ד מט(2) 397), התייחס  
5 בית-המשפט העליון לכלל של שיקול הדעת העסקי במישור של דיני הנזיקין, וקבע כי "לא  
6 כל טעות בשיקול דעת עסקי מהווה הפרתה של חובת הזהירות. בארצות הברית קיימת  
7 הוראה מיוחדת בדיני החברות שעניינה 'the business judgment rule'... שלפיה טעות  
8 בשיקול דעת עסקי כשלעצמה, אינה מהווה הפרת חובת הזהירות. גם אצלנו, דיני הנזיקין  
9 – מבחינת היקפם הפנימי – משתרעים על כל טעות בהפעלת שיקול הדעת המקצועי,  
10 כשפעילות מסחרית מחייבת מטבעה נטילת סיכונים".

11  
12 פסקי דין של בתי משפט המחוזיים הסתמכו לא אחת על כלל שיקול הדעת העסקי. כך  
13 לדוגמא, בה"פ (מרכז) 7250-05-11 אמיר יחזקאל נ. שי לבנת קבע בית-המשפט (כב' השופט  
14 גרוסקופף) כי:

15 "כידוע בתי המשפט אינם מעמידים את עצמם, במקרה הרגיל, בנעליהם של  
16 מנהלי חברות, ואינם בוחנים בדיעבד את השאלה האם החלטה עסקית שקיבלו  
17 משיקולים ענייניים הייתה ההחלטה העסקית הנכונה בשעת קבלתה. כל עוד  
18 החלטת הדירקטור התקבלה בהתבסס על איסוף מידע ראוי, ולאחר הפעלת  
19 שיקול דעת בתום לב וללא ניגוד עניינים, מוחזק הדירקטור, מכוח כלל שיקול  
20 הדעת העיסקי, כמי שפעל באופן תקין לטובת החברה (לדיון בכלל זה ראו שרון  
21 חנס, 'כלל שיקול הדעת העיסקי' עיוני משפט לא 313 (תשס"ט)). ודוק, יתכן כי  
22 ראוי לקבוע חריג לכלל זה, באותם מקרים בהם שיקול הדעת שהפעיל הדירקטור  
23 לוקה בחוסר סבירות קיצוני (השוו עופר גרוסקופף, 'על שיקול דעת קנייני,  
24 אחריות חברתית ודאגה לזולת' משפט ועסקים 317, 335 – 337 (התשס"ט)).  
25 ואולם, למעט חריג אפשרי זה, אשר יש להקפיד שלא לפרשו בהרחבה פן ייפרצו  
26 הגבולות, איני רואה הצדקה שבית-המשפט ישם עצמו בנעלי הדירקטורים,  
27 וישפוט בדיעבד את ההיגיון העסקי בפעולתם" (ור' גם תצ (ת"א) 26809-01-11 דב  
28 כהנא נ. מכתשים-אגן תעשיות בע"מ (כב' השופטת קרת מאיר), תנ"ג 32690-10-10  
29 11 גוטליב נ. איילון אחזקות בע"מ (כב' השופט כבוב), ותצ 7477-10-11 גולדשטיין  
30 נ. פינרוס החזקות בע"מ).

31  
32 18. כלל שיקול הדעת העסקי מבוסס בין היתר על ההנחה כי דירקטוריון החברה הוא גוף  
33 מתאים יותר מאשר בית-המשפט לקבל החלטות עסקיות של החברה. אכן, כאשר מדובר



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

- 1 בשאלה של הגשת תביעה בשם החברה, אין לדירקטוריון החברה עדיפות מובנית על פני  
2 בית-המשפט בהערכת סיכויי התביעה -להיפך.  
3
- 4 יחד עם זאת, אני סבורה כי גם כאשר מדובר בהחלטה של החברה אם להגיש תביעה אם  
5 לאו, יש מקום לתחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי. כך, החלטה של החברה להגיש  
6 תביעה, היא החלטה שמביאה בחשבון את שאלת סיכויי התביעה, אולם היא לוקחת  
7 בחשבון גם שיקולים נוספים. במסגרת זו, נשקלים שיקולים כמו העלות הכספית של ניהול  
8 התביעה; המחיר של ניהול התביעה במשאבים של כוח אדם של החברה; ההשפעה  
9 האפשרית של ניהול החברה על שמה של החברה ועל המוניטין שלה; ההשפעה של ניהול  
10 החברה על קשריה של החברה עם הנתבעים הפוטנציאליים ועוד כהנה וכהנה שיקולים  
11 שאינם קשורים באופן ישיר בשאלת הסיכוי כי התביעה תתקבל. שיקולים אלה הם  
12 שיקולים שראוי ונכון שיישקלו על ידי דירקטוריון החברה.  
13
- 14 19. אכן, ככל שמדובר בתביעה שרבים יותר הסיכויים לקבלתה ושהחברה עשויה לזכות  
15 במסגרתה בסכומי כסף גדולים יותר – משקלם של השיקולים האחרים קטן, ולהיפך. לכן,  
16 אם מדובר בתביעה לסכום כסף גדול מאוד, שהסיכוי לכך שהיא תתקבל הוא גבוה מאוד,  
17 והחברה מחליטה בכל זאת שלא להגישה – יתכן כי בית-המשפט יקבע כי החלטתה של  
18 החברה לוקה בחוסר סבירות קיצוני, וכי יש להתערב בהחלטה זו. אין מקום לקבוע  
19 מסמרות בשאלה זו במקרה הנוכחי, כשאין מדובר בתביעה ביחס אליה אפשר לקבוע כי  
20 דירקטוריון החברה יכול היה להניח שהסיכויים שהיא תתקבל הם גבוהים מאוד. לכן,  
21 לקיחתם בחשבון של השיקולים הנוספים- עלות הגשת התביעה וניהולה, היתה סבירה.  
22
- 23 20. ודוק – אינני סבורה כי במסגרת בחינת שיקול הדעת של הדירקטוריון בהחלטתו אם  
24 להיענות לדרישת המבקש להגיש תביעה, צריך בית-המשפט להחליט האם הוא עצמו היה  
25 מקבל את התביעה לו הוא היה דן בה לגופה. המידע ביחס לשאלה איך היה בית-המשפט  
26 מחליט בפועל, לו היה מתקיים דיון ענייני בפניו, איננו מידע שהיה בפני הדירקטוריון כאשר  
27 הוא קבל את ההחלטה, וכמובן לא היה יכול להיות בפניו.  
28
- 29 לכן, לצורך בחינת סבירות החלטתו של הדירקטוריון, על בית-המשפט לבחון את עילת  
30 התביעה בעיניהם של הדירקטוריון ושל יועציו המשפטיים, לפני שהיא הוגשה לבית-  
31 המשפט. על בית-המשפט לבחון האם – לאור הבסיס העובדתי והמשפטי של התביעה  
32 הפוטנציאלית - ניתן היה לקבוע כי סיכוייה של תביעה כזו להתקבל הם גבוהים אם לאו;  
33 והאם לאור סיכויי התביעה, סכום התביעה והסיכונים הכרוכים בהגשתה, היתה ההחלטה  
34 שלא להגיש את התביעה – החלטה שמצויה בתוך גדר מתחם הסבירות.  
35



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

### החריגים לכלל שיקול הדעת העסקי

21. כלל שיקול הדעת העסקי אינו חל מקום בו הדירקטורים שקבלו את ההחלטה אותה בוחן בית-המשפט, היו במצב של ניגוד עניינים. בנוסף, תנאי לתחולתו של הכלל הוא כי דירקטוריון החברה קבל את ההחלטה בצורה מיודעת, בהתבסס על איסוף מידע והפעלת שיקול דעתו בתום לב.  
המבקש טוען כי תנאים אלה לא התקיימו במקרה דנן. נבחן את טענותיו.

### **האם הדירקטוריון קבל החלטה מיודעת?**

22. המבקש טען כי הדירקטוריון לא בחן את פניית התובע כדבעי. לטענתו, דירקטוריון אורמת לא היה ער לעובדות מהותיות ובכלל זאת להחלטת ה-20%; הוא לא ידע אודות המגעים שנוהלו בין חלק מהדירקטורים "בכובעם" כבעלי שליטה לבין השליטה בגזית; הוא התעלם מהטענה לפיה עילת התביעה עומדת גם אם המניות נרכשו לא כדי לרכוש שליטה אלא כדי לרכוש השפעה ניהולית או כהשקעה פאסיבית; הוא התעלם מניסיון גזית להשפיע על ניהול אורמת ומהביטוי הפומבי למאבק השליטה שניתן על ידי בעלי השליטה באורמת ועל ידי אורמת עצמה.

23. אני סבורה כי אין לקבל את הטענה.

