



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1

לפני כבוד השופטת רות רונן

המבקש:

אריה רהב

ע"י ב"כ עוה"ד אליאס וחיימוביץ

נגד

המשיבים:

1. נוחי דנקנר

ע"י ב"כ עוה"ד כהן ובן ארצי

2. איתי אהרון שטרומ (אסיר)

3. קלוס טריידינג בע"מ

ע"י ב"כ עוה"ד סורק וכהנא

2

### החלטה

3

1. המבקש הגיש נגד המשיבים תביעה ובקשה לאישורה כתובענה ייצוגית (להלן: 4

"בקשת האישור"). עניינה של בקשת האישור בטענה אודות אחריות המשיבים 5

לנזקים שנגרמו לחברי הקבוצה אותה מבקש המבקש לייצג (הכוללת כפי שיובהר 6

להלן 3 תת-קבוצות) כתוצאה מפעולות של המשיבים בגין הם הורשעו במספר 7

עבירות פליליות בדיני ניירות-ערך. 8

9

בקשת האישור מבוססות על עילות תביעה שונות מחוק ניירות-ערך, התשכ"ח- 10

1968 (להלן: "חוק ניירות-ערך"); חוק החברות, התשנ"ט-1999; ופקודת הנזיקין, 11



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1 התשכ"ח-1968. הסעד לו עתר המבקש בבקשת האישור הוא השבת מלוא ההפרש  
2 בין מחיר הרכישה של ניירות-הערך אותו שילמו חברי הקבוצה, לבין מחיר השוק  
3 שלהם בסמוך לאחר גילוי ההפרה הנטענת. לחלופין עתר המבקש שבית-המשפט  
4 יחייב את המשיבים לפצות את חברי הקבוצה בגין הנזקים שנגרמו להם בהתאם  
5 לחוות-דעת מומחה שהוגשה מטעמו.  
6

### תמצית העובדות

7  
8 2. בחודש פברואר 2012, גייסה אי די בי חברה לאחזקות בע"מ (להלן: **"אי די בי"** או  
9 **"החברה"**) הון באמצעות הנפקה של חבילת מניות וכתבי אופציות המירים (להלן:  
10 **"ההנפקה"**). כפי שיובהר בפירוט להלן, המבקש טוען כי ההנפקה בוצעה תוך  
11 השפעה של המשיבים בדרכי תרמית על שער ניירות-הערך שהונפקו, ותוך הנעת  
12 ציבור המשקיעים לרכוש את ניירות-הערך הללו על סמך מידע כוזב. כל אלה גרמו  
13 לשיטת המבקש נזקים לחברי הקבוצה.  
14

15 המשיב 1 (להלן: **"דנקנר"**) היה בעל השליטה באי די בי במועדים הרלוונטיים,  
16 וכיהן כיו"ר הדירקטוריון שלה; המשיבה 3, חברת קלוס טריידינג בע"מ נקראה  
17 בעבר ISP Financial Trading Ltd (להלן: **"ISP"**) היא חברה שהייתה עד ליום  
18 14.2.2012 בבעלות משותפת של המשיב 2 (להלן: **"שטרום"**), של מר עדי שלג  
19 (להלן: **"שלג"**) ושל שותף נוסף. עוד יש לציין כי מר שלג הוא הבעלים של חברת  
20 סיטי ברוקר בע"מ (להלן: **"סיטי ברוקר"**).  
21

22 3. ביום 17.2.2012 דיווחה החברה כי היא בוחנת אפשרות לגיוס הון באמצעות  
23 הנפקת מניות רגילות וכתבי אופציה המירים בדרך של הצעה אחידה לציבור על-פי  
24 דוח הצעת מדף המבוסס על תשקיף מדף של החברה מיום 27.5.2011.  
25

26 ביום 21.2.2012 דיווחה החברה על מבנה גיוס ההון המתוכנן – הצעה לציבור בדרך  
27 של מכרז לחבילה שתכלול 6 מניות רגילות של החברה בנות 5 ₪ ערך נקוב כל אחת  
28 וכן 4 כתבי אופציה המירים למניות רגילות (כל יחידה כזו של מניות ואופציות  
29 תכונה להלן: **"היחידה"**). בהתאם להצעה, שני כתבי אופציה יהיו ניתנים למימוש  
30 למניה רגילה אחת עד ליום 6.9.2012 במחיר מימוש של 46 ₪, ושני כתבי אופציה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1 יהיו ניתנים למימוש למניה רגילה אחת עד ליום 7.12.2014 במחיר מימוש של 64  
2 ₪. בנוסף הודיעה החברה כי ביום 22.2.2012 היא מתכוונת לקיים מכרז מקדים  
3 למשקיעים מסווגים לשם קבלת התחייבויות מוקדמות בקשר לגיוס המתוכנן. כן  
4 צוין כי בכוונתו של דנקנר ובעלי עניין נוספים להשתתף בגיוס ההון בסכום של 50  
5 מיליון ₪ לפחות.

6  
7 ביום 22.2.2012 הופצה בקרב גופים פיננסיים הודעה לפיה מחיר המינימום ליחידה  
8 (קרי חבילת מניות הכוללת מניות ואופציות) במכרז הוא 240 ₪. החברה התייחסה  
9 למחיר האפקטיבי של מנית החברה וכן ציינה כי על המשקיעים המבקשים להגיש  
10 התחייבות מוקדמת, לעשות זאת עד השעה 16:00 באותו יום. תוצאות המכרז  
11 המקדים פורסמו בשעה 22:47 ביום זה. החברה הודיעה כי הוגשו התחייבויות  
12 מוקדמות בהיקף של 286 מיליון ש"ח לרכישת 1,192,303 יחידות. מחיר הרכישה  
13 של המכרז המקדים היה 240 ₪ ליחידה.

14  
15 ביום 23.2.2012 עברה ההנפקה לשלב הציבורי. החברה פרסמה באותו בוקר הצעת  
16 מדף לציבור מחיר מינימום ליחידה של 240 ₪ מאחר שזה היה מחיר הסגירה  
17 במכרז המקדים. בסוף היום פרסמה החברה את תוצאות ההנפקה – החברה גייסה  
18 321 מיליון ₪ כאשר מתוך הסכום הזה גויס מבעלי השליטה ובעלי עניין בחברה  
19 סכום של 62 מיליון ₪.

20  
21 כתשעה חודשים מאוחר יותר, ביום 27.11.2012, דיווחה אי די בי כי דנקנר נחקר  
22 בחשד לעבירות תרמית בניירות-ערך ועבירות נוספות בנוגע להנפקה הנ"ל.  
23 כתוצאה מהחקירה, הוגש נגד המשיבים כתב אישום, ובסופו של דבר הם הורשעו  
24 בדין וערעורם נדחה על-ידי בית-המשפט העליון.

25  
26 4. בקשת האישור מתייחסת להנפקה האמורה. כפי שיפורט להלן, לגישת המבקש,  
27 פעל שטרום בשליחותו של דנקנר לקניית מניות החברה בימי המסחר 21.2.2012  
28 עד 23.2.2012 (תקופה שתכונה להלן: **"תקופת ההרצה"**). פעולות המסחר שבוצעו  
29 בימים אלה יכוננו להלן: **"פעולות ההרצה"** או **"פעולות המסחר"**. כפי שתואר  
30 לעיל, המכרז המקדים של ההנפקה נערך ביום 22.2.2012, ולמחרת נערך השלב



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

הציבורי שלה. המבקש טען כי שטרום רכש בתקופת ההרצה מניות בהיקף של כ- 55 מיליון ₪ שהם כ-46% מסך המסחר בתקופה זו. בכך הוא סייע לדנקנר למנוע את המשך הירידות של המניה בבורסה, ואיפשר באופן זה את הצלחת ההנפקה.

### פסקי-הדין הפליליים

5. בקשת האישור מתבססת בעיקרה על ממצאים ומסקנות של פסקי דין פליליים חלוטים שניתנו נגד המשיבים. ההליך הפלילי נגד המשיבים התנהל במחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב (ת.פ. 14-06-60386 מיום 4.7.2016, השופט ח' כבוב), שהרשיע בהכרעת דינו את המשיבים בעבירות שיוחסו להם (הכרעת הדין תכונה להלן: **"הכרעת הדין בפסק-הדין המחוזי"**). גזר הדין ניתן בהמשך לכך ביום 5.12.2016 (הכרעת הדין וגזר הדין יכוננו להלן יחד: **"פסק-הדין המחוזי"**). ערעור על פסק-הדין המחוזי נדחה בפסק דינו של בית-המשפט העליון (למעט החמרה בעונשו של דנקנר) בע"פ 220/17 **דנקנר נ' מדינת ישראל** (29.8.2018) (פסק-הדין של בית-המשפט העליון יכונה להלן: **"פסק-הדין בערעור"**; שני פסקי-הדין יחד יכוננו להלן: **"פסקי-הדין הפליליים"**).

6. המבקש טען כי במסגרת ההכרעה בפסקי-הדין הפליליים, נקבעו על-ידי בתי המשפט ממצאים ומסקנות הנוגעים לרכיבים השונים של העוולות שהוא ביקש להוכיח בבקשת האישור, ממצאים ומסקנות שהוא זכאי להסתמך עליהם לצורך קבלתה של בקשת האישור.

כך, לטענתו, בהתאם לאישומים נגד דנקנר ושטרום, הם רקמו עסקה להשפעה על שער מנית אי די בי (שתכונה להלן: **"תכנית ההשפעה"**), באופן שהמחיר שייקבע למניה במכרז המקדים להנפקה יהיה גבוה ככל האפשר. זאת, כדי לשפר את סיכויי ההצלחה של ההנפקה. בכתב האישום נטען כי על-פי הסיכום בין דנקנר לבין שטרום, היה שטרום אמור לרכוש מניות בהיקפים גדולים שימנעו את ירידת השער ויגדילו את מחזורי המסחר.

המבקש הבהיר כי בפסקי-הדין הפליליים נקבע כי אכן, בימים לפני ההנפקה, בוצעו על-ידי שטרום באמצעות ISP פעולות רכישה מסיביות של מניות אי די בי



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

שכבר נסחרו בשוק. במקביל נמכרו מניות אלה בעסקאות מחוץ לבורסה למספר משקיעים שהופנו אל שטרום על-ידי דנקנר. בית-המשפט המחוזי התייחס למשקיעים פוטנציאליים שהוסטו מההנפקה לטובת רכישת מניות מחוץ לשוק, באופן שהכסף ששולם לא הגיע לקופת החברה. זאת כדי להבטיח נזילות של שטרום, על-מנת שהוא יוכל להמשיך לרכוש מניות בשוק ולתמוך בשער המניה כדי שהוא לא יירד.

המבקש טען כי בהכרעת הדין בפסק-הדין המחוזי נקבע כי פעילות ISP (שבתקופת ההנפקה הייתה כאמור כמחצית מפעילות המניה בשוק, והתאפיינה ברכישות בשערים גבוהים), השפיעה בפועל על שער המניה. היא גרמה לעליית שערי ניירות-הערך הנסחרים, באופן שהמשקיעים שהשתתפו בהנפקה רכשו את המניות שהונפקו בה בשער גבוה מזה שהיה נקבע אלמלא הפעולות הללו. פעילות הנאשמים – כך נקבע – היא פרי כוונה של ממש להשפיע על שער מניית אי די בי.