חומר הראיות מעלה כי דירקטוריון אורמת אכן ערך בחינה יסודית של השאלה האם להיעתר לדרישת המבקש ולהגיש תביעה נגד החברה אם לאו. כך, הדירקטוריון קבל חוות דעת משפטית מהיועצים המשפטיים של החברה, ואף קבל את עמדת גזית שנתמכה בחוות דעתו של פרופ' עמרי ידלין. גב' ברונצקי שהיא מבעלי השליטה באורמת (ושהוזמנה להעיד על ידי המבקש) העידה כי הדירקטוריון ערך ניתוח של המצב העובדתי, תוך ניסיון "לנטרל תחושות מעובדות" (ר' עדותה בעמ' 56 לפרוטוקול).

הדירקטוריון החליט בסופו של דבר כי "הענות לדרישת מרשך [המבקש] עלולה לגרור את החברה להתדיינות משפטית ארוכה ויקרה, אשר סיכויי הצלחתה נמוכים, ואשר כרוכה בהשקעת משאבים לרבות זמן הנהלה, אשר בסופה תמצא את עצמה החברה נושאת בנזקים" (ר' מכתב התשובה של אורמת מיום 31.1.11 לדרישת המבקש, נספח ל"א לבקשת האישור).

24. אכן, אם דירקטוריון של חברה מקבל החלטה על סמך נתונים שגויים או חסרים, יתכן כי אל לו לבית-המשפט לאשר את החלטתו מכוח כלל שיקול הדעת העסקי. אולם, ההחלטה לא תאושר רק אם בית-המשפט יהיה סבור כי המידע שהיה חסר לדירקטוריון בעת קבלת החלטתו הוא מידע משמעותי די הצורך כך שניתן להניח שלו הוא היה ידוע לדירקטוריון, היתה החלטתו ביחס לאפשרות להגיש תביעה – עשויה להשתנות. במילים אחרות, בית-





## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

- 1 המשפט צריך לבחון האם במסגרת קבלת ההחלטה היתה לדירקטוריון טעות (עובדתית או  
2 משפטית) כזו שניתן להניח שאלמלא הטעות היתה החלטת הדירקטוריון שונה.  
3
- 4 אעיר למעלה מן הצורך כי כאשר מתגלה שלדירקטוריון היה חסר מידע משמעותי ביחס  
5 לנושא ההחלטה, ואין מקום לחשש ביחס של ניגוד עניינים בדירקטוריון – הרי יתכן שיהיו  
6 מקרים בהם בית-המשפט יחזיר את ההחלטה בדבר האפשרות להגיש תביעה לידי של  
7 הדירקטוריון, על מנת שזה יחזור ויחליט בה, תוך שהוא לוקח בחשבון את מכלול  
8 השיקולים הרלוונטיים הנוספים שלא היו ידועים לו בעת קבלת ההחלטה המקורית.  
9
- 10 אולם, במקרה דנן, אני סבורה כי הפרטים שהמבקש טען כי הדירקטוריון לא היה מודע  
11 להם, אינם פרטים מהותיים די הצורך כדי לאפשר קביעה לפיה הדירקטוריון קבל את  
12 החלטתו רק משום שחסר לו מידע, וכי לו היה המידע המלא מצוי בפניו – הוא היה מקבל  
13 החלטה שונה. החלטתו של הדירקטוריון התבססה על ההנחה כי מדובר בתביעה יקרה  
14 בעלת סיכויי הצלחה נמוכים, וזאת – בהתאם לחוות הדעת המשפטיות שקבל הדירקטוריון.  
15 חוות דעת אלה קבעו בין היתר כי החלטה של צד שהוא זר לחברה לרכוש כמות משמעותית  
16 של מניות בחברה – איננה מהווה "מידע פנים" בהגדרתו של מונח זה בס' 52 לחוק ניירות  
17 ערך.  
18
- 19 בהקשר זה, אני סבורה כי השאלה האם היתה קיימת החלטה מפורשת של גזית לרכוש עד  
20 20% ממניות אורמת אם לאו, איננה שאלה מכרעת. יתר טענותיו של המבקש מתייחסות  
21 למסקנתו של הדירקטוריון לפיה גזית לא התכוונה לרכוש שליטה באורמת. גם בהקשר זה,  
22 אף בהנחה שהדירקטוריון לא היה מודע למכלול הנושאים שהמבקש הפנה אליהם  
23 בסיכומיו, אין בסיס למסקנה לפיה לו היה הדירקטוריון מודע להם – היתה החלטתו  
24 משתנה.  
25
- 26 מסקנתו של הדירקטוריון לא נבעה רק מההנחה שבקשת המבקש מבוססת על התיזה לפיה  
27 גזית ביקשה לרכוש שליטה באורמת, וכי תזה זו איננה נכונה. במכתב התשובה למבקש  
28 (נספח ל"א הנ"ל לבקשת האישור), מציינת אורמת כי גם בהנחה שהיו ראיות לכך שלגזית  
29 היתה כוונת השתלטות על אורמת כשהיא רכשה את מניות החברה, הרי לטענות המבקש  
30 אין תשתית משפטית. זאת משום שלא קיימת חובה בדין הישראלי לדווח על כוונה עתידית  
31 לרכוש מניות, ומשום שכוונה כזו איננה "מידע פנים". כפי שיפורט בפסק דין זה להלן,  
32 מסקנה זו איננה מסקנה שניתן לקבוע לגביה כי היא חורגת ממתחם הסבירות, והיא אינה  
33 מצדיקה לכן התערבות של בית-המשפט בה.  
34



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

27. מעבר לכך, הספק שהטיל דירקטוריון החברה באפשרות של המבקש להוכיח כי גזית בקשה לרכוש שליטה באורמת, נותר בעינו גם לאחר שמביאים בחשבון את העניינים הנוספים שהמבקש הפנה אליהם בסיכומיו, וגם לאור עניינים אלה לא ניתן לקבוע כי החלטת הדירקטוריון בהקשר זה חרגה מגדר הסביר והיא טעונה התערבות של בית-המשפט. גם לנושא זה נתייחס להלן בפסק-דין זה.
28. **האם היה הדירקטוריון במצב של ניגוד עניינים?**  
כאמור, המבקש אף טען כי דירקטוריון אורמת היה במצב של ניגוד עניינים, וכי הוא פעל משיקולים זרים כאשר הוא דחה את דרישתו כי אורמת תגיש תביעה נגד גזית. המבקש הפנה בהקשר זה לכך שדירקטוריון אורמת התבקש להגיש תביעה נגד בעל מניות אחר, שעיוותים עמו בעבר הסבו לדירקטורים ב"כובעם" כבעלי מניות נזק אישי והעמידו אותם במצב של ניגוד עניינים. עוד טען המבקש כי מלכתחילה היו ההתבטאויות של דירקטוריון אורמת כלפי גזית יוצאות דופן בחריפותן. ואולם, קיימות אינדיקציות ברורות כי הצדדים הגיעו להסכמה מפורשת או מכללא על "הפסקת אש", וכי משעה זו שינה הדירקטוריון את התנהלותו. הדירקטוריון נתן משקל מכריע לשיקול של "שקט תעשייתי".
29. אכן, החלטה שהתקבלה כאשר למקבל החלטה יש "ענין אישי" בתוצאותיה, היא החלטה בניגוד עניינים. על פי ההלכה הפסוקה, ענין אישי מתבטא ב"זיקה עודפת" שיש למקבל החלטה ביחס להחלטה, כלומר ענין אישי משמעותי שיש לו עצמו, ושאינו קיים לבעלי מניות אחרים (ר' ע"א 3891/04 **עוד השקעות נ. מדינת ישראל**). הזיקה העודפת הזו שוללת ממקבל החלטה את האפשרות לראות לנגד עיניו את טובת החברה, שכן ההנחה היא שהוא יפעל בהתאם לטובתו האישית.
30. אני סבורה כי אין לקבל את טענות המבקש גם בהקשר זה.  
המסקנה לפיה היו הדירקטורים באורמת במצב "ניגוד עניינים" כאשר הם קבלו את החלטה ביחס להגשת תביעה נגד גזית, היא מסקנה מרחיקת לכת. המבקש לא הוכיח כי לדירקטורים היתה "זיקה עודפת" לנושא החלטה. לכן, גם בהנחה שהמבקש היה מוכיח כי הדירקטורים בקשו לא לייצר סכסוך עם גזית כבעלת מניות בחברה, לא הוכח כי שיקול זה היה שיקול זר לטובת החברה, ונבע רק מרצונם של הדירקטורים לשמר את שליטתם של בעלי השליטה בחברה, ה"ה ברוניצקי או להימנע מנזק אישי להם עצמם בכובעם כבעלי מניות באורמת. הרצון ל"הפסקת אש" בין בעלי המניות בחברה עשוי במקרים מסוימים לעלות בקנה אחד גם עם טובת החברה ועם טובתם של כלל בעלי המניות.
31. על כל פנים, המבקש אף לא הוכיח קיומה של הסכמה – מפורשת או מכללא – בין בעלי השליטה באורמת לבין גזית על "הפסקת אש". המבקש הודה כי אין לו כל ידיעה בדבר



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

- 1 "הסכמה בשתיקה" כזו, וכי מדובר בסברה שלו (ר' עמ' 26 ובעמ' 46 לפרוטוקול); לא הוכח  
2 מה היה תוכנה של ההסכמה; ולא הוכח לכן כי "הסכמה" כזו – ככל שהתקבלה, נועדה  
3 למנוע אפשרות של גזית להשתלט על אורמת או להועיל לבעלי השליטה באורמת באופן  
4 אחר. עמדתו של המבקש ביחס למועד ה"הסכמה" הנטענת לא היתה קוהרנטית (בכתבי  
5 הטענות הוא טען להסכמה שהושגה בשנת 2010 לאחר המחלוקת בענין מינוי הדירקטורים,  
6 ובעדותו הוא העיד כי ההסכמה התגבשה כבר ב-2008 כשגזית החלה למכור חלק ממניות  
7 אורמת שרכשה – ר' עמ' 46 לפרוטוקול).
- 8
- 9 32. לכן, אינני סבורה כי המבקש הוכיח שאין מקום להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי משום  
10 שהדירקטוריון היה במצב של ניגוד עניינים כאשר הוא קבל את ההחלטה שלא להגיש את  
11 התביעה נגד גזית.
- 12
- 13 יישום האמור לעיל על עובדות המקרה דנן
- 14 33. המסקנה של כל האמור לעיל, הוא כי במקרה דנן קבל דירקטוריון החברה בתום לב וללא  
15 שיקולים זרים החלטה מיודעת ושקולה ביחס לאפשרות להגיש תביעה בשם החברה נגד  
16 גזית. אף שבית-המשפט מוסמך להתערב בהחלטות הדירקטוריון גם במקרים כאלה, הרי  
17 רמת הביקורת שבית-המשפט מפעיל על החלטות החברה במקרים כאלה היא רמה נמוכה.  
18 בית-המשפט נמנע בדרך כלל מלהתערב בהחלטות ההנהלה, לפחות כל עוד החלטות אינן  
19 חורגות ממתחם הסבירות. המקרים בהם בית-המשפט יתערב בהחלטות, הם אם כן מקרים  
20 חריגים ונדירים.
- 21
- 22 34. במקרה דנן, על בית-המשפט לבחון אם כן האם לאור מכלול השיקולים שעמדו בפני  
23 הדירקטוריון בעת קבלת ההחלטה, היתה החלטתו שלא להיעתר לדרישת המבקש ולא  
24 להגיש את התביעה בשם החברה, החלטה סבירה.
- 25
- 26 בהקשר זה יש לקחת בחשבון את העובדה כי התביעה שהמבקש בקש שתוגש נגד גזית,  
27 מבוססת על תזה שטרם התקבלה בפסיקה הישראלית. בכך מודה גם המבקש אלא  
28 שלטענתו "העובדה שאין כל תקדים ביחס לסעיף זה (ס' 52 ח לחוק ניירות ערך, ר.ר.). אינה  
29 יכולה להצדיק כשלעצמה את דחיית הבקשה לאישור... בהעדר פסיקה בענין פרשנות  
30 סעיף 52 ח אין כל תקדים – לא לפרשנות התובע, אך גם לא לפרשנות המשיבות" (ר' סי' 3  
31 לסיכומי התשובה של המבקש).
- 32
- 33 35. אכן, העובדה כי לא קיים תקדים לפרשנותו של ס' 52 ח כשיטת המבקש, אין די בה כדי  
34 להצדיק את המסקנה כי דין בקשתו להידחות. אולם, העדר תקדים ביחס לטענותיו של  
35 המבקש, הוא אלמנט שדירקטוריון אורמת היה רשאי (ואף חייב) להביא אותו בחשבון



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

1 במסגרת שיקוליו אם להגיש את התביעה אם לאו. כפי שצוין לעיל, השיקול של הסיכונים  
2 הכרוכים בהגשת התביעה ובניהולה מנקודת מבטו של הדירקטוריון בעת קבלת ההחלטה  
3 הוא שיקול רלבנטי. בהקשר זה, תביעה המבקשת שבית-המשפט יאמץ תזה פרשנית שטרם  
4 אומצה על ידיו, היא כמובן תביעה "מסוכנת" יותר מאשר תביעה המסתמכת מבחינה  
5 משפטית על פסיקה קיימת.  
6  
7 שיקול זה מצטרף כאמור ליתר השיקולים ביחס לעלות ניהול התביעה, שאף אותם לקח  
8 הדירקטוריון בחשבון. מכאן כי מקרה זה אינו אחד המקרים החריגים בהם בית-המשפט  
9 יקבע כי החלטתו של הדירקטוריון חורגת באופן קיצוני ממתחם הסבירות, ויש להתערב  
10 בה. משום כך, ובהעדר סיבה להתערב בהחלטתו הסבירה של דירקטוריון אורמת, אני  
11 סבורה כי דין הבקשה לאישור התביעה כתביעה ייצוגית - להידחות.  
12

### עילת התביעה לגופה

13  
14 37 למעלה מן הצורך ולמען שלמות התמונה, אתייחס גם לטענותיהם של הצדדים לגופן. כפי  
15 שהובהר לעיל, הניתוח המשפטי של עילות התביעה לגופן, יש בו גם כדי לחזק את המסקנה  
16 לפיה החלטתו של הדירקטוריון שלא להיעתר לדרישת המבקש להגשת התביעה, היתה  
17 החלטה סבירה.  
18

19 38 כאמור, מבוססת בקשתו של המבקש על הטענה לפיה החלטתה של גזית לרכוש כמות  
20 משמעותית של מניות באורמת היתה "מידע פנים". לגישתו, גזית בקשה לרכוש שליטה  
21 באורמת, אולם המידע אודת החלטתה היה מידע פנים אף אם מטרת הרכישה היתה שונה.  
22 לכן – כך טוען המבקש, היה על גזית לפעול על פי הכלל של "גלה או הימנע" – ולגלות אודות  
23 החלטה זו, או להימנע ממימושה.  
24

25 39 מבחינה משפטית, מבסס המבקש את בקשתו הן על פרשנותו של ס' 52 לחוק ניירות ערך.  
26 הצדדים חלוקים ביניהם ביחס לשני עניינים מרכזיים ביחס לפרשנות הסעיף:

- 27 • האם הסעיף חל רק על "איש פנים" או שהוא חל על כל אדם (והאם גזית היתה או
- 28 הפכה להיות "איש פנים");
- 29 • והאם המידע שהיה בידי גזית ביחס להחלטתה לרכוש את מניות אורמת היה "מידע
- 30 פנים".

31  
32 הצדדים העלו טענות הן ביחס ללשון החוק, והן ביחס לתכלית החקיקה ולשאלה איזה  
33 הסדר חוקי ישרת באופן מיטבי את המטרות שאותן מבקש חוק ניירות ערך להגשים.  
34