בפסק-הדין המחוזי הובהר כי המניע לתכנית ההשפעה נבע מכך שההנפקה הייתה קריטית לדנקנר. לדנקנר היה עניין כי ההנפקה תבוצע במחיר גבוה ככל האפשר, כדי שהשליטה שלו תדולל במידה קטנה ככל האפשר. כן נקבע בפסק-הדין המחוזי כי המפיצים והמשקיעים שרכשו מניות לא היו אדישים למחירן, וכי הם התכוונו למכור אותן תוך זמן קצר. בית-המשפט הוסיף כי פעילותו של שטרום בבניית פוזיצית המסחר (כלומר רכישת האחזקות באי די בי באמצעות ISP) הייתה חסרת היגיון כלכלי לגיטימי.

על יסוד העובדות שהוכחו, הרשיעו בתי המשפט בפסקי-הדין הפליליים את המשיבים בעבירות מכוח חוק ניירות-ערך – עבירת ההשפעה בדרכי תרמית בניירות-ערך (ס' 54(א)(2) לחוק ניירות-ערך, שתכונה להלן: **"עבירת ההשפעה בדרכי תרמית"**) ובעבירת ההנעה (ס' 54(א)(1) לחוק ניירות-ערך, להלן: **"עבירת ההנעה"**). דנקנר הורשע גם בעבירת דיווח של פרט מטעה בתשקיף ובהעדר דיווח מידי אודות תכנית ההשפעה.

עילות התביעה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

7. עילות התביעה נגד דנקנר כללו עילות של הכללת פרט מטעה והטעיה בניירות-ערך. בכלל זה טען המבקש כי דנקנר הפר את חובות הגילוי הקבועות בחוק ניירות-ערך ובתקנות ניירות-ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), תש"ל – 1970 (להלן: **"תקנות הדיווח"**) וס' 16, 36 ו-44א(1) לחוק. כתוצאה מכך קמה לו אחריות מכוח ס' 31(א), 38 ו-52א לחוק.

כן נטען לאחריותו של דנקנר מכוח עוולת התרמית לפי ס' 56 לפקודת הניקין; להפרת חובת אמונים שלו מכוח היותו יו"ר דירקטוריון החברה (ס' 254(א) לחוק החברות); להפרת חובותיו כבעל שליטה מכוח ס' 192 בחוק החברות; ולאחריות של דנקנר מכוח עוולת הרשלנות ועוולת הפרת חובה חקוקה (כאשר החובות החקוקות הן בס' 54(א)(1), 54(א)(2) לחוק ניירות-ערך, וכן ס' 36 ו-53(א)(2) לחוק ניירות ערך).

באשר למשיבים 2-3 (שיכנו להלן יחד: **"שטרום"**), טענות המבקש נגעו לאחריות מכוח עוולת התרמית ומכוח עוולת הרשלנות והעוולה של הפרת חובה חקוקה (כאשר החובות החקוקות הן בס' 54(א)(1) ו-54(א)(2) לחוק ניירות ערך).

### ההליכים בבקשה

8. בקשת האישור הוגשה מלכתחילה כבקשה לאישור תביעה אזרחית נגררת להרשעה בפלילים, ובהמשך היא תוקנה. בבקשת האישור המתוקנת הוגדרה הקבוצה בשמה הוגשה הבקשה כ"**כל מי שרכש ניירות-ערך של חברת אי די בי... החל מיום 21.2.2012 ועד ליום 27.11.2012, למעט מי שרכש ניירות-ערך כאמור החל מיום 26.2 ומכר אותן [כך במקור] לפני יום 27.11.2012**". נזקיה הנטענים של הקבוצה חולקו לשלוש תת-קבוצות: של מי שרכש מניות בהנפקה עצמה; של מי שרכש מניות ב"תקופת ההרצה"; ושל מי שרכש מניות בתקופה בין יום 21.2.2012 ועד שנודע לציבור על החשדות נגד דנקנר, ביום 27.11.2012.

המשיבים השיבו לבקשת האישור ואף הגישו הודעות צד ג' נגד ה"ה עדי ומאיה שלג וחברת סיטי ברוקר (שיכנו להלן יחד גם: **"הצדדים השלישיים"**). בהמשך, ויתרו המבקש והמשיבים על האפשרות לחקור את המצהירים אולם הצדדים



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

השלישיים עמדו על זכותם לחקור אותם. לאחר שגם הצדדים השלישיים ויתרו על זכותם לחקור, ניתנה ביום 4.1.2021 החלטה המורה לצדדים לסכם את טענותיהם בכתב. ההחלטה הנוכחית ניתנת לכן על סמך מכלול החומר שבתיק בית-המשפט – הבקשה והתגובות על נספחיהן, התצהירים וחוות-הדעת, פסקי-הדין הפליליים וסיכומי הצדדים.

### טענות המבקש בסיכומים

9. המבקש טען כי הוא הוכיח ברמה הנדרשת לשלב זה של הדיון את כל רכיבי התביעה ביחס לעילות השונות, ובכלל זה את רכיבי הקשר הסיבתי, הנזק וההסתמכות. לטענתו, שאלת הקשר הסיבתי אינה מתבררת בשלב אישורה של הבקשה כייצוגית, ודי בכך שהוא יוכיח כי נגרם לו נזק בר-פיצוי וכי ישנה אפשרות סבירה כי הוא יבסס בעתיד את הקשר הסיבתי בין ההפרה לנזק.

המבקש הדגיש כי בהכרעת הדין בפסק-הדין המחוזי ישנה התייחסות לסוגית הקשר הסיבתי, שכן המשיבים הורשעו בעבירה של השפעה בדרכי תרמית. זוהי עבירה תוצאתית שאחד מרכיביה הוא השפעה בפועל על השער. נושא זה אף נזכר מפורשות בהכרעת הדין. עוד נטען כי הקשר הסיבתי מוכח גם מחוות-דעת המומחה מטעמו של המבקש, פרופ' אשר בלס (להלן: "בלס" ו"חוו"ד בלס" בהתאמה), שהבהיר כי ירידת השער במניות לאחר הגילוי היא מובהקת באופן סטטיסטי.

בהתייחס לקיומו של נזק, טען המבקש כי נסיבות המקרה מצדיקות פסיקת השבה: מדובר בפרשה של תרמית חסרת תקדים ששינתה את פרופיל הסיכון שלקחו על עצמם חברי הקבוצה. ניפוח מחיר מניית החברה מכוח הרצת המניות יצר סוג סיכונים שהמשקיעים לא התכוונו לקחת על עצמם. המבקש ציין כי מדובר בהטעיה הנוגעת לבסיס ההשקעה, הטעיה שאילו היו חברי הקבוצה מודעים לה - הם היו נמנעים מההשקעה לחלוטין. עוד הפנה המבקש לחוו"ד בלס בה הונח תחשיב מפורט לגבי הנזקים נושא בקשת האישור.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1 המבקש טען כי מכוח דוקטרינת ה"תרמית על השוק", הוא אינו נדרש להוכיח  
2 הסתמכות בעילות תביעה שמקורן בחוק ניירות-ערך, ודי בכך שהוא יוכיח קיומם  
3 של קשר סיבתי ונזק. באשר לעילות שאינן מכוח חוק ניירות-ערך, הובהר כי  
4 המבקש לא היה רוכש את המניות אילו ידע כי מחירן הושפע מתוכנית המירמה של  
5 המשיבים, וכי הוא הסתמך על העדר מידע בנוגע לאופן בו ווסת המחיר וביחס  
6 להשפעה המלאכותית של המשיבים על מחיר המניה.  
7  
8 עוד נטען כי גם הרכיבים המבססים את עוולת התרמית נקבעו בפסק-הדין בערעור.  
9 בפסקי-הדין הפליליים נקבע כי המשיבים התכוונו להשפיע על שער נייר-הערך,  
10 והתכוונו להעביר מסרים כוזבים לסוחרים בו. הניסוח בפסק-הדין המחוזי הוא  
11 גורף ורחב, ולכן אם יבקשו המשיבים לטעון כי כוונתם להטעות הייתה מצומצמת  
12 לתקופה מסוימת או לקבוצה מסוימת – יוטל עליהם הנטל להוכיח זאת.  
13  
14 המבקש הוסיף כי הוא הוכיח גם את הרכיבים הנדרשים להוכחת עילות הרשלנות,  
15 הפרת חובה חקוקה, הפרת חובת האמונים והפרה של חובות בעל השליטה בחברה.  
16 כן הוכחו יסודות העוולה של הכללת פרט מטעה בדיווח והטעייה בנייר-ערך.  
17 בהקשר זה נטען כי בפסקי-הדין הפליליים הורשע דנקנר בין היתר בעבירות  
18 הדיווח. זאת מאחר שבדוח הצעת המדף שפרסמה החברה במסגרת ההנפקה, לא  
19 הופיע דיווח בדבר תכנית ההשפעה על שער המניה בתקופת ההנפקה. מידע זה הוא  
20 מידע מהותי שהייתה חובה לגלות אותו, ולכן קמה לדנקנר אחריות מכוח דיני  
21 ניירות-ערך.  
22  
23 המבקש הבהיר כי המידע לפיו מחיר המניה נקבע כתוצאה מהעבירות בהן הורשעו  
24 המשיבים הוא מידע מהותי, שלא ניתן לחשוב על מידע מהותי ממנו. עוד הוא טען  
25 כי אין ממש בטענת המשיבים לפיה המידע המטעה לא הופיע בתשקיף אלא  
26 בהצעת מדף. זאת שכן מידע ייחשב מטעה אם הוא הופיע בדיווחי החברה בצורה  
27 מסולפת, או אם מידע שהיה צריך לכלול אותו בדיווחים – לא נכלל בהם.  
28 האחריות המיוחסת לדנקנר נוגעת לדוחות שקדמו לדוח הצעת המדף, והיא נוגעת  
29 כאמור להעדר דיווח מיידי אודות תכנית ההשפעה.  
30





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

11. המבקש התייחס לטענה לפיה הוא עצמו נעדר עילת תביעה אישית, שכן הוא לא רכש את נייר הערך הספציפי שהונפק על-פי התשקיף שכלל פרט מטעה. לגישתו, הטענה אינה מתיישבת עם לשון החוק ועם מטרותיו. התיקונים לחוק – כך נטען – נועדו להרחיב את האחריות הנזיקית לפרט מטעה בתשקיף כך שהיא תחול גם על מסחר בשוק המשני. המבקש הוסיף וטען כי הוא רכש את מניותיו ביום 23.2.2012, ולכן הוא נמנה עם חברי הקבוצה. לגישתו, יש לדחות את עמדת המשיבים בהקשר זה לפיה הוא החזיק במניות ברצף ולכן יש לראותו כמי שרכש אותן במועד מוקדם יותר.

12. עוד התייחס המבקש לטענת ההתיישנות שהועלתה על-ידי דנקנר. הוא טען כי גם לאחר תקופת ההתיישנות בת השנתיים הקבועה בחוק ניירות-ערך אין מניעה לתבוע פיצוי, אלא שאז יצטרך התובע לעמוד בנטל הוכחה כבד יותר. המבקש הוסיף והבהיר כי עילת התביעה לא התיישנה מאחר שחלים החריגים הקבועים בחוק ההתיישנות התשי"ח – 1958 (להלן: "**חוק ההתיישנות**"). כך, דנקנר הסתיר את מעשיו ואף הורשע בעבירות שעניינן בין היתר הטעיה ואי-גילוי. דנקנר אף הסתיר את העובדות המהוות את עילת התביעה באופן שמנע את הגשת התביעות נגדו. בהליך הפלילי הוא כפר בעובדות ובמעשים שיוחסו לו, ומלוא פרטי הפרשה פורסמו רק כאשר פורסם פסק-הדין בערעור, ביום 29.8.2018.