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

- 1 **האם חל סעיף 52 חל רק על "איש פנים"?**
- 2 40. באשר לשאלה האם ס' 52 חל רק על "איש פנים", טוען המבקש כי מאחר שמדובר בעילה
- 3 אזרחית הנוגעת לשימוש במידע פנים, לא נדרש קיומו של "איש פנים". זאת, בניגוד לס' 52
- 4 לחוק, הקובע את האיסור הפלילי, ועל פיו **"איש פנים בחברה לא יעשה שימוש במידע**
- 5 **פנים"**. המבקש מפנה בהקשר זה ללשונו של סעיף 52ח, החל על **"רווח הנובע לאדם"**, וטוען
- 6 כי הסעיף על פי לשונו אינו חל אם כן רק על איש פנים, אלא על כל אדם.
- 7
- 8 41. המשיבות טוענות כי מי שאינו איש פנים לא יחוב באחריות פלילית או אזרחית ביחס
- 9 לשימוש ב"מידע פנים". לגישתן, ס' 52 חל אינו חל על רכישת המניות על ידי גזית, משום
- 10 שמידע פנים של חברה הוא נכס של החברה שמידע הפנים נוגע אליה, ועושה השימוש במידע
- 11 הפנים הוא מי שחב חובת אמון לחברה, או מי שקבל ממנו מידע. ס' 52 חל אינו עוסק – כך
- 12 נטען – בשאלת האחריות, אלא מסדיר רק את זהות התובע ואת גובה הפיצוי.
- 13
- 14 מסקנה זו עולה, כך טענו המשיבות, מהוראת ס' 52(א)(7) לחוק ניירות ערך, המקנה הגנה
- 15 לאיש פנים (ולו בלבד) הרוכש מניות על ידי נאמן בנאמנות עיוורת. הגנה דומה אינה קיימת
- 16 למי שאינו איש פנים, ומכאן שהמחוקק לא היה סבור כי היא נחוצה. זוהי גם המסקנה
- 17 מההיסטוריה החקיקתית של הסעיף, כאשר עיון בהצעת החוק מעלה כי לא נעשתה אבחנה
- 18 בין סעיף 52 לחוק לבין יתר הסעיפים, ומכאן שסעיף 52 לא נועד לחול על "כל אדם".
- 19
- 20 אינני סבורה כי יש מקום להכריע בשאלה זו בהקשר הנוכחי, משום שכפי שיובהר להלן, אני
- 21 סבורה כי המידע בו עשתה גזית שימוש לא היה "מידע פנים" שסעיף 52 חל עליו.
- 22
- 23 42. המבקש הוסיף וטען אף אם קיימת בס' 52 דרישה לשימוש במידע על ידי "איש פנים", הרי
- 24 שגזית היא איש פנים, משום שהידיעה על העסקה הצפויה (רכישת מניות אורמת) הפכה
- 25 אותה לכזו. לגישתו של המבקש, המבחן להיותו של אדם "איש פנים" הוא מבחן מהותי,
- 26 המתמקד בנגישות למידע שיש בו כדי להשפיע על מחיר המניה באופן משמעותי. אין צורך
- 27 בקשר הדוק עם חברת המטרה, וגם אנשי חוץ המחזיקים מידע רב ערך על החברה שמקורו
- 28 מחוץ לחברה, יכולים להיחשב כ"אנשי פנים".
- 29
- 30 לכל הפחות, כך טען המבקש, הפכה גזית להיות "איש פנים" במהלך יום 13.6.07, בשלב בו
- 31 היא סיימה לרכוש 5% ממניות אורמת.
- 32
- 33 43. המשיבות כפרו בטענת המבקש לפיה ניתן לראות בגזית "איש פנים". לטענתן, טענה זו
- 34 מהווה הרחבת חזית. לגופו של ענין, לאורמת לא היה כל קשר לגזית; ידיעתה של גזית על
- 35 הסיכוי לביצוע עסקה שצפויה לשנות את שווי המניה, אינה הופכת את גזית ל"איש פנים";



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

1 המבחן הוא מבחן הגישה למקורות המידע בחברת המטרה, ומאחר שלא היה קשר בין גזית  
2 לבין אורמת, גזית לא הפכה לאיש פנים באורמת.

3  
4 הטענה לפיה גזית הפכה לאיש פנים ביום 13.6.07 מהווה אף היא הרחבת חזית, הטענה לא  
5 הוכחה, ולמשיבות לא ניתנה הזדמנות להתמודד איתה בשלב החקירות. גזית הוסיפה  
6 וטענה בהקשר זה כי היא יכלה לדעת את שיעור הרכישות שלה רק בסוף יום המסחר של  
7 13.6.07, ולדווח על כך רק מספר שעות לאחר מכן.

8  
9 "איש פנים" מוגדר בסעיף 52 לחוק ניירות ערך דירקטור, מנהל כללי, בעל מניות עיקרי או  
10 "אדם אחר שעקב מעמדו או תפקידו בחברה או קשריו עמה נתנו לו גישה למידע פנים  
11 ביום הקובע או תוך ששת החודשים שקדמו לו..."

12  
13 נראה כי בהתאם להגדרה זו, הרי במועד קבלת ההחלטה של גזית להשקיע באורמת, גזית  
14 לא היתה איש פנים. באותו שלב, לא היתה גזית בעלת מניות באורמת, ולא היתה לה גישה  
15 למידע פנים עקב "מעמדה או תפקידה" בחברת אורמת.

16  
17 כאמור, המבקש טען כי גם כי גזית הפכה להיות איש פנים כאשר סיימה לרכוש 5% ממניות  
18 אורמת, במהלך יום 13.6.07. משעה זו ואילך, היה עליה – כך נטען – להימנע מהמשך יישום  
19 החלטת הרכישה, עד לגילוייה לכלל הציבור. המשיבות כפרו גם בטענה זו. גם נושא זה אינו  
20 טעון הכרעה במסגרת ההחלטה הנוכחית, מאחר שכפי שיפורט להלן, לטעמי המידע נושא  
21 בקשת האישור ממילא איננו "מידע פנים".

### האם המידע שהיה בידי גזית בדבר החלטת הרכישה היה "מידע פנים"?

22  
23 "מידע פנים" מוגדר בס' 52 לחוק ניירות ערך כך :  
24 "מידע על התפתחות בחברה, על שינוי במצבה, על התפתחות או שינוי צפויים, או  
25 מידע אחר על החברה, אשר אינו ידוע לציבור ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי  
26 לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר הערך של החברה או במחיר נייר ערך אחר,  
27 שנייר הערך של חברה הוא נכס בסיס שלו".

28  
29  
30 מידע הוא אם כן "מידע פנים" אם הוא עומד במכלול התנאים שבסעיף:  
31 מבחינת תוכנו – מדובר במידע הנוגע להתפתחות או שינויים בחברה ;  
32 מבחינת סודיותו - המידע אינו פומבי ;  
33 ומבחינה ערכית - והוא עשוי היה להשפיע באופן משמעותי על שער נייר הערך לו הוא היה  
34 ידוע לציבור (כשענין זה נבחן מנקודת מבטו של המשקיע הסביר, ר' ע"פ 4857/97 רוזוב נ.  
35 מדינת ישראל, פ"ד נ"ג(4) 337).



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

- 1  
2  
3  
4  
5  
6  
7  
8  
9  
10  
11  
12  
13  
14  
15  
16  
17  
18  
19  
20  
21  
22  
23  
24  
25  
26  
27  
28  
29  
30  
31  
32  
33  
34
46. אורמת טענה כי המבקש לא הצליח להוכיח אף לא אחד מהתנאים הללו. לגישתה, המבקש עצמו טען כי כוונת ההשתלטות של גזית, היתה ידועה וברורה לבעלי השליטה ולכל שוק ההון. כמו כן לא הוכח כי המידע על כוונת גזית להשתלט היה מידע מהותי. עוד נטען כי גם מבחינת תוכנו – המידע אינו מידע פנים.
47. נראה כי אין מחלוקת בין הצדדים כי כוונותיה של גזית היו כוונות עצמאיות שלה, ואורמת או מי מטעמה לא ידעו אודות כוונות אלה ולא היו צד להן (ר' ס' 15-14 לבקשת האישור). המחלוקת הפרשנית בין הצדדים מתמקדת בשאלה האם במקרה כזה, המידע אודות כוונותיה של גזית הוא "מידע פנים".
48. לגישת המשיבות אין מדובר במידע פנים, שכן מקורו של המידע איננו בחברת אורמת. מידע פנים אינו כל מידע על החברה, אלא רק מידע של החברה, שמקורו בחברה. מנגד, עמדתו של המבקש היא שדי בכך שמדובר במידע שעשוי היה – לו היה נודע לציבור – לגרום לשינוי משמעותי במחיר המנייה, כדי להפוך את המידע למידע פנים, אף אם מקורו איננו בחברה שהמידע מתייחס אליה. "מידע פנים" מוגדר ככזה, כך טוען המבקש, ללא קשר לנפקות מקור המידע, ולא קיימת דרישה להוכחת קשר עם "חברת המטרה" כדי שמידע ייחשב למידע פנים. המבקש טוען כי מידע פנים עשוי לכלול גם מידע שהחברה אינה מודעת לו. המבקש אף ציין בהקשר זה כי על פי ההלכה הפסוקה, מידע בדבר הצעת רכש שאמורה להביא לשינוי מהותי במבנה האחזקות של החברה, נחשב כמידע של החברה.
49. כידוע, פרשנות של דבר חקיקה נעשית קודם כל בתוך המסגרת של לשון החוק. הלשון – כך נפסק – היא לעולם המסגרת שבתוכה פועל הפרשן, ושאותה הוא אינו רשאי לפרוץ (ר' למשל בג"ץ 5462/92 זנדברג נ. רשות השידור פ"ד נ(2) 793, בעמ' 803). במסגרת זו, לכן, תנאי מוקדם לפרשנות דבר חקיקה הוא כי "מבחינה בלשנית תוכל לשון החוק לשאת את הפרשנות המוצעת" (ר' רע"א 4539 3527/96, אקסלברד נ. מנהל מס רכוש אזור חדרה, פ"ד נב(5), 385 (בעמ' 399)).
- השאלה הראשונה שיש לבחון אותה היא האם לשון החוק יכולה "לשאת" כל אחת מהפרשנויות המוצעות על ידי הצדדים - "קביעת המשמעות הלשונית של החוק פירושה גם קביעת היקף המשמעויות שלשון החוק סובלת" (ר' רע"א 187/05 נעמה נסייר נ. עיריית נצרת עילית. מבין הפרשנויות האפשריות שלשון החוק יכולה לשאת אותו, על הפרשן לבחור את זו שעולה בקנה אחד עם תכלית החוק. לכן, כך נפסק "לעולם יש לפתוח בלשון החוק, אך לעולם אין לסיים בה. מבין האפשרויות הלשוניות שהלשון פותחת, יש לבחור באחת