למצער יש למנות את תקופת ההתיישנות לשיטתו של המבקש מיום 5.12.2016, מועד פרסום גזר-הדין בפסק-הדין המחוזי. קבלת עמדתו של דנקנר בהקשר זה תביא לכך שכאשר יוגש כתב אישום פלילי, יוגשו במקביל תביעות אזרחיות - רק כדי לא להחמיץ את המועד האחרון לעשות כן. כתוצאה מכך יתנהלו הליכים מקבילים באותו עניין ויינתנו הכרעות משפטיות שונות.

עוד נטען כי דנקנר מושתק מלהעלות את טענת ההתיישנות, מאחר שמדובר בטענה דיונית שהשימוש בה כפוף לעיקרון תום-הלב. בפסק-הדין בערעור נקבע כי הפרשה הרלוונטית היא אחת החמורות שהתגלו בשנים האחרונות, ושהמשיבים גרמו לפגיעה חמורה בערכים חברתיים מוגנים וביסודות שוק ההון. הפרת חובת הגילוי עשויה להביא להשתק מפני האפשרות להעלות את טענת ההתיישנות.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1

2 מעבר לכל אלה, ציין המבקש כי תקופת ההתיישנות המקוצרת אינה חלה ביחס  
3 לס' 52א בחוק ניירות-ערך, שתקופת ההתיישנות לגביו היא התקופה ה"רגילה".

4

5 בהתייחס לחוות-דעת המומחים, טען המבקש כי יש לדחות את טענת המשיבים 13.

6 לגבי השימוש שעשה המומחה מטעמו, פרופ' בלס, במתודולוגיה של "חקר אירוע"

7 ("event study"). לגישת המבקש, פרופ' בלס הבהיר את הדברים בחוות-דעתו

8 המשלימה. הוא הוסיף כי עמדת המשיבים מנוגדת לדעה שהוצגה בספרות, לפיה

9 גילוי עקיף של תוצאות ההטעיה נלמדת מתגובת השוק לנסיבות מסוימות, אף

10 כשטרם פורסם מידע בדבר הקשר בין אותן נסיבות לקיומה של הטעיה.

11

12 עוד הבהיר המבקש כי פרופ' בלס קבע כי הפעילות הפסולה של המשיבים יצרה

13 בפועל פער בין מחיר המניה לשווי הכלכלי שלה, כך שפעילותם הביאה לניפוח

14 מלאכותי של מחיר המניה. קביעה זו מבוססת על תשואת החסר במועדים

15 הרלוונטיים ועל בחינת קיומה של ירידה מובהקת במחיר מבחינה סטטיסטית.

16

17 המבקש טען כי יש לדחות גם את גישת המשיבים לפיה היה על המומחה מטעמו

18 להפריד בין פעולות המסחר של סיטי ברוקר לבין פעולות המסחר של המשיבים.

19 לגישתו, מדובר בשאלה משפטית הנוגעת לאחריות המשיבים לעסקאות שבהם

20 הייתה סיטי ברוקר מעורבת כרוכשת. מעבר לכך, מהודעות צד ג' והתשובות

21 שהוגשו להן עולה כי העסקאות המתואמות שסיטי ברוקר ביצעה, היו מתבצעות

22 בכל מקרה כחלק מהרצת המניות (אלא שהן היו מתבצעות מול צדדים שלישיים).

23 המשיבים חבים בכל מקרה באחריות שילוחית או כמעוולים במשותף יחד עם

24 סיטי ברוקר.

25

26 עוד נטען כי שטרם עצמו תבע את סיטי ברוקר בטענה כי היא עשתה עושר ולא

27 במשפט במסגרת העסקאות המתואמות במניית אי די בי. שטרם רואה את עצמו

28 כזכאי לזכויות הללו, והוא אינו יכול לכן לטעון כי הוא פטור מהאחריות הנובעת

29 מהן. המבקש הדגיש כי אין ממש בטענת המשיבים לפיה פסק-הדין המחוזי קבע

30 כי אין לייחס להם את פעולות המסחר שבוצעו כאשר סיטי ברוקר נמצאה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

בפוזיציה. על-כל-פנים, טענה זו אינה רלוונטית לענייננו, שכן ההפניה של המשיבים היא לטענה שהועלתה על-ידי המומחה מטעם הנאשמים בהליך הפלילי שהתייחס למטרת פעילותם.

14. המבקש התייחס לטענת המשיבים אודות "אירועים מזהמים" שהשפיעו על מחיר המניה בחלון הבדיקה אליו התייחס פרופ' בלס. טענות אלה הופרכו לשיטתו בחוות-הדעת המשלימה של פרופ' בלס, שהתייחס באופן ספציפי לטענות הנוגעות להשפעת עצם ההנפקה על המחיר; לחשיפת תוצאות ההנפקה; ולהודעה על מסקנות ועדת הריכוזיות. בהתייחס לחלון הבדיקה שנבחר על-ידי פרופ' בלס, הפנה המבקש גם לחוות-הדעת המשלימה, ולכך שפרופ' בלס ציין בה כי אילו הוא היה מאריך את תקופת ההשפעה, הנזק לחברי הקבוצה היה אף גבוה יותר. בכל מקרה הוא ציין כי התשואה העודפת הייתה שלילית ומובהקת מבחינה סטטיסטית.

בהתייחס לחישוב התשואה והתנודתיות החזויה שפרופ' בלס עשה בו שימוש, טען המבקש כי פרופ' בלס הבהיר שגם לו היה פועל בהתאם לשיטת מומחה המשיבים, הדבר לא היה מביא לשינוי מהותי באומדן הנזק לקבוצה, ואף לא משנה את המסקנה לפיה ישנה מובהקות סטטיסטית. פרופ' בלס אף הבהיר כי המומחה מטעם המשיבים התבסס בשוגג על נוסחאות חישוב לתמחור נכסים שאין להם מחיר שוק, וכי החישוב שהוא עצמו ערך - הוא שמרני ביותר. לכן, רק חלק קטן יותר מהירידה במחיר האופציות בשוק יוחס לתרמית (לעומת אופן חישוב הירידה במחיר המניות).

בהתייחס לטענה לפיה ירידת השער במועד בו נודע על חקירתו של דנקנר נבעה לא מהתרמית אלא מעצם קיומה של החקירה וההשלכה שלה על החברה, הבהיר המבקש כי אין נפקות לשאלה ממה נגרמה ירידת הערך, כל עוד הפעילות הפלילית היא שגרמה לחקירה והזיקה למשקיעים.

15. בשולי הדברים הבהיר המבקש כי הבקשה מעלה שאלות המשותפות לכלל חברי הקבוצה, ובכלל זה לשלוש תת-הקבוצות אליהן התייחס פרופ' בלס (לצורך חישוב



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

הנזק); כי התובענה הייצוגית היא הדרך היעילה וההוגנת להכריע במחלקות בין הצדדים; וכי המבקש מייצג את הקבוצה באופן הוגן ובתום-לב.

### טענות דנקנר בסיכומים

16. דנקנר טען כי יש לדחות את בקשת האישור נגדו - הן מאחר שהמבקש לא הוכיח קיומם של סיכויי הצלחה לעילת התביעה האישית שלו; והן מאחר שגם יתר תנאי האישור לא הוכחו על-ידי. לגישתו של דנקנר, הקבוצה שאותה מבקש המבקש לייצג היא קבוצה מצומצמת שחבריה מכירים זה את זה, ניתן לאתרם בנקל וסכום התביעה ביחס לכל אחד ואחד מהם הוא גבוה.

כך, תת-הקבוצה הראשונה והעיקרית אותה מבקש המבקש לייצג, כוללת רשימה מצומצמת של משקיעים מזוהים ומוכרים שלכל אחד מהם נגרם - כך לגישת המבקש - נזק גבוה. מסקנה זו מקבלת משנה תוקף לאור עשרות הודעות שהוגשו בשם של חברים בתת-הקבוצה הזו, שביקשו לפרוש מהליך התביעה הייצוגית. לגישתו של דנקנר, ישנם משקיעים נוספים שהיו מעוניינים לפרוש, והם אינם עושים כן רק לאור רצונם לשמור על פרטיותם. משכך, אין לאפשר למבקש לייצג אותם בכפייה.

תת-הקבוצה השנייה כוללת גם היא בין היתר משקיעים מזוהים, שחלקם (המחזיקים בעשרות רבות של אחוזים) הם חברי קבוצה שאינם מעוניינים בהליך והגישו הודעות פרישה. תת-הקבוצה השלישית, שהמבקש אינו נמנה גם עמה, היא תת-קבוצה ש"נתפרה" לצורך "ניפוח" התביעה. חלק ניכר מהחברים בתת-הקבוצה הזו הם בעלי עניין (ובכלל זה דנקנר עצמו שרכש מניות בעלות של עשרות מיליוני שקלים), וגם ממנה יש לגרוע את אותם בעלי מניות שמסרו הודעות פרישה.

לאור כל האמור, כך נטען, הדרך של תביעה ייצוגית אינה הדרך היעילה וההולמת להכרעה, בין היתר גם לאור השונות הגדולה הקיימת בין חברי הקבוצה. המבקש נמנה רק עם אחת מתת-הקבוצות אותן הוא מבקש לייצג, כאשר הגדרת הקבוצות בבקשה אף טומנת בחובה ניגוד עניינים בולט בין חבריהן השונים. דנקנר הוסיף כי



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

- 1 יש לבחון גם האם ניהול ההליך הוא הוגן כלפיו, וכי לאור מכלול הנסיבות  
2 הכרוכות בבקשה, יש להשיב על שאלה זו בשלילה.  
3
- 4 באשר לעילת התביעה טען דנקנר, כי ניתן להסתמך על הכרעת הדין בפסק-הדין 17.  
5 המחוזי רק ככל שמדובר בממצאים ומסקנות שהם הכרחיים לצורך ההכרעה. זאת  
6 בעוד שלשיטתו המבקש הסתמך שלא כדין גם על אמרות מגזר-הדין בפסק-הדין  
7 המחוזי ועל אמרות מפסק-הדין בערעור, שלא שימשו יסוד להרשעה.  
8
- 9 באשר לעוולת התרמית הוא הוסיף וטען כי ישנו הבדל בין היסודות הנדרשים  
10 לצורך הרשעה לפי חוק ניירות-ערך לבין ההליך האזרחי, שכן בהליך הפלילי די  
11 בהוכחה כי החובות הופרו, בעוד שבהליך האזרחי יש להוכיח גם כי ההפרה הזו  
12 גרמה לנזק. הוא הוסיף בהקשר זה כי עבירת ההשפעה בדרכי תרמית בניירות-ערך  
13 היא עבירת התנהגות, והיא אינה מחייבת הוכחה של יסוד הנזק – יסוד שהוא  
14 הכרחי להוכחת עוולת התרמית. כן היה על המבקש להוכיח כוונה להסתמכות על  
15 המצג המטעה ולהוכיח קשר סיבתי, ואף יסודות אלה לא הוכחו.  
16
- 17 דנקנר ציין עוד כי כדי להוכיח את יסודות עבירת ההשפעה בדרכי תרמית, די  
18 בהוכחת "השפעה קלה" על שער נייר-הערך. משכך, בפסקי-הדין הפליליים אין  
19 ממצא לגבי כימות, שיעור ועיתוי ההשפעה בפועל. למשיבים יוחס רק חלק  
20 מפעולות המסחר בתקופת ההרצה. משכך, כדי להוכיח את העילה האזרחית, היה  
21 על המבקש להוכיח כי בעת שהוא רכש את מניותיו, ביום 23.2.2012, מחירן הושפע  
22 בפועל מפעולות המסחר המיוחסות למשיבים, ואם כן - באיזה שיעור.  
23
- 24 18. דנקנר הוסיף וטען כי מאחר שהמבקש לא הוכיח נזק, קשר סיבתי והסתמכות, יש  
25 לדחות גם את עילות התביעה של רשלנות והפרת חובה חקוקה. בהקשר זה נטען כי  
26 מקורו של הנזק לו טען המבקש, בפער בין המחיר בו הוא רכש את מניותיו לבין  
27 השווי הכלכלי של המניה אלמלא פעולות המסחר המיוחסות למשיבים בתקופת  
28 ההרצה, קרי בין יום 21.2.2012 – 23.2.2012. אולם, המבקש עצמו ביצע מהלך  
29 פיננסי דמוי "שורט" – הוא מכר מניות ביום 20.2.2012 ורכש אותה כמות מניות  
30 במחיר נמוך יותר תוך ניצול ירידה בשער המניה על רקע ההנפקה. יש לראות לכן



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1 את המהלך הפיננסי שלו כרצף אחד, ואף להסיק כי המבקש נעדר עילת תביעה  
2 אישית. מסקנה זו יפה לכל חברי הקבוצה שמכרו מניות לפני ההנפקה ורכשו  
3 מניות בהנפקה, ובפרט אלה שמכרו ב"חסר" והתכסו לאחר מכן ברכישת מניות  
4 בהנפקה או בבורסה.

5

6 דנקנר הדגיש כי יש לדחות את עמדת המבקש לפיה שאלת הקשר הסיבתי תיבחן  
7 רק בשלב הבא של הדיון. הוא הבהיר כי על המבקש להוכיח את הקשר הסיבתי,  
8 וכי לצורך כך אין די בכך שחלה ירידה בשערי ניירות-הערך, שיכלה לנבוע מסיבות  
9 שונות ומגוונות. הוכחת הקשר הסיבתי מחייבת שימוש בכלים מקצועיים, ועל  
10 המבקש להוכיח בראיות הן את הקשר הסיבתי בין המעשים לבין התנודות בשער;  
11 והן את הנזק עצמו.

12

13 עוד הוסיף דנקנר כי ההפניה להכרעת הדין בפסק-הדין המחוזי בהקשר של הקשר  
14 הסיבתי אינה יכולה להועיל למבקש. זאת מאחר שהוא הפנה לציטוטים ביחס  
15 לתקופת ההרצה, ולא ביחס לקשר הסיבתי בין הנזק הנטען - שלגישת המבקש בא  
16 לידי ביטוי לאחר תקופה זו. הכרעת הדין לא התייחסה לנזק בתקופה שלאחר  
17 תקופת ההרצה, והמבקש לא הצביע על ממצא הקושר בין פעולות המסחר  
18 המיוחסות למשיבים לבין הנזק לו הוא טוען, קרי ירידות שער של המניה לאחר  
19 תקופת ההרצה.

20

21 כך, לטענת דנקנר, המבקש היה צריך להוכיח קיומו של קשר סיבתי בין פעולות  
22 המסחר המיוחסות למשיבים בימים 21.2.2012 – 23.2.2012 (היא תקופת ההרצה)  
23 לבין ירידות השער בימים 26.2.2012 – 27.2.2012, וכן לירידת השער בימים  
24 27.11.2012 – 28.11.2012. הוא הוסיף כי התזה של פרופ' בלס לפיה פעולות  
25 המסחר השפיעו על מחיר המניה, וכי עם הפסקתן יש לצפות לירידה מיידית בשער  
26 המניה, אינה נתמכת בכל מקור נורמטיבי או אמפירי: לא לגבי כימות ההשפעה  
27 והיקפה, ולא לגבי הירידה בשער המניה לאחר תקופת ההרצה.

28

29 עוד נטען כי חו"ד בלס מבוססת על מתודולוגיה של "חקר אירוע" המקובלת  
30 לבחינת ההשפעה של מידע חדש על מחיר נייר-הערך, ולא לבחינת השפעת פעולות



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

המסחר או הפסקתו. על-כל-פנים, לשיטת פרופ' בלס, המידע נחשף בחודש נובמבר  
2012, ולכן הוא לא יכול היה להשפיע על ירידת מחיר המניה בימים 26.2.2012 –  
27.2.2012.

דנקנר הוסיף כי גם רכיב הנזק לא הוכח בחו"ד בלס שהיא לגישתו שגויה  
ומופרכת מיסודה. לשיטתו נפלו בה כשלים מתודולוגיים רבים, ובכלל זה העובדה  
שהמומחה הסתמך על ייעוץ משפטי תוך הפניה למאמרם של הפרופסורים חנס  
וקלמנט (שרון חנס ואלון קלמנט, "חישוב הנזק בתובענה ייצוגית בגין הטעיה  
בניירות-ערך" **ספר אליהו מצא** 729 (2015) להלן: "**חנס וקלמנט**"). כך או כך –  
ההפניה למאמר היא שגויה, שכן המאמר מתייחס לחישוב נזק בגין הטעיה  
בניירות-ערך, ולא להשפעה בתרמית על שערם.

חו"ד בלס אף מבוססת על הנחות שונות שלא הוכחו, כמו ההנחה כי התערבות של  
פעילים בשוק ההון **עלולה** ליצור פער בין מחיר המניה לשוויה הכלכלי. אולם פרופ'  
בלס לא בחן את ההשפעה בפועל, ולא הוכיח האם הייתה עליה בשער המניה  
כתוצאה מפעולות המסחר. לכן המבקש אינו יכול לטעון לירידה בשער כתוצאה  
מהפסקתו של פעולות המסחר ולנזק כתוצאה מכך. עוד כשל פרופ' בלס, לפי  
הטענה, בכך שהוא לא הפריד את פעולות המסחר שסיטי ברוקר הייתה צד להן  
כאשר היא הייתה ב"פוזיציה" במניות החברה, כפי שעולה מהכרעת הדין.

21. פרופ' בלס ביסס את הטענה לנזק על ירידה אב-נורמלית בשער המניה ב"חלון  
הבדיקה" – בימים 26.2.2012 – 27.2.2012. מנגד, מחוות-דעתו של המומחה מטעם  
המשיבים, פרופ' רוני עופר (להלן: "**פרופ' עופר**" ו"חו"ד **עופר**" בהתאמה), עולה  
כי במועדים אלה לא התפרסם כל מידע חדש ביחס לפעולות המסחר. לכן,  
המתודולוגיה של פרופ' בלס אינה מלמדת דבר על הנזק.

כשל נטען נוסף בחו"ד בלס נוגע להתעלמותו מהתזמון הבעייתי של מדידת ביצועי  
מניית החברה מיד ובסמוך להנפקה לציבור, וההשפעות של אותה הנפקה על  
מגמות המסחר בבורסה במניות החברה ועל מחיריהן. דנקנר מתייחס בהקשר זה  
בין היתר להשפעה עקב היצעים שהיו מיד אחרי ההנפקה של חלק מהמשקיעים



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

- 1 שהזמינו מניות בהנפקה או רכשו מניות לפני ההנפקה. מחו"ד עופר עולה כי  
2 לגישתו, לאור הכשלים האמורים, לא ניתן להסתמך על המתודולוגיה של פרופ'  
3 בלס ולא על מסקנותיו.  
4  
5 עוד טען דנקנר כי יש לדחות את עמדתו של המבקש ביחס לזכותו להשבה, ואת  
6 הניסיון שלו להקיש מפסק-הדין בעניין קרטין (ע"א 3654/97 קרטין נ' עתרת  
7 ניירות-ערך (2000) בע"מ (27.6.1999, להלן: "עניין קרטין") בהקשר זה לענייננו.  
8  
9 באשר לעילות התביעה מכוח חוק ניירות-ערך – נטען כי ס' 31(ב) לחוק ניירות-ערך  
10 קובע תקופת התיישנות מקוצרת של שנתיים. לכן, עילת התביעה הזו התיישנה.  
11 אין לאפשר עקיפה של כוונת החוק באמצעות פנייה לסעיף ה"סל" – ס' 52יא  
12 לחוק. אותן הצדקות שעמדו ביסוד ס' 31(ב) לחוק, עומדות גם כאשר התביעה  
13 מבוססת על ס' 52יא בו. משכך, כל עילות התביעה לגבי פרט מטעה התיישנו לגבי  
14 המבקש כמו גם ביחס ליתר חברי הקבוצה אותם הוא מבקש לייצג.  
15  
16 דנקנר כפר גם בעמדת המבקש לפיה יש להאריך את תקופת ההתיישנות. לגישתו,  
17 כדי להתחיל את מרוץ ההתיישנות נדרש בהתאם להלכה הפסוקה "קצה חוט".  
18 במקרה דנן, נודעו למבקש כל העובדות המהותיות המגבשות את עילת התביעה  
19 כבר בחודש נובמבר 2012. תקופת ההתיישנות מתחילה לכל המאוחר במועד זה.  
20 יש לדחות בהקשר זה את טענת המבקש לפיה דנקנר מנוע מלהסתמך על טענת  
21 ההתיישנות מכוח עיקרון תום-הלב.  
22  
23 דנקנר הוסיף וטען כי ממילא עילת התביעה מכוח ס' 31(א)(1) לחוק ניירות-ערך  
24 עומדת רק למי שרכש ניירות-ערך במסגרת ההנפקה או למי שרכש בשוק המשני  
25 את אותן מניות שהונפקו על-פי אותו תשקיף בו התגלה הפרט המטעה. המבקש לא  
26 רכש את המניות שהוצעו על-פי דוח הצעת המדף אלא במסחר בבורסה, ולכן לא  
27 עומדת לו עילת תביעה אישית. כך גם לא עומדת עילת תביעה לכל יתר חברי  
28 הקבוצה שלא רכשו מניות שהוצעו על-פי התשקיף.  
29





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1 בהקשר זה נטען כי הממצאים בפסקי-הדין הפליליים אינם מספקים תשתית  
2 ראייתית לעילת התביעה של הפרת חובות הדיווח לפי חוק ניירות-ערך. הכרעת  
3 הדין בפסק-הדין המחוזי אינה מתייחסת למי שרכש מניות לאחר ההנפקה  
4 ולמהותיות המידע לגבי רוכשים אלה. המבקש לא יכול היה לכן להסתמך על  
5 פסקי-הדין הפליליים בהקשר זה, והיה עליו להוכיח את מהותיות המידע גם לגבי  
6 רוכשים אלה.

7

8 24. בהתייחס לטענות המבקש לגבי הפרת חובות אמונים והפרת חובות בעל השליטה,  
9 טען דנקנר כי טענות אלה אינן מגלות עילה כלפיו. לגישתו, חובת האמונים כמו גם  
10 חובת ההגינות של בעל השליטה מופנות כלפי החברה ולא כלפי בעלי מניותיה (הם  
11 התובעים בתביעה הייצוגית).