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

- 1 ויחידה כאפשרות 'נכונה'. בחירה זו נעשית על פי מטרת ההוראה ועל פי תכליתה". (ר')  
2 ע"א 165/82 קיבוץ חצור נ. פקיד שומה רחובות פ"ד לט (2) 70.  
3  
4 50. לשונו של סעיף 52א איננה מספקת תשובה ברורה לשאלה שבמחלוקת. לשון הסעיף יכולה  
5 לשאת הן את הפרשנות המוצעת על ידי המבקש והן את זו שהציעו המשיבות. הסעיף אינו  
6 קובע כי מידע פנים הוא רק מידע של החברה שמקורו בה, ואף אינו קובע להיפך. לכן, יש  
7 לפנות לאמצעים פרשניים אחרים כדי להכריע בשאלת הגדרתו של מידע כמידע פנים. בכלל  
8 זה יש להביא בחשבון גם את מטרתו של חוק ניירות ערך. הצדדים חלוקים ביניהם גם  
9 בהקשר זה, כשהמחלוקת מתייחסת למתח בין המטרה של גילוי מרבי לציבור המשקיעים  
10 (מטרה אותה מדגיש המבקש), לבין יעילות שוק ההון – מטרה לה טוענות המשיבות.  
11  
12 51. לטעמי, מידע הוא "מידע פנים" רק אם הוא נכס של החברה ומקורו בה. מספר טעמים  
13 תומכים במסקנה זו.  
14  
15 ראשית, אני סבורה שישנם מקרים בהם לאדם יש מידע פרטי, שיש בו כדי להשפיע באופן  
16 מהותי על ערך המניה, מידע שאינו ידוע לציבור, ובכל זאת מידע זה לא ייחשב למידע פנים –  
17 שכן מקורו אינו בחברה. כך, למשל, מי שמודע לכך שהוא עצמו עתיד לייצר מוצר שיתחרה  
18 בהצלחה במוצר של החברה; או מי שחקר את מוצרי החברה ומצא כי קיים בהם פגם שאינו  
19 ידוע לכלל הציבור. אם אדם כזה עושה שימוש במידע שיש לו, תוך מסחר ניירות הערך של  
20 החברה, הוא אינו נחשב לטעמי כמי שעושה שימוש ב"מידע פנים". זאת, גם אם מדובר  
21 במידע שעשוי להשפיע באופן מהותי על שווי מניות החברה, וגם אם הוא אינו ידוע לציבור  
22 הרחב. מדובר במידע ששייך לבעל המידע, והוא רשאי לעשות בו שימוש תוך ביצוע עסקאות  
23 במניות החברה.  
24  
25 52. אני סבורה כי ההלכה הפסוקה לא קבעה אחרת. פסקי הדין אליהם מפנה המבקש  
26 בסיכומיו, מתייחסים כולם למקרים בהם המידע היה מידע הקשור לפעילות העסקית של  
27 החברה, ושהשימוש בו היה על ידי איש פנים. העסקאות אליהן מתייחסים פסקי הדין הללו,  
28 היו עסקאות שנעשו על ידי או עבור אדם שהחזיק במידע עקב קשר ישיר שהיה לו לחברת  
29 המטרה, או עם אחר הקשור אליה (ר' פירוט בס' 63-65 לסיכומי אורמת). אין תקדים  
30 למקרה בו התקבלה התזה לפיה גם מידע שמקורו אינו בחברת המטרה, ושלא חברת  
31 המטרה ולא מי מטעמה היה מודע לו או עשה בו שימוש – הוא מידע פנים.  
32  
33 53. מעבר לכך, סעיף 52ח מקנה – כאמור – זכות תביעה לחברה בגין הרווח שהרוויח אדם  
34 מעסקה שעשה תוך שימוש במידע פנים. העובדה שהחברה היא בעלת זכות התביעה, יש בה  
35 לדעתי כדי לחזק את המסקנה לפיה מידע הפנים היה מלכתחילה רכושה של החברה, ומי





## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

- 1 שעשה בו שימוש והרוויח כתוצאה מכך, צריך לכן להשיב את רווחיו לחברה, בעלת המידע.  
2 במקרה דנן, המידע לא היה מידע של אורמת (אלא מידע של גזית), ולכן אין היגיון בחיובה  
3 של גזית להשיב את הרווחים שעשתה כתוצאה משימוש בו – דווקא לאורמת.  
4
- 5 .54 מסקנה זו עולה בין היתר מהאמור בשולי סיכומי התשובה של המבקש, שם התייחס  
6 המבקש לחובת הדיווח. הוא טען כי גזית בחרה להתעלם מחובה זו על אף שהיא הכירה בכך  
7 שרכישת מניות בכמיליארד ₪ היא השקעה משמעותית עבורה (טענה שכשלעצמה אינה  
8 משליכה – אף אם יש בה ממש, על הבקשה הנוכחית). אולם, טענה זו מדגישה דווקא את  
9 העובדה כי המידע נושא הבקשה הוא מידע של גזית – ולא של אורמת. המידע בדבר  
10 כוונתיה של גזית כלל לא היה ידוע לאורמת. אורמת לא היתה יכולה ומן הסתם גם לא  
11 חייבת לדווח אודותיו. מידע כזה אינו יכול אם כן להיות מידע פנים שלה, מידע שמי שעשה  
12 בו שימוש יחויב להשיב לה, לאורמת, את הרווחים שנבעו לו ממנו.  
13
- 14 .55 עוד אציין כי לו היתה הבקשה לאישור תביעה נגזרת מתקבלת, ולו היתה תביעת החברה נגד  
15 גזית מתקבלת – היה בית-המשפט אמור לחייב את גזית להשיב לאורמת את הרווח  
16 שהרוויחה מרכישת מניות אורמת במחיר שלא שיקף את המידע בדבר כוונתה לרכוש  
17 חבילת מניות בגזית.  
18
- 19 אולם, פיצוי כזה לא היה מפצה את מי שניזוק למעשה מפערי המידע ומהשימוש שעשתה  
20 גזית במידע שהיה ברשותה בדבר כוונתיה. הפיצוי היה מגיע לקופתה של חברה אורמת.  
21 בעלי המניות בקרב הציבור שמכרו את מניותיהם לגזית (במחיר שלא שיקף את המידע  
22 בדבר כוונתיה העתידית של גזית) לא היו יכולים כבר כמובן ליהנות ממנו (שכן הם כבר  
23 אינם בעלי מניות באורמת).  
24
- 25 .56 המבקש טען בסיכומי התשובה מטעמו כי "**הנפגעת העיקרית מקבלתה** [של פרשנות  
26 המשיבות] **היא אותה גב' כהן מחדרה, שלצורך הדוגמא מכרה את מניותיה בבוקר יום**  
27 **13.6.07, מבלי שהוגנבו לאוזניה שמועות על זהות הקונה; בטרם פורסמה הודעה**  
28 **פורמאלית על זהותו; ובטרם ניתן היה ללמוד על כוונתיו ביחס לאורמת**" (ר' סי' 21  
29 לסיכומי התשובה). ואולם, אותה מוכרת עלומה אליה מתייחס המבקש, ממילא לא תהנה  
30 מהפיצוי אותו הוא תובע, פיצוי שיגיע לכיסה של אורמת – שהמוכרת אינה עוד בעלת מניות  
31 בה. לו היה המבקש מבקש לפצות את המוכרת הזו, היה עליו להגיש תביעה בשמה ובשם  
32 של המוכרים האחרים במצבה, קרי מי שמכר את מניות אורמת בטרם הופנס בשוק המידע  
33 אודות כוונתיה של גזית.  
34



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

- 1 מי שהיה נהנה מהפיצוי לאורמת – לו היה נפסק לזכותה פיצוי, הם בעלי המניות הנוכחיים  
2 בחברה, ובכלל זה גזית וכן בעלי השליטה באורמת. אולם, מובן כי לבעלי המניות הנוכחיים  
3 של אורמת לא נגרם כל נזק כתוצאה מרכישת המניות על ידי גזית. להיפך – הם נהנו מכך  
4 אם ערך מניותיהם עלה, ולו היה ניתן פיצוי לאורמת, היה הרווח שלהם גדל עוד יותר.  
5  
6 המסקנה לפיה מידע פנים הוא רק מידע שמקורו בחברה, עולה גם מכתבי מלומדים. אכן,  
7 כפי שטוען המבקש, מדובר במאמרים אקדמיים שאינם מחייבים כמובן את בית-המשפט.  
8 יחד עם זאת, ניתן להיעזר באמור בהם בהתייחס למטרותיו ולהיקפו של האיסור על  
9 השימוש במידע פנים. העמדה העולה מהספרות המשפטית היא כי מידע פנים הוא מידע  
10 שמקורו בחברה ושייך לה.  
11  
12 המלומדים גושן ופרמחובסקי במאמרם "איסור על שימוש במידע פנים – מונופול של אנשי  
13 פנים או תחרות בין אנליסטים" (עיוני משפט כ"ה, 665 (2002) כותבים כי:  
14 "משתלט פוטנציאלי שהוא בעל ענין אינו מחויב בגילוי כוונותיו להשתלט על  
15 החברה, בהיעדר קשר בין המשתלט הפוטנציאלי לבין חברת המטרה, דוגמת  
16 קיומו של משא ומתן –אין רכישת מניות המטרה הנסמכת על מידע בדבר ניסיון  
17 השתלטות צפוי נופלת בגדר האיסור על שימוש במידע פנים על פי חוק ניירות  
18 ערך, שכן האיסור על שימוש במידע פנים מתייחס רק למידע שמקורו באותה  
19 חברה שבעל המידע רוכש את מניותיה, ואילו במקרה זה, בעוד המידע מקורו  
20 בחברה המשתלטת, המניות הנרכשות הן של חברת המטרה" (שם, בעמ' 702,  
21 ההדגשה היא שלי, ר.ר.).  
22  
23 פרופ' גרוס (במאמר "האיסור בדבר ניצול מידע פנים בחברות, עיוני משפט ט"ו, 488) סבור  
24 כי "הרציונל להתערבות המחוקק מעוגנת בפסול המוסרי של האפשרות לנצל עליונות  
25 אינפורמטיבית המושגת מכוח גישה קרובה לתאגיד המנפיק את ניירות הערך".  
26  
27 פרופ' ידלין מתייחס לנושא במאמרו "גבולות האיסור על שימוש במידע פנים" (עיוני משפט  
28 כ"ה, 143 (2001). במאמרו הנ"ל מתייחס ידלין לניתוח של פסק דינו של בית משפט השלום  
29 בעניין יונה (ת"פ (ת"א) 9802/94 מדינת ישראל נ. יונה, לא פורסם), בו קבל אדם מידע  
30 מאדם שהיה צד למשא ומתן לרכישת שליטה בחברה עם בעלת השליטה בה. ידלין חולק על  
31 מסקנת בית המשפט באותו פסק דין, בציינו כי "מכל האמור לעיל עולה בבירור שלצד  
32 המתכנן את ביצוע הצעת הרכש מותר לרכוש ניירות ערך בחברת המטרה בטרם הכריז על  
33 כוונתו פומבית" (ר' עמ' 184 למאמר).  
34  
35 ידלין מוסיף וכותב כי:



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

- 1 "להשקפתי.... החוק [חוק ניירות ערך] נועד לייעל את השוק ואת הפירמה. החוק  
2 אינו מיועד למנוע ממשקיעים הפקת רווח ממידע עודף, אלא אך ורק למנוע  
3 מהמשקיעים את האפשרות לנצל מידע השייך לחברה שהם סוחרים במניותיה.  
4 החיפוש אחר מידע שאינו מצוי בידי משקיעים אחרים הינו השמן המניע את  
5 גלגלי השוק, והדרך היחידה לעודד חיפוש של מידע כזה, היא לאפשר לסחור על-  
6 פיו. לטענתי, אם כן, רק מידע השייך לחברה יכול להיות מושא לאיסור על שימוש  
7 במידע פנים" (עמ' 177, יוער כי המאמר נזכר בפסק דינו של בית-המשפט העליון  
8 בע"פ 7840/01 אקווה נ. היועץ המשפטי לממשלה, פ"ד נו(5), 680, 691, בלא לקבוע  
9 מסמרות ביחס לקבלת העמדה המובעת בו).
- 10
- 11 הדברים הללו יפים לטעמי גם למקרה דנן, וזאת בין אם גזית התכוונה לרכוש שליטה  
12 באורמת (טענה שהיא כופרת בה) ובין אם היא התכוונה לרכוש חבילת מניות משמעותית  
13 (של עד 20%). המבקש טען כאמור כי גזית בקשה לכל הפחות להתערב באופן משמעותי  
14 בניהולה של אורמת. אף אם זה המצב, ואם היה בכונה זו כדי להעלות את שווייה של  
15 אורמת, אין בכך כדי להפוך את המידע אודות כוונה זו למידע פנים. מדובר במידע של גזית,  
16 שהיא רשאית ליהנות ממנו. לציבור המשקיעים אין ולא יכולה להיות ציפייה לכך שמידע  
17 כזה יתגלה לו. המידע אודות כוונותיה איננו מידע "של החברה" (קרי של אורמת), והמסחר  
18 במניות תוך מודעות למידע זה – אינו מהווה מסחר תוך שימוש במידע פנים.  
19
- 20 השפעת הפרשנות המוצעת על שוק ההון ושוק השליטה
- 21 61. שני הצדדים התייחסו להשלכה של הפרשנות המוצעת על ידיהם על תכלית החקיקה, ובכלל  
22 זה להשפעה האפשרית של קבלת עמדתם הפרשנית על שוק ההון.  
23
- 24 לגישת המבקש, בסיס האיסור על שימוש במידע פנים הוא רצון לשמור על הגינות המסחר  
25 באמצעות נטרול התמריץ לניצול פערי מידע. מוקד האיסור הוא ביחס בין המידע לבין שוק  
26 ההון, ולא בין המידע לבין החברה. האיסור נועד להעמיד את כל השחקנים הנוטלים חלק  
27 במסחר בתנאי התמודדות שווים, ובפני אותם גורמים של אי ודאות. לכן, אין מקום להבחין  
28 בין איש פנים שניצל פערי מידע כדי להפיק רווח, לבין אדם שאינו איש פנים, אשר נהג  
29 באותו אופן.
- 30
- 31 62. עמדתו הפרשנית של המבקש מביאה לטענתו לצמצום פערי המידע בין הרוכשים  
32 הפוטנציאליים לבין המשקיעים מקרב הציבור המוכרים להם את מניותיהם בבורסה. עמדת  
33 המשיבות היא הפוגעת בשוק ההון, שכן היא מותירה את בעלי המניות מקרב הציבור כשהם  
34 חשופים לפערי מידע. בעל המניות שמוכר ראשון את מניותיו לרוכש, מוכר אותן בזול,  
35 לעומת המוכר האחרון, שבעת שהוא מוכר את מניותיו קיימת כבר אינדיקציה לכוונות



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

1 הרוכש. שוק הון משוכלל צריך להגן על כלל בעלי המניות, ולמנוע הפליית חלק מהם על  
2 חשבון אחרים.

3  
4 לגישת המבקש, עמדתו אף איננה עלולה לפגוע בשוק לרכישת שליטה. כך, רוב ההשתלטויות  
5 בישראל מבוצעות על ידי רכישה ישירה מבעלי מניות, במחיר גבוה, ללא שהמשתלט מסתיר  
6 מהמוכר את כוונותיו. מכאן כי החובה לתת פומבי לכוונות ביחס לחברת המטרה, איננה  
7 נוטלת את העוקץ מהתמריץ להשתלט. התמריץ קיים כל אימת שהרוכש מעריך שניתן  
8 להשיא את ערך המניה ומוכן לשלם פרמיה בהתאם.

9  
10 המשיבות טענו מנגד, כי החמרת החובה החלה על מי שמבקש לרכוש חבילת מניות .63  
11 משמעותית, עלולה לפגוע באופן אנוש ב"שוק השליטה". לגישתן של המשיבות, דיני מידע  
12 פנים מבחינים בין מידע שמקורו בחברה לבין מידע שהושג תוך השקעה ומאמץ. המידע  
13 שהיה בידי גזית כי מניות אורמת נסחרות בחסר, היה תולדה של ניתוח מידע פיננסי הקשור  
14 לאורמת ופורסם ברבים. ברכשה את המניות – פעלה גזית לטובתו של שוק ההון. עוד נטען  
15 כי השתלטות עוינת היא תופעה שציבור המשקיעים נהנה ממנה, ולכן על פרשן החוק לפעול  
16 באופן שלא יפגע באפשרות כי תופעות כאלה יקרו ויוכלו לקרות בשוק ההון.