12

13 מעבר לכל האמור לעיל, הוסיף דנקנר וטען כי יש לדחות את הבקשה שכן המבקש  
14 לא הוכיח קיומן של שאלות משותפות של עובדה ומשפט; לא את תנאי הייצוג  
15 ההולם; ולא את התנאי של תום-הלב.

16

17

### טענות שטרום בסיכומים

18 25. המשיבים 2-3 (שיכנו להלן יחד: "שטרום") טענו אף הם כי דין הבקשה להידחות.  
19 לגישתם, פסק-הדין המחוזי לא דן בשאלה של היקף ההשפעה של המשיבים על שער  
20 המניה, בשאלה אם מאן דהוא רכש את המניה כתוצאה מפעילות המשיבים, או  
21 בשאלה האם נגרם למאן דהוא נזק כלשהו. כן נטען כי בקשת האישור מתייחסת  
22 לתקופת מסחר שונה מזו אליה מתייחסת הכרעת הדין בפסק-הדין המחוזי.

23

24 שטרום הוסיף וציין כי בקשת האישור תוקפת פעולות מסחר שנקבע מפורשות שאין  
25 לייחסן למשיבים; כי בקשת האישור מניחה באופן שגוי כי לפעולות המסחר של  
26 המשיבים הייתה השפעה על הסוחרים בשוק; וכי קיים קשר סיבתי בין פעולות  
27 המשיבים לבין מחיר המניה בחלון הזמן הרלוונטי שצוין בבקשת האישור. זאת  
28 למרות ש"מבחן האירוע" בו עשה שימוש פרופ' בלס, המומחה מטעם המבקש, אינה  
29 מתאימה למקרים כאלה. בקשת האישור אף מתעלמת מגורמים שונים ומאירועים  
30 משמעותיים שהיו עשויים להשפיע על מחיר המניה בתקופה הרלוונטית.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1

2 שטרום הוסיף וציין כי יש לבחון בזהירות את בקשת האישור לאור המשמעות  
3 הכספית העצומה שלה, ולוודא כי המבקש הרים את הנטל המוטל עליו. המבקש לא  
4 עשה כן, בין היתר מאחר שבהכרעת הדין נקבע כי כדי לבחון את השפעת פעילות  
5 המשיבים על מחיר המניה, יש לנקוט ב"מבחן הניטרול", והמבקש לא נקט בו.

6

7 26. המבקש לא הוכיח ולו לכאורה כי המשיבים השפיעו על מחיר המניה, כאשר הוא לא  
8 הוכיח כוונה להטעות לגבי כל אחת מתת-הקבוצות, והוא אף לא הוכיח לגבי כל  
9 אחד מחברי הקבוצה כי הוא הסתמך בפועל על המידע המטעה. כן לא הוכח שמחיר  
10 השוק של המניות אכן היה מטעה – היינו כי הוא הושפע במועד בו נרכשה המניה  
11 מפעולות המשיבים. בהכרעת הדין לא נבדקה ההשפעה בפועל על מחיר המניה,  
12 וחרף האמור המבקש לא הפעיל את מבחן הניטרול כדי לבדוק זאת.

13

14 שטרום הבהיר כי המבקש סמך את טענותיו על ס' 54(א) לחוק ניירות-ערך, המחייב  
15 השפעה על תנודות השער של ניירות-הערך. אולם, חרף האמור, בפסק-הדין המחוזי  
16 אין התייחסות לגודלן או משכן של תנודות אלה, ואין יסוד לסברה לפיה לאחר פרק  
17 זמן מסוים - תנודות אלה פסקו, או כי מי מחברי הקבוצה הסתמך עליהן.

18

19 27. עוד ציין שטרום כי טענת המבקש לפיה פעילות הצדדים השלישיים נבעה מפעילות  
20 המסחר של המשיבים, היא טענה העומדת בסתירה להכרעת הדין ולביקורת שמתח  
21 בית-המשפט על המומחה מטעם המדינה בהקשר זה. שטרום טען עוד כי לפי עדותו  
22 של מר שלג, המטרה העיקרית של פעולות המסחר שלו הייתה "לעשות לביתו", ואין  
23 חולק כי חלק מפעולות המסחר שלו בוצעו ללא ידיעתו ומעורבותו של שטרום. על-  
24 כל-פנים, לא ניתן לייחס למשיבים פעולות מסחר של צדדים שלישיים, וכך אף נקבע  
25 בהכרעת הדין.

26

27 אף לו היה המבקש מראה כי הוא רכש מניות במחיר העולה על ה"שווי האמיתי"  
28 שלהן, היה עליו להראות כי ההפרש בין מחיר הרכישה לבין שווי המניות נובע  
29 מפעולות המשיבים (ולא משלל סיבות אפשריות אחרות), ואת זאת הוא לא עשה.

30



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

הגדרת תת-הקבוצות בבקשת האישור עומדת אף היא בסתירה להכרעת הדין, שכן  
הקבוצות כוללות גם משקיעים שקנו ומכרו את מניותיהם במהלך המסחר, ולא  
הושפעו לכן מ"התפוגגות" ההשפעה הנטענת של המשיבים. הן כוללות גם את  
הצדדים השלישיים ואת המשיבים עצמם.

28. המבקש לא הוכיח כי נגרם למשקיעים נזק ולו במידה הנדרשת בשלב זה של הדיון, לאור השימוש שהוא עשה במבחן האירוע – מבחן שהוא פסול ומביא לתוצאה מעוותת בנסיבות המקרה דנן. אין גם הצדקה לבחירתו של פרופ' בלס לבחון את הנזק באמצעות תשואת המניות בחלונות הבדיקה שנבחרו על-ידיו. שטרום ציין כי בתקופת הבדיקה לא זרם מידע חדש לשוק אודות פעילות המסחר המיוחסת למשיבים, אולם זרם דווקא מידע "מזהם" אחר שיכול היה להסביר את השינוי במחיר המניה. שטרום הדגיש כי אין להתעלם מקיומם של גורמים נוספים שצפויים להשפיע על תנודות במחיר המניה ועל הקשר הסיבתי לנזק.

שטרום הוסיף כי עמדת המבקש אינה הגיונית, ועולה ממנה כי יש לייחס את התנודה במחיר המניה רק לפעולות המשיבים. לגישתו, בתום חלון האירוע בן היומיים שנבחר על-ידי המבקש, מחיר המניה דווקא עלה, חרף העובדה שלא זרם לשוק באותו יום מידע חדש. לכן, קבלת עמדת המבקש משמעה כי הוא יכול לבחור בכל מועד שירצה, וזאת אף בלא לבודד השפעות נוספות על מחיר המניה. הבקשה לא ביססה את הטענה לפיה פעילות המסחר של המשיבים היא שהביאה לרכישת המניה במחיר מוטה, או את הטענה לפיה המחיר המוטה גרם לנזק.

המומחה מטעם המבקש לא בדק את השאלה האם "מזימת התרמית" של המשיבים הצליחה. הוא אף אינו מגדיר מתי החלה תשואת החסר הנטענת, לאחר שהרכישות של המשיבים נפסקו. נושא זה הוא קריטי שכן הוא משליך על בירור קיומו ושיעורו של הנזק הנטען לסוחרים במועדים השונים.

הדברים הללו יפים לתת-הקבוצה שרכשה מניות בבורסה, והם יפים על אחת כמה וכמה ביחס לתת-הקבוצה שרכשה מניות במסגרת ההנפקה, תת-קבוצה הכוללת ברובה רוכשים מקצועיים שביצעו רכישות בסכומים משמעותיים, תוך שקילת



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

שיקולים השונים מאלה של רוכשים בבורסה ותוך הסתמכות על מידע אחר.

29. המשיבים התייחסו לטענת המבקש לגבי הנזק לתת-הקבוצה השלישית, שנגרם מהשינוי במחיר המניה ביום 27.11.2012, ואשר המבקש טען כי הוא נזק שנגרם מהפרת חובת הדיווח. אולם, שטרום ו-ISP אינם אורגנים בחברה ולא מוטלת עליהם לכן חובת דיווח לבעלי מניותיה. ודאי שלא ניתן לקבוע כי התנודה האמורה במחיר המניה נובעת מפעילות המסחר המיוחסת לשטרום – לאור עמדתו של המבקש עצמו לפיה תשואת החסר הייתה אמורה להתרחש בימים שלאחר הפסקת המסחר עם המשיבים (קרי עם "התפוגגות ההשפעה" בפברואר 2012 ולא עם התגלות המידע בנובמבר).

30. שטרום הוסיף והדגיש כי במועד הגילוי, בחודש נובמבר 2012, נכנס לשוק "מידע מזהם" נוסף ומשמעותי - מידע על חקירות פליליות נגד החברה ובעל השליטה ויו"ר הדירקטוריון שלה. עוד נטען כי ישנם פגמים ביישום המתודולוגיה של מבחן האירוע על-ידי המומחה מטעם המבקש (כמפורט בס' 46 לסיכומי שטרום).

שטרום הוסיף וציין כי פרופ' בלס ייחס למשיבים נזק בגין ירידת שער המניה ביחס למחירה הממוצע בעת נעילת ההנפקה. זאת למרות שהמחיר היה במגמה שלילית עוד לפני ההנפקה, ולמרות שהמבקש גם טען כי פעולות המשיבים דווקא העלו את המחיר. פרופ' בלס לא הריג מהקבוצה חברים שרכשו את מניותיהם ומכרו אותן עוד באותו יום או עובר לחלון הבדיקה (רוכשי "in and out"); והוא התעלם מרכישת מניות בהנפקה על-ידי סוחרים, שמכרו בה בעת את מניותיהם בבורסה לצורך ניצול המרווח במחיר – אף שזו פרקטיקה רווחת. הוא גם התעלם מסוחרים מהירים ומסוחרים "עושי שוק".

אין בסיס, כך נטען, לעמדת המבקש לפיה חברי הקבוצה זכאים להשבה כלפי שטרום. מדובר בזכות הקיימת במקרים חריגים של יחסי נאמנות חוזיים ושליחות – שאינם מתקיימים במקרה דנן. שטרום אף לא פעל בניגוד עניינים. המבקש טען לזכות להשבה רק ביחס למי שרכשו את המניות בהנפקה, הגם שמדובר בסוחרים מקצועיים ומנוסים.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1  
2 31. מעבר לכל אלה, שטרום טען אף הוא כי בקשת האישור אינה עומדת בתנאים  
3 לאישור תובענה ייצוגית: חומר הראיות מעלה כי אין סבירות שהשאלות  
4 המשותפות יוכרעו בהליך לזכות הקבוצה. המבקש גם אינו חבר בתת-הקבוצות  
5 אותן הוא מבקש לייצג, שביחס לכל אחת מהן מתעוררות שאלות שונות זו מזו  
6 באופיין, והשפעה ונזק שונים כתוצאה נטענת מפעולות המשיבים.

7  
8 המבקש מצוי בניגוד עניינים עם רוב חברי תת-הקבוצות אותן הוא מבקש לייצג,  
9 שכן לכל אחת מתת-הקבוצות ישנו אינטרס שונה ביחס למועד התגבשות הנזק. כך  
10 למשל, אם השפעת פעולות המשיבים על שער המניה "התפוגגה" לאחר יומיים, לא  
11 תעמוד לחברי תת-הקבוצה השלישית עילת תביעה; בעוד שאם השער תוקן רק  
12 בחודש נובמבר 2012 – לא נגרם נזק למי שמכר את מניותיו קודם לכן.