17  
18 עמדתם זו של המשיבות מקובלת עלי. הסיבה לכך מובהרת היטב במאמרם של המחברים .64  
19 **The Law and Economics of** – Robert J. Jackson, Jr. ו-Lucian A. Bebchuk  
20 **Blockholder Disclosure** (שפורסם ב-Harvard Business Law Review, Spring  
21 2012). במאמר מדגישים המחברים את החשיבות רכישתן של חבילות מניות גדולות  
22 בחברות ציבוריות על ידי רוכשים חיצוניים. זאת, משום שרוכשים של חבילות גדולות של  
23 מניות הם אלה שעשויה להיות להם מוטיבציה לפקח על התנהלות החברה ולבקר את  
24 מנהליה- ולכן הם עשויים להועיל לכלל בעלי המניות בחברה. מוטיבציה כזו אינה קיימת  
25 אצל בעלי מניות המחזיקים בכמות קטנה של מניות בחברה. גם האפשרות של רוכשים  
26 כאלה לבצע השתלטות עוינת, יש בה כדי להניע את מנהלי החברה לפעול ביעילות – כדי  
27 למנוע אפשרות כזו.

28  
29 בעלי מניות הרוכשים חבילות מניות גדולות, משלמים על כך מחיר – הבא לידי ביטוי  
30 בעלויות שהם צריכים להשקיע במחקר וביקורת, ובעובדה שהם נמנעים מפיזור השקעתם.  
31 האמור לעיל חל גם על גזית, שלפי עדותו של העד מר סגל מטעמה, בטרם ההחלטה על  
32 רכישת המניות קראה את כל החומר על אורמת, הכינה "מספר דפים פנימיים שדברו על  
33 התרגום של החומר שקראנו הציבורי למספרים עצמם" בדיקה שנועדה לניתוח החומר של



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

- 1 האנליסטים ובחינתו ב"מבחן השכל הישר" (ר' עמ' 82 לפרוטוקול). ניתוח זה הוא שהביא  
2 להחלטה לרכוש מניות באורמת במחיר העולה על מחיר השוק.  
3  
4 אף שהמחיר שמשלם הרוכש של חבילת מניות גדולה הוא מחיר שהוא נושא בו בעצמו, הרי  
5 "טובות ההנאה" שבעלי חבילת מניות גדולה מקבלים כתוצאה מניתוח שווי החברה  
6 ומהפיקוח שלהם על פעילויות ההנהלה, היא כזו בה הם מתחלקים באופן שווה עם כל יתר  
7 בעלי המניות (כפי חלקם במניות החברה). זו אינה טובת הנאה "פרטית" שלהם ( private  
8 benefit of control) שרק הם עצמם נהנים ממנה.  
9  
10 65. ככל שיוטלו על רוכשים פוטנציאליים חובות גילוי מחמירות יותר, כך טוענים הכותבים,  
11 יהיה בכך כדי להקטין את המוטיבציה שלהם לרכוש חבילות גדולות של מניות. המחברים  
12 סבורים כי משעה שהרוכש הפוטנציאלי מגלה אודות כוונותיו לציבור, מחיר המניה משקף  
13 את הפרמיה שמעורבותו בחברה אמורה להניב, והוא אינו יכול לכן עוד ליהנות מפרמיה זו  
14 בעצמו. אולם, כדי להמריץ את התופעה של רכישות כאלה, יש לאפשר לרוכש הפוטנציאלי  
15 ליהנות ולו מחלק מהפרמיה הזו, הנובעת מעליית הערך של המניות כתוצאה מהשקעתו  
16 בחברה. אפשרות כזו תיתכן רק אם הרוכש לא יחויב לגלות מראש אודות כוונותיו.  
17  
18 66. כלומר, במסגרת התכליות החוקיות שיש לקחת אותן בחשבון, יש להביא בחשבון את  
19 העובדה כי התופעה של רכישות כמו רכישת המניות על ידי גזית היא תופעה רצויה,  
20 ושפרשנות שכתוצאה ממנה יוחמרו הדרישות על רוכשים פוטנציאליים באופן שעלול להביא  
21 לצמצום התופעה – היא לכן פרשנות בעייתית, שיש לה מחיר משמעותי מבחינת התנהלות  
22 של שוק ההון.  
23  
24 67. המבקש טען כאמור, כי חרף האמור לעיל, מתבצעות בשוק עסקאות רבות בהן מוכר בעל  
25 מניות באופן ישיר חבילה של מניות שלו לבעל מניות אחר, תוך ששני הצדדים מודעים  
26 במהלך המשא ומתן זה לכוונותיו של זה, ואין בכך כדי למנוע את קיומה של העסקה. אולם,  
27 קיומן של עסקאות כאלה איננו מונע את החשש שתואר לעיל, כי הטלת חובות גילוי  
28 מחמירות יצמצם באופן משמעותי תופעה שהיא רצויה בבסיסה, של רכישת חבילת מניות  
29 באמצעות הבורסה על ידי גורמים שהם חיצוניים לחברה.  
30  
31 68. יוער כי בארצות הברית קיימת (מכוח ה-Williams Act, ס' d13) חובה של בעל מניות שרכש  
32 5% ממניותיה של חברה ציבורית להודיע על כוונות הרכישה העתידיות שלו, וזאת תוך 10  
33 ימים. מדובר בפיתרון חקיקתי, שבמסגרתו ניסה המחוקק להביא לידי איזון זהיר בין  
34 האינטרסים השונים – הצורך במתן מידע למשקיעים מחד גיסא, ושימור היתרונות



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

1 הקשורים בהשקעה של בעלי מניות חיצוניים מאידך גיסא (ר' מאמרס הנ"ל של **בבצ'וק**  
2 **וג'קסון**). לכן, נקבעה בחוק חובת גילוי, אולם במקביל נקבע רף החזקות (של 5% שרק  
3 בהגיעו אליה חלה חובת הגילוי על בעל המניות, וכן נקבע חלון זמנים (של 10 ימים) בהם  
4 חובה זו אינה חלה, ולרוכש מותר להמשיך לרכוש מניות עוד בטרם הוא גילה לציבור אודות  
5 כוונותיו. הסדר כולל דומה איננו קיים בחוק הישראלי.

### קיומו של הסדר מפורש בחוק ביחס לחובות המוטלים על רוכשי מניות

6  
7  
8 .69 המשיבות טענו עוד, כי המחוקק הסדיר בצורה ברורה את הנושא של רכישת מניות בחברה  
9 ציבורית. כך, נקבעו בדין מגבלות לפיהן אין לבצע עסקת רכישת מניות שתביא את הרוכש  
10 להחזקה של 25% או מעל 45% אלא בדרך של הצעת רכש מיוחדת (ר' ס' 328 לחוק החברות)  
11 ושאינן לבצע עסקת רכישת מניות שתביא את הרוכש לאחזקה של למעלה מ-90% מהמניות  
12 אלא בדרך של הצעת רכש מלאה (ר' ס' 336 לחוק החברות). בנוסף קיימות בדין חובות  
13 דיווח החלות על בעל ענין בתאגיד (ר' ס' 37 לחוק ניירות ערך).

14  
15 לגישתן של המשיבות, הסדר חיובי זה משקף גם הסדר שלילי ביחס למצבים אחרים בהם  
16 מבקש צד שלישי לרכוש מניות של חברה ציבורית. כך, לטענתן, בכל המקרים האחרים, לא  
17 חלות על הרוכש כל חובות שהן – לא חובת גילוי, לא חובה להציע הצעת רכש ולא כל חובה  
18 אחרת. המחוקק לא מצא לנכון לקבוע כי רכישה המתבצעת תוך כוונת השתלטות צריכה  
19 לעמוד בתנאים של גילוי מוקדם או הצעה לציבור

20  
21 לגישת גזית, היא הסתמכה על המצב החוקי הזה, ולכן קבלת הבקשה דנן תפגע באינטרס  
22 ההסתמכות שלה. לכן, כך היא טענה, אף לו היה מקום לקבל את עמדתו הפרשנית של  
23 המבקש – היה על בית-המשפט לעשות כן מעתה ואילך, ולא להחיל את ההלכה על גזית.

24  
25 .70 מנגד, המבקש טען כי אין לראות בחובות הדיווח הקונקרטיים שנקבעו בחוק משום הסדר  
26 שלילי ממצה.

27  
28 .71 אני סבורה כי יש לקבל את עמדת המשיבות בהקשר זה, וזאת משום שישנו קושי ממשי  
29 ביישום עמדת המבקש בלא שקיים הסדר חוקי ממצה וברור ביחס לאופן הגילוי.

30  
31 כאמור, עמדת המבקש היא כי על מי שמתכוון לרכוש שליטה או חבילת מניות משמעותית  
32 בחברה, חל הכלל של "גלה או הימנע". בהנחה שהרוכש אינו רוצה להימנע, נשאלת השאלה  
33 באיזה אופן הוא יכול לגלות את המידע אודות כוונותיו. באין הסדר חוקי מקיף – לא ברור  
34 כלל מהי הפלטפורמה לגילוי, ודאי כאשר מדובר באדם פרטי ולא בחברה. לא ניתן להטיל  
35 את חובת הגילוי על חברת המטרה (אורמת במקרה דנן) שהמידע כלל אינו ידוע לה. יוער עוד



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

- 1 בהקשר זה כי כאשר מדובר ברוכש שהוא אדם פרטי, קיים גם קושי לבחון את השאלה מתי  
2 הוא גבש את כוונתו לרכוש מניות בחברת המטרה, ומה בדיוק היתה ההחלטה.  
3
- 4 72. אולם, מעבר לקושי הפרוצדוראלי, קיים גם קושי מהותי בהקשר זה. כך, הוראות הדין  
5 המסדירות את נושא הצעות הרכש קובעות בין היתר ביחס להצעת רכש מיוחדת כי עליה  
6 להיות בלתי הדירה ובלתי מותנית (ר' תקנה 4 לתקנות הצעות רכש תש"ס – 2000). בהעדר  
7 הוראה דומה ביחס לכוונתו של רוכש לרכוש חבילת מניות גדולה, אין מניעה לכאורה כי  
8 רוכש כזה יפרסם את כוונותיו לבצע רכישה משמעותית של מניות (וכוונות הן כידוע ענין  
9 סובייקטיבי), וזמן קצר לאחר מכן יפרסם כי הוא חוזר בו מהן. מתן אפשרות לפעול באופן  
10 זה עלול לפתוח פתח לבלבול בשוק ההון, וכן למניפולציות בעייתיות על מחיריהם של ניירות  
11 הערך.  
12
- 13 לכן, העדרו של הסדר חוקי שלם ומקיף ביחס לאופן הדיווח או הפרסום אודות כוונתו של  
14 רוכש לרכוש מניות בחברה ציבורית, מהווה אף הוא נימוק נגד קבלת עמדתו הפרשנית של  
15 המבקש.  
16
- 17 73. סיכומה של נקודה זו, אני סבורה – מכול הטעמים שפורטו לעיל, כי המידע אודות כוונת  
18 הרכישה של גזית את חבילת המניות באורמת, תהא כוונתה של גזית בהקשר זה אשר תהא,  
19 לא היה מידע פנים בהתאם למצב החוקי בדין הישראלי. שינוי במצב זה – אם יש מקום  
20 לשנותו, צריך להיעשות על ידי המחוקק.  
21
- 22 74. בשולי הדברים ולמעלה מן הצורך אציין כי אינני סבורה שיש לקבל את טענותיה של אורמת  
23 ביחס לאי התקיימותם של התנאים האחרים ההופכים מידע ל"מידע פנים". כך, אני סבורה  
24 כי אין לקבל את הטענה לפיה המידע בדבר כוונת ההשתלטות של גזית היה ידוע לכל שוק  
25 ההון. אף אם המידע אודות כוונתיה של גזית התגלה, הוא התגלה בצורה בלתי מסודרת,  
26 חלקית והדרגתית, ודאי שהוא לא היה ידוע כמו מידע המתפרסם באופן מסודר ופורמאלי.  
27
- 28 75. באשר לשאלת המהותיות של המידע, הרי דווקא מטענותיה של גזית עולה כי מידע בדבר  
29 השתלטות אפשרית של רכש על חברה הוא מידע מהותי. גזית טענה כי חיובו של אדם  
30 המבקש לרכוש לשליטה בחברה לפרסם את כוונותיו בדבר הרכישה יביא לכך ששער מניות  
31 חברת היעד ירקיע לאותו מחיר שהמציע התעתד להציע (ר' סי' 52 לסיכומי גזית).  
32
- 33 מסקנה דומה עולה מהספרות המשפטית. כך למשל עולה ממאמר של Carmie Di Noia כי :



## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

1 **"Once the intention of launching a bid was disseminated, the target's**  
2 **market price would immediately increase to a level matching the**  
3 **consideration of the bid, thus making the acquisition impossible".**

4 Pending Issues in the Review of the European Market Abuse Rules, 19 EMCI (ר')  
5 (policy Brief, 2012).

6  
7 כלומר – המידע אודות כוונת הרכישה הוא מידע שיש בו כדי לשנות באופן מהותי את מחיר  
8 המנייה. השאלה האם מידע מסוים הוא מהותי נבחנת, כפי שציינתי לעיל, מנקודת מבטו של  
9 המשקיע הסביר ההיפותטי, ואני סבורה כי ניתן לקבוע כי מנקודת מבט זו, מדובר במידע  
10 מהותי, ודאי אם מדובר בכוונת השתלטות.

11  
12 העולה מכל האמור לעיל, שאינני סבורה שיש לקבל את הבקשה גם לגופה, שכן המבקש לא  
13 הוכיח קיומו של סיכוי סביר לקבלתה. על כל פנים, אם נחזור לאמור בחלק הראשון של  
14 פסק-דין זה, המסקנה של האמור לעיל היא ללא ספק כי המחלוקת המשפטית נושא בקשה  
15 זו היא מחלוקת בעלת הבטים רבים, שאין לה תקדים ברור בפסיקה הישראלית. לכן,  
16 החלטתו של דירקטוריון אורמת שלא לקבל על עצמו את בירורה בתביעה אפשרית שלו נגד  
17 גזית, לא היתה החלטה בלתי סבירה.

### האם גזית התכוונה להשתלט על אורמת?

18  
19  
20 77. מהאמור בפסק דין זה לעיל עולה כי המסקנה לפיה המידע אודות כוונותיה של גזית לא היה  
21 מידע פנים של אורמת, יהיו מטרות הרכישה של גזית אשר יהיו. למעלה מן הצורך אציין כי  
22 אינני סבורה כי המבקש הוכיח את טענתו לפיה גזית בקשה להשתלט על אורמת. ההחלטה  
23 המפורשת היחידה שהתקבלה באורמת היא החלטת ה-20%, המתייחסת לכוונה לרכוש עד  
24 20% ממניות אורמת. המבקש הודה כי אין לו ידיעה אישית אודות כוונותיה של גזית (ר' עמ'  
25 28 לפרוטוקול). העובדה שבעלי השליטה באורמת חששו כי מדובר בניסיון השתלטות (או כי  
26 כך נכתב בעיתון) – איננה מהווה ראיה ביחס לשאלה מה היתה כוונתה של גזית בפועל, שכן  
27 בעלי השליטה באורמת לא ידעו ולא יכלו לדעת למה התכוונה גזית.

28  
29 78. המבקש טען כי אף אם גזית לא בקשה להשתלט על אורמת, הרי היא ודאי היתה מעוניינת  
30 להשפיע מהותית על ניהולה, בעוד לגישתה של גזית, היא התכוונה לבצע השקעה פסיבית  
31 בלבד. אין מחלוקת כי גזית התכוונה לרכוש עד 20% ממניות אורמת. השקעה כזו – ואף על  
32 כך לא יכולה להיות מחלוקת, היא השקעה משמעותית עבור גזית.





## המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 12-02-32489 אלטמן ואח' נ' נורסטאר החזקות בע"מ לשעבר גזית אינק. מאוגדת  
בפנמה מס' רשם 44528798375 ואח'

1 אני סבורה – כפי שהובהר גם לעיל, כי חזקה על בעל מניות שיש לו 20% ממניותיה של  
2 חברה ציבורית, שיהיה לו ענין לבחון את אופן ניהול החברה, ואם יהיו לו השגות – כי הוא  
3 יהיה מעוניין להשפיע. בפועל, גזית אכן ניסתה להשפיע במספר עניינים – כמו ניסיון לשנות  
4 את הרכב הדירקטוריון (ר' עדות ברוניצקי, עמ' 60 לפרוטוקול), לבחון את נושא ההתנהלות  
5 הפיננסית של אורמת (ר' עדות ברוניצקי בעמ' 69 לפרוטוקול) וכיו"ב.

6  
7 גם העד מטעמה של גזית, מר סגל לא כפר בכך שמשקיע המחזיק במשך שלוש שנים מניות  
8 בחברה, יש לו דעה, וגזית – כמשקיע כזה, אכן הביעה את דעתה (ר' עמ' 111 לפרוטוקול).  
9 העובדה כי גזית – כמו כל בעל מניות המחזיק בחבילת מניות משמעותית, היתה מעוניינת  
10 להיות מעורבת באורמת, היא אחד הנימוקים האפשריים לכך שההודעה אודות כוונתיה  
11 לרכוש חבילת מניות גדולה – היה בה כדי להשפיע באופן חיובי על שער המנייה. גם מסקנה  
12 זו נתמכת בעדותו של מר סגל, אשר ציין כי לגזית היו מספר רעיונות שהיה בהן כדי לעשות  
13 את אורמת חברה טובה יותר (ר' עמ' 109 לפרוטוקול).

14  
15 סוף דבר – בקשת האישור נדחית.

16 אני מחייבת את המבקש לשאת בהוצאותיהן של המשיבות בסכום של 25,000 ₪ לכל קבוצת  
17 משיבות.

18  
19 ניתן היום, כ"ט תשרי תשע"ד, 03 אוקטובר 2013, בהעדר הצדדים.

20  
21 

22 רות רון, שופטת  
23  
24  
25  
26  
27