13  
14 כן נטען כי רוב חברי הקבוצה הנטענים, אינם ראויים להיכלל בה, מאחר שהמבקש  
15 עותר לתבוע גם בגין מניות שנרכשו על-ידי חברת סיטי ברוקר ונמכרו לאחר מכן ל-  
16 ISP. הוא כלל גם רוכשים מיומנים ומקצועיים, שכל אחד מהם רכש מניות  
17 בסכומים גבוהים. כן נכללו בעלי מניות שמכרו את מניותיהם בבורסה בסמוך לאחר  
18 ההנפקה ולא נגרם להם נזק. בין חברי הקבוצה כלולים כאמור גם המשיבים עצמם.  
19 שטרום הדגיש כי חלק מחברי הקבוצה אף הודיעו לבית-המשפט על פרישה ממנה.

20

### 21 סיכומי התשובה

22 32. המבקש הגיש סיכומי תשובה קצרים בהם הוא התייחס לחלק מהטענות שהעלו  
23 המשיבים בסיכומיהם. הוא טען כי הממצאים והמסקנות שאליהם הוא התייחס  
24 בבקשת האישור מבוססים בעיקרם על הכרעת הדין בפסק-הדין המחוזי, ועל-כל-  
25 פנים אין מניעה כי הוא יבסס את טענותיו גם על ממצאים ומסקנות שנקבעו בגזר-  
26 הדין לצורך התשתית הראשונית הנדרשת בהליך של אישור תביעה ייצוגית. המבקש  
27 הפנה גם למועד תחילת הפעילות התרמיתית כפי שהוא נקבע בפסק-הדין בערעור.

28

29 המבקש הדגיש כי בפסקי-הדין הפליליים נקבע כי דנקנר יזם את הפעילות  
30 העבריינית וכי הוא היה בעל האינטרס הכלכלי בהוצאתה לפועל. כן השיב המבקש



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1 לטענות ביחס להתאמת ההליך לתביעה ייצוגית, ובכלל זה לטענות אודות תת-  
2 הקבוצות, ניגודי עניינים ביניהן, גודל הקבוצה ומספרם של החברים בה. המבקש  
3 אף התייחס לטענות לגבי הודעות הפרישה שהוגשו מטעם חברים בקבוצה  
4 ולהשלכתן.  
5

### דיון

6  
7 33. לצורך הכרעה בבקשת האישור, נקדים ונבהיר את מהות הנטל המוטל על מבקש  
8 בבקשה לאישור תביעה ייצוגית. לאחר מכן, מאחר שבקשת האישור נסמכת ברובה  
9 על פסקי-הדין הפליליים, יובהרו העבירות בהן הורשעו המשיבים, וההשלכה של  
10 ההרשעה בהן על עילות התביעה אליהן התייחס המבקש בבקשתו.  
11

12 לאחר מכן ייבחנו רכיבי עילות התביעה הנטענות. בהקשר זה נבחן קודם כל את  
13 השאלה האם הוכיח המבקש כי נגרם לו וליתר חברי הקבוצה נזק, והאם הוא  
14 הוכיח ברמה הנדרשת בשלב זה הסתמכות של חברי הקבוצה וקשר סיבתי בין הנזק  
15 הנטען לבין פעולותיהם של המשיבים. זאת בין היתר לאור חו"ד בלס וטענות  
16 המשיבים כנגדה.  
17

18 34. בחינת הרכיבים הללו, המשותפים למרבית עילות התביעה עליהן מבוססת הבקשה,  
19 תיעשה בנפרד ביחס לתת-הקבוצות שבשמן ביקש המבקש להגיש את התביעה  
20 הייצוגית, תוך הבחנה בין החברים בתת-הקבוצות הראשונה והשנייה (בעלי המניות  
21 שרכשו אותן בהנפקה ובתקופה ההרצה); לבין החברים בתת-הקבוצה השלישית  
22 (בעלי מניות שרכשו מניות מיום 21.2.2012 ועד שנודע לציבור על החשדות נגד  
23 דנקנר ביום 27.11.2012).  
24

25 בהתייחס לשתי תת-הקבוצות הראשונות - אני סבורה, כפי שיפורט להלן, כי  
26 המבקש הוכיח ברמה הנדרשת לשלב זה כי המשיבים הביאו, באמצעות הרצת  
27 המניות על-ידיהם, להעלאה מלאכותית של שער ניירות-הערך בתקופת ההרצה  
28 ובהנפקה באופן שאינו משקף את השווי האמיתי שלהם. מעבר לכך, אני סבורה  
29 שאף הוכח, במידה הנדרשת לשלב זה של הדיון, כי לאחר שהרצת המניות פסקה,  
30 ירד מחיר ניירות-הערך בירידה מובהקת סטטיסטית. די באלה בשלב בקשת



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

האישור כדי שהמבקש יעמוד בנטל להוכיח שנגרם לחברי הקבוצות הללו נזק וכדי להוכיח את רכיב הקשר הסיבתי.

הטענות שהעלו המשיבים לגבי המידה בה "נופח" שער ניירות-הערך כתוצאה מההרצה; האם המשיבים היו אחראים לניפוח זה במלואו; מה היה השיעור המדויק בו ירד שער ניירות-הערך לאחר תום ההרצה (והאם ניתן לזקוף חלק מירידת המחיר לגורמים אחרים) – כל הטענות האלה, יידנו בפירוט בשלב הבא של הדיון.

35. בשלב הבא נפנה לבחון את יתר רכיבי עילת התביעה בעוולת התרמית. בהקשר זה ייבחנו הקביעות בפסקי-הדין הפליליים ותיבחן השאלה האם די בהן כדי לאפשר קביעה לפיה המבקש הרים את הנטל המוטל עליו בשלב זה של הדיון והוכיח את יתר רכיבי העילה. עוד נתייחס ליתר עילות התביעה שנטענו כנגד המשיבים ובכלל זה העילות מכוח חוק החברות והעילות מכוח חוק ניירות-ערך שלגביהן תיבחן גם שאלת התיישנותן.

כפי שיובהר, לטעמי המבקש עמד בנטל הנדרש כדי להוכיח את רכיבי עוולת התרמית ככל שמדובר בחברים בתת-הקבוצות הראשונה והשנייה. כמו כן, אני סבורה כי הוא עמד בנטל להוכיח את העוולה של הפרת חובה חקוקה – ככל שזו נוגעות לפעולות המשיבים בקשר עם עבירות התרמית. יחד עם זאת הוא לא עמד בנטל להוכיח את יסודות עוולת הרשלנות בהקשר זה.

באשר לעוולת ההטעה מכוח חוק ניירות-ערך, אף שהמבקש עמד בנטל להוכיח את רכיביה, יש לדחות את בקשתו מאחר שעילת התביעה בגין התיישנה. מטעמים דומים יש לדחות את הבקשה גם ביחס לעוולת הרשלנות והעוולה של הפרת חובה חקוקה ככל שהן מבוססות על עילות ההטעה מכוח חוק ניירות-ערך. כן יש לדחות גם את עילות התביעה מכוח חוק החברות ולדחות את התביעה של חברי תת-הקבוצה השלישית, שלגביה לא הוכיח המבקש נזק.

בשולי הדברים נתייחס גם לטענות הנוספות שהעלו המשיבים לגבי התאמת



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

התביעה להליך של תביעה ייצוגית (בין היתר לאור הודעות הפרישה של חלק מחברי הקבוצה), ולגבי התאמתו של המבקש לייצג את הקבוצה אותה הוא מבקש לייצג.

### הנטל המוטל על המבקש בבקשה לאישור תביעה ייצוגית

36. סעיף 8(1) לחוק תובענות ייצוגיות התשס"ו-2006 קובע כי בשלב בקשת האישור, מוטל על המבקש נטל להוכיח קיומה של "אפשרות סבירה" שהטענות שהועלו על-ידיו יתקבלו. הפסיקה הדגישה כי המבחנים לאישורה של תביעה ייצוגית הם מחמירים יותר מאלה שעל-פיהם נבחנת בקשה לסילוק על הסף של תביעה רגילה, כאשר תובע ייצוגי נדרש "להניח בפני בית-המשפט תשתית משפטית וראייתית התומכת לכאורה בתביעתו". הוא אינו יכול להסתפק בעובדות הנטענות בכתב התביעה אלא עליו להוכיחן באופן לכאורי (ר' למשל רע"א 3489/09 מגדל חברה לביטוח בע"מ נ' חברת צפוי מתכות עמק זבולון בע"מ (14.5.2014)). יחד עם זאת, הרף הראייתי בו צריך המבקש לעמוד בשלב זה של הדיון הוא נמוך מזה שבו יהיה עליו לעמוד אם בקשתו תאושר והתביעה תידון לגופה.

כפי שצינתי לא אחת בעבר, אני סבורה כי רף ההוכחה צריך להיות גבוה יותר כאשר מדובר במחלוקות משפטיות שלגביהן מוצגת לבית-המשפט התמונה במלואה כבר בדיון בבקשת האישור.

ככל שמדובר במחלוקות עובדתיות, הרי באותם מקרים בהם לא הוצגה בשלב הדיון בבקשת האישור בפני בית-המשפט היריעה העובדתית המלאה (עקב פערי המידע המובנים בין הצדדים וההטיה המובנית שהם יוצרים לטובת הנתבע), רף ההוכחה יהיה נמוך יחסית, וודאי שיהיה נמוך יותר מהרף של מאזן ההסתברויות בו נדרש תובע לעמוד בהליך אזרחי.

מנגד, במקרים בהם היריעה העובדתית במלואה (והמסמכים התומכים בה) נחשפים על-ידי הנתבע בפני המבקש ובית-המשפט באופן המאפשר התייחסות מעמיקה גם למחלוקות העובדתיות, רף ההוכחה יתקרב לרף של מאזן ההסתברויות (ר' אלון קלמנט ורות רונן "בחינת עילת התביעה וסיכוייה בשלב אישור התובענה הייצוגית" עיוני משפט מב 66 (2019)).





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1

2 בהתייחס לנושאים שבמומחיות יחול דין דומה – קרי ככל שמחלוקות בנושאים  
3 אלה לא התבררו עד תום, יוטל על המבקש רף הוכחה נמוך יחסית, כאשר את  
4 הבחינה המלאה יבצע בית-המשפט על-פי הצורך בשלב הבא של הדיון.

5

6 37. כפי שציינתי לעיל, המצהירים והמומחים במקרה דנן לא נחקרו בפני בית-המשפט  
7 בטרם ניתנה ההחלטה הנוכחית. ההחלטה מבוססת על חומר הראיות ה"גולמיי"  
8 קרי הכרעת הדין בפסק-הדין המחוזי ופסק-הדין בערעור, וחוות-דעת המומחים.  
9 בנסיבות אלה, בית-המשפט לא קיים בירור מקיף ביחס למכלול הנושאים השנויים  
10 במחלוקת – הן ככל שמדובר במחלוקות העובדתיות; והן ובעיקר ככל שמדובר  
11 במחלוקות המקצועיות בין המומחים מטעם הצדדים. עניין זה יובא בחשבון  
12 בהמשך ההחלטה בקביעת הרף בו צריך המבקש לעמוד ובבחינת השאלה האם  
13 המבקש הרים את הנטל שהוטל עליו.

14

15 בנוסף יש להבהיר כי בעילות הכוללות רכיב של נזק, המבקש נדרש בשלב זה כתנאי  
16 לאישור הבקשה להוכיח רק את עצם קיומו של נזק, כמו גם את קיומו של קשר  
17 סיבתי בין המעשה העוולתי לבין הנזק הנטען. יחד עם זאת, בית-המשפט אינו נדרש  
18 בשלב זה לבחון את גובהו של הנזק, ושאלה זו תתברר במסגרת הדיון בתביעה  
19 לגופה (ר' למשל את החלטתו של השופט ע' גרוסקופף בת"צ (מרכז) 14144-05-09  
20 הראל פיא נ' לנדמארק, בפס' 159 (27.12.2012) (להלן: "עניין לנדמארק במחוזי");  
21 רע"א 6897/14 רדיו קול ברמה בע"מ נ' קולך - פורום נשים דתיות, בפסקה 60  
22 (09.12.2015); ע"א 7842/16 אדם טבע ודין - אגודה ישראלית להגנת הסביבה נ'  
23 צדוק לוי פירסק ואח' בפסקה 28 (27.09.2017)).

24

### 25 העבירות בהן הורשעו המשיבים

26 38. כפי שצוין לעיל, בקשת האישור מסתמכת בין היתר על הרשעתם של המשיבים  
27 בפסקי-הדין הפליליים. זאת, בהתאם לסעיף 42א לפקודת הראיות [נוסח חדש],  
28 התשל"א-1971 הקובע בס"ק (א) כי "הממצאים והמסקנות של פסק-דין חלוט  
29 במשפט פלילי, המרשיע את הנאשם, יהיו קבילים במשפט אזרחי כראיה  
30 לכאורה לאמור בהם אם המורשע (...) הוא בעל דין במשפט האזרחי". כדי לבחון



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

האם בפסקי-הדין הפליליים נקבעו ממצאים ומסקנות המגבשים את רכיבי עילות התביעה עליהן מבוססת הבקשה דנן, יש לבחון את יסודות העבירות בהן הורשעו המשיבים.

39. העבירה הראשונה שנדונה בפסקי-הדין הפליליים היא **עבירת ההשפעה בדרכי תרמית** מכוח ס' 54(א)(2) לחוק ניירות-ערך. בית-המשפט המחוזי קבע כי מדובר בעבירה שנועדה להבטיח את אמון הציבור בשוק ניירות-הערך. לצורך כך יש להבטיח בין היתר כי מחירו של נייר-הערך בשוק ייקבע על-ידי כוחות ההיצע והביקוש, בלא השפעות בדרכי תרמית על שער המניה. בית-המשפט העליון הוסיף וקבע כי העבירה נועדה לשמור על תפקודו של שוק הון יעיל, מתוך מטרה שמחירי ניירות-הערך ישקפו היצע וביקוש הנגזרים מהמידע ההיסטורי והנוכחי (היינו יעילות שוק "חצי-חזקה").

האיסור מכוח עבירה זו נועד להגן על מנגנון התמחור של שוק ההון מפני פגיעה ישירה (השפעה על שער נייר-הערך עצמו ולא מפני השפעה על המשקיעים שישפיעו על שער הנייר כתוצאה מההחלטות שלהם). בנוסף, על-פי הפסיקה, זוהי עבירת תוצאה, שלצורך ההרשעה בה נדרשת השפעה בפועל על שער נייר-הערך (אך לא דווקא השפעה חריגה).

כן נדרשת המאשימה להוכיח כי ההשפעה הייתה "בדרכי תרמית", ויסוד זה פורש בפסיקה ככוונה להשפיע על השער. פעולה לגיטימית שבה האדם צפה את ההשפעה של פעולותיו על שער המניה אך לא הייתה לו כוונה לגרום לכך, איננה מהווה עבירה. יעילות שוק ההון אינה נפגעת כאשר מדובר ברכישה לגיטימית. עם זאת, די בכך שאחת המטרות היא השפעה תרמית כדי לאפשר הרשעה בעבירה.

40. בפסק-הדין בערעור הוסיף בית-המשפט העליון והבהיר כי כאשר מדובר בהנפקה של חברה שכבר נסחרת, יש לחברה המנפיקה עניין כי מחיר המניה במועד ההנפקה יהיה גבוה ככל האפשר. מחיר ההנפקה קשור באופן ישיר למחיר המניות שכבר נסחרות בשוק, וצריך לגלם הנחה מסוימת לעומת המחיר בשוק כדי ליצור תמריץ לרכוש מניות בהנפקה דווקא. בית-המשפט העליון עמד על כך כי כדי להעלות את



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1 מחיר ההנפקה, מבצעים גורמים הקשורים להנפקה פעולות מסחר בשוק במטרה  
2 להשפיע על שער המניה. פעולות המסחר יוצרות עיוות של הביקוש וההיצע בשוק,  
3 ובכך הן פוגעות פגיעה ישירה במנגנון התמחור. בתרמית כזו, העובדות המוסתרות  
4 הן עצם ההשפעה על השער בדרכי תרמית. אם לא מוכחת כוונה להשפיע על השער  
5 או תוצאה של השפעה בפועל - האדם יורשע בהנעה בלבד מכוח ס' 54(א)(1).

6

7 בית-המשפט המחוזי ובעקבותיו בית-המשפט העליון קבעו כאמור כי ביחס  
8 למרכיב ה"תוך-שוקי" של התרמית, יש להרשיע את המשיבים בעבירת ההשפעה  
9 בדרכי תרמית. בית-המשפט העליון קבע כי מדובר "בפגיעה במשקיעים שרכשו  
10 מניות אי די בי בבורסה במחיר מנופח שנגרם כתוצאה מפעולות המסחר  
11 המלאכותיות. בכך באה לידי ביטוי הגנת העבירה מפני פגיעה ישירה במנגנון  
12 התמחור" (עמ' 91). בית-המשפט עמד על כך שפעולות המסחר נועדו לשרת עסקה  
13 אחרת החיצונית למסחר עצמו - ההנפקה.

14

15 41. ביחס למרכיב ה"חוץ-שוקי" של התרמית הורשעו המשיבים **בעבירת ההנעה** מכוח  
16 ס' 54(א)(1) לחוק ניירות-ערך. עבירה זו עוסקת – כך קבע בית-המשפט המחוזי –  
17 במצג שווא שהוצג בכוונה להטעות משקיעים לבצע עסקה בניירות-ערך. גם עבירה  
18 זו נועדה להגן על יכולתו של משקיע לכלכל את צעדיו בצורה מושכלת ומודעת, על  
19 בסיס מידע מלא, נכון ומהימן (ס' 457 לפסק-הדין המחוזי). בית-המשפט העליון  
20 ציין כי תכליתה של העבירה היא מניעת פגיעה עקיפה במשקיעים שהשתתפו  
21 בהנפקה ורכשו את היחידות במחיר שנקבע כנגזרת ממחיר המניה בבורסה באותם  
22 ימים, כאשר מחיר זה נקבע באמצעות עיוות המידע הקיים בידי המשקיעים.

23

24 עבירת ההנעה היא עבירת התנהגות ולא עבירת תוצאה, כאשר ההתנהגות האסורה  
25 היא ניסיון להניע אדם לרכוש נייר-ערך, עם רכיב נסיבתי של מצג כוזב או מטעה,  
26 או העלמת עובדות מהותיות – שהיא החלופה הרלוונטית בעניינינו. ביחס לחלופה  
27 זו נקבע כי העובדות שהוסתרו צריכות לעמוד בדרישת המהותיות. מכאן שכדי  
28 להרשיע בעבירה, צריכה המאשימה להוכיח כי המצג שנוצר בעקבות ההעלמה הזו,  
29 במבחן של התמונה בכללותה, עשוי להטעות משקיע סביר.

30



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

בהתייחס למשיבים דנן נקבע כי הועלמה עובדת היותן של פעולות ההרצה -  
פעולות מלאכותיות שכל תכליתן השפעה על השער. כן נקבע שמאחר שפעולותיהם  
של המשיבים היו פעולות מסחר מלאכותיות שהיו חלק ניכר מנפח המסחר בימי  
ההנפקה, ומאחר שפעולות אלה היו עשויות להשפיע על משקיעים פוטנציאליים  
לרכוש את מניות החברה, הדבר עולה כדי מהותיות לצורך עבירה זו. עוד נקבע כי  
הביקושים של שטרום לפני ההנפקה היו מצג שווא כוזב העונה על דרישת  
המהותיות. בית-המשפט הבהיר כי "מאחר שישנו קשר הדוק בין המחיר בבורסה  
באותם ימים לבין המחיר שנקבע בהנפקה – התמיכה המלאכותית בשער המניה  
בבורסה, פגעה גם באופן עקיף במשקיעים אשר השתתפו בהנפקה. בפגיעה זו  
עוסקת עבירת ההנעה..."

42. כפי שצוין, דנקנר הורשע גם בעבירת הדיווח – זאת מאחר שהוא לא דיווח  
בתשקיף כי הוא היה שותף לתכנית ההשפעה על שער המניה בתקופת ההנפקה, וכן  
משום שלא דיווח על תכנית ההשפעה בדיווח מיידי. נקבע כי בכך התמלא היסוד  
העובדתי של עבירת הדיווח בדרך של מחדל באי פרסום פרט מהותי באופן שעלול  
להטעות משקיע סביר, וכן כי התמלא היסוד הנפשי של מודעות לטיב המעשה  
ומטרה להטעות משקיע סביר. גם החברות הורשעו בעבירה זו בהתבסס על תורת  
האורגנים.

### עילות התביעה העומדות לחברי הקבוצה

43. כזכור מבוססת בקשת האישור על מספר עילות תביעה שונות - עוולות מכוח חוק  
ניירות-ערך כמו גם עוולת התרמית, הפרת חובת אמונים, הפרת חובות החלות על  
בעל שליטה, עוולת הרשלנות והפרת חובה חקוקה. נפנה כעת לבחון האם המבקש  
הוכיח את הרכיבים השונים הנדרשים ביחס לכל אחת ואחת מהן.  
לצורך הוכחת עילות התביעה שהעלה המבקש בבקשתו, הוא נדרש להוכיח לא רק  
את רכיב ההפרה אלא גם את קיומם של נזק, קשר סיבתי וביחס לחלק מהעילות -  
גם הסתמכות. עיקר טענות המשיבים ביחס לעילות התביעה נגעו לרכיבים אלה.  
נתייחס אליהם במרוכז, ולאחר מכן נבחן את השאלה האם הוכיח המבקש את יתר  
רכיבי העילות השונות.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1

2

### רכיבי הנזק, הקשר הסיבתי וההסתמכות

3 44. כפי שהבהרתי לעיל, המבקש התייחס לנזקים שנגרמו לחברי הקבוצה תוך חלוקה

4 בין שלוש תת-קבוצות שונות – מי שרכשו את המניות בהנפקה; מי שרכשו את

5 המניות בבורסה בתקופת ההרצה; ונזק נטען נוסף למי שרכשו מניות החל מיום

6 21.2.2012 ולא מכרו אותן עד יום 27.11.2012. לכן, נתייחס לרכיבים האמורים

7 בנפרד ביחס לתת-הקבוצה הראשונה והשנייה וביחס לתת-הקבוצה השלישית.

8 בטרם נעשה כן, נתייחס לטענת המשיבים לגבי הקביעות בפסקי הדין-הפליליים

9 שלא היו הכרחיות לצורכי הרשעת המשיבים בעבירות שיוחסו להם.

10

### משמעותן של קביעות בפסקי הדין הפליליים שלא היו הכרחיות לצורך ההרשעה

12 45. כזכור, בקשת האישור מסתמכת במידה רבה על פסקי-הדין הפליליים שניתנו

13 בהליך הפלילי שהתנהל נגד המשיבים. המשיבים טענו בהקשר זה בין היתר כי

14 הרכיבים של נזק, קשר סיבתי, והסתמכות, אינם חלק מיסודות העבירות מכוח

15 חוק ניירות-ערך (עבירת ההשפעה בדרכי תרמית או עבירת ההנעה) ולכן בתי-

16 המשפט בהליכים הפליליים לא נזקקו להם. לטענתם, אף אם יש אמירות בפסקי-

17 הדין הפליליים בקשר ליסודות אלה, הן אינן קבילות משום שהן לא נדרשו

18 להרשעה ולכן לא ניתן להסתמך עליהן במסגרת בקשת האישור.

19

20 ראשית יצוין כי ספק אם המבקש נדרש להסתמך על אמרות בפסקי-הדין

21 הפליליים שלא ביססו את ההכרעה בהם כדי לעמוד בנטל שהוטל עליו. על-כל-

22 פנים, כאשר המדובר בשלב בקשת האישור, ניתן להסתמך על כל הקביעות של

23 בתי-המשפט בהליך הפלילי, גם בהנחה שחלקן לא היו הכרחיות לצורך הכרעת

24 הדין וההרשעה. בקשת האישור היא בקשת ביניים שהדיון בה איננו מסיים את

25 ההליך.

26

27 לכן, בדומה לבקשות ביניים אחרות, גם בבקשה מעין זו רשאי בית-המשפט לקבל

28 גם עדות מפי השמועה (ר' תקנה 178(א) לתקנות סדר הדין האזרחי, תשע"ט-2018;

29 כן ר' למשל: ע"א 252/68 יהלומי אגוד צפת בע"מ ואח' נ' בנק המזרחי בע"מ, פ"ד

30 כב(2) 701 (1968); החלטתו של השופט ח' ברנר בת"א (ת"א) 2435-06-11 תנובה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

מרכז שיתופי לשיווק תוצרת חקלאית בישראל בע"מ נ' חיים פרלוב (13.1.2012)).  
משכך, קביעות בפסקי-הדין הפליליים הן קבילות בשלב זה של הדיון, גם בהנחה  
שמדובר בקביעות שלא יוכלו לשמש כראיה בהליך העיקרי.

ככל שיהיה בכך צורך, יסווגו הקביעות שלא היו הכרחיות לצורכי ההרשעה  
ככאלה, ויהיה בכך כדי להשפיע על המשקל שיש לייחס להן במסגרת בחינת מכלול  
הראיות שהציג המבקש, לצורך ההכרעה האם הוא עמד בנטל המוטל עליו בשלב  
זה של הדיון.

תת-הקבוצות של בעלי המניות שרכשו את המניות בהנפקה ובתקופת ההרצה  
46. כאמור, בשלב זה של הדיון, די בכך שהמבקש יוכיח את טענותיו ברמת הוכחה  
לכאורית בלבד, שהיא נמוכה יותר מהרמה הנדרשת בהליך האזרחי עצמו. כפי  
שאבהיר להלן, אני סבורה כי המבקש עמד בנטל שהוטל עליו, והוכיח ביחס לחברי  
תת-הקבוצות שרכשו את מניותיהם בהנפקה או בבורסה בתקופת ההרצה את  
רכיבי הקשר הסיבתי, הנזק וההסתכמות במידה הנדרשת.

### רכיב הנזק –

47. כפי שהובהר לעיל, המבקש איננו נדרש להוכיח בשלב זה את שיעור הנזק שנגרם  
לו עצמו וליתר חברי הקבוצה, אלא די בכך שיוכיח ברמה הנדרשת נכון לשלב זה  
של הדיון את עצם קיומו של הנזק, היינו כי נזק אכן נגרם (ר' למשל רע"א 979/13  
לנדמארק גרופ בע"מ נ' הראל פיא קרנות נאמנות בע"מ 25.6.2015).

ישנם מספר דרכים אפשריות לבחינת שאלת קיומו של נזק וחישובו בהתייחס  
לעוולות הנוגעות להשפעה על מחירו של נייר-הערך. דרך אחת מתייחסת להפרש  
בין מחיר המניות במועד רכישתן לבין שוין הריאלי באותו מועד - גישת ה"אקס  
אנטה"; והאחרת – מתייחסת לירידת המחיר לאחר הפסקת ההטעיה (או במקרה  
דן – לאחר הפסקת ההרצה) – גישת ה"אקס פוסט".

חוות-הדעת של המומחים מטעם הצדדים, משקפות את שתי העמדות הללו. כך,  
העמדה העולה מחו"ד בלס (ויישום "מבחן האירוע") משקפת יישום של גישת



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

ה"אקס פוסט" – קרי הירידה במחיר נייר-הערך בתום ההרצה. מנגד, עמדתו של פרופ' עפר בחוות-דעתו (ויישום "מבחן הניטרול") משקפת את גישת ה"אקס אנטה" – אומדן של השפעת פעולות ההרצה על מחיר המניה במועד בו פעולות אלה התבצעו.

48. במאמרם של חנס וקלמנט הם מבהירים את ההבדל בין שתי השיטות (שבית- המשפט כינה אותם "שיטת חסרון הכיס" ו"שיטת חסרון הכיס המקורבת" בע"א 345/03 רייכרט נ' יורשי המנוח משה שמש ז"ל, פ"ד סב(2) 437 (2007) (להלן: "עניין רייכרט השני")). הם מסבירים כי השימוש בהן אינו מביא בהכרח לתוצאות זהות, משום שהן "בוחנות את הנזק שנגרם למשקיעים בנקודות זמן שונות: 'שיטת חסרון הכיס' קובעת את הנזק על-פי ערכו במועד שבו נעשתה הטעיה (נזק אקס אנטה) ואילו 'שיטת חסרון הכיס המקורבת' קובעת את הנזק על-פי ערכו במועד שבו התגלתה ההטעיה (נזק אקס פוסט)".

המחברים הסבירו במאמר גם מדוע יש להעדיף לגישתם את גישת ה"אקס פוסט" המניחה כאמור שהנזק התהווה במועד שבו התגלתה הטעיה ולא במועד הרכישה. זאת מאחר ש"חישוב הנזק בדרך זו חושף את המשקיע בנייר-הערך לתנודות מחירים שאירעו לאחר הרכישה וההטעיה ולפני גילוי ההטעיה. לעומת זאת, חישוב הנזק כאילו התהווה ביום רכישתו של נייר-הערך על רקע ההטעיה מחסן את המשקיע מתנודות אלה, ומונע ממנו הן הפסדים והן רווחים שנובעים מהן. תוצאה זו אינה ראויה, שכן המשקיע חפץ להעמיד את כספו בסיכון ובסיכוי האמורים" (בעמ' 642, ור' גם ענין לנדמארק במחוזי; ת.א. (ת"א) עוז נ' פרבר (השופטת ד' אבניאלי, 19.5.2013); (ת"א) מריו גילמן נ' דור כימיקלים, השופטת מ' אגמון-גונן, 12.5.2014; ופסק דיני בת.א. (ת"א) 45609-07-11 גיסין נ' הבורסה לניירות-ערך, 6.6.2014).

כפי שיובהר להלן, אני סבורה כי יש לקבל את בקשת האישור בהתאם לשתי הגישות הללו. לכן, אינני רואה צורך להתייחס בפירוט להבדלים ביניהן, ולקבוע בשלב זה איזו מבין שתי הגישות יש להעדיף במקרה דנן.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

### חישוב הנזק בהתאם ל"שיטת הניטרול"

49. המשיבים טענו כאמור כי פרופ' בלס השתמש בחוות-דעתו במבחן האירוע, וכי בהתאם לפסקי-הדין הפליליים, היה עליו לעשות שימוש ב"שיטת הניטרול". בהכרעת הדין נקבע כי בחינת ההשפעה של פעולות המסחר המלאכותיות על שינוי בשער נייר-הערך נעשית לרוב על-פי "מבחן הניטרול", הבוחן "מה הוא הפער שבין שער נייר הערך בפועל לבין שער נייר-הערך התיאורטי, או המוערך, לאחר 'ניטרול' פעולות המסחר המיוחדות לנאשם" (פס' 450 להכרעת הדין). לכן – כך טענו המשיבים, לצורך חישוב הנזק היה על פרופ' בלס לשחזר את כל פעולות המסחר תוך השמטת פקודות המסחר המיוחדות למשיבים.

ואולם, כפי שהובהר לעיל, בשלב זה של הדיון – המבקש איננו חייב להוכיח את שיעור הנזק אלא רק את העובדה שנזק אכן נגרם לחברי הקבוצה. כדי להוכיח קיומו של נזק בהתאם לשיטת המשיבים, במועד בו נרכשו המניות על-ידי חברי הקבוצה, די בכך שיוכח כי הן נרכשו במחיר העולה על המחיר הריאלי שלהן, כפי שהוא היה נקבע אלמלא פעולותיהם של המשיבים. ואכן בהכרעת הדין בפסק-הדין המחוזי (אליה הפנו המשיבים כמבססת את החובה לנקוט ב"מבחן הניטרול"), קבע בית-המשפט כי:

**"נתוני המסחר מצביעים על מחזורי מסחר חריגים בהיקפם שגם**

**בלא כוונת מכוון היו מובילים להשפעה על השער [כך במקור –**

**ר.ר.]. הזרמת ביקושים בסדרי גודל כאלו בוודאי השפיעו על השער**

**בו נסחרת המניה ועל כן מהווים ראיה ישירה לרכיב של ביצוע**

**פעילות המסחר באופן שהשפיע בפועל על שער המניה, אף**

**מהבחינה התוצאתית." (פס' 562 להכרעת הדין).**

גם בית-המשפט בפסק-הדין בערעור (פס' 27 לפסק דינו של השופט ד' מינץ) עמד על כך שככלל "עבירות התרמית מסבות נזק כלכלי למשקיעים שהשתתפו הלכה למעשה בפעילות המסחר בניירות-ערך אשר מחיריהם הושפעו כתוצאה מהפעילות המניפולטיבית" (ס' 27 בפסק-הדין). בהתאם לקביעה זו, גרמו פעולות המשיבים לפער בין מחיר המניה לבין שוויה הכלכלי הריאלי - וזהו הנזק שנגרם למשקיעים.





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1

2 למעשה, קיומו של נזק לציבור המשקיעים שכלפיהם בוצעה התרמית הוא אינהרנטי  
3 לקביעה כי יסודות העבירה התקיימו. עבירת ההשפעה בדרכי תרמית היא כאמור  
4 עבירת תוצאה, שאחד מיסודותיה הוא השפעה בפועל על השער – קרי ניפוח בפועל  
5 של המחיר כתוצאה מהתרמית.

6

7 50. המשיבים טענו בהקשר זה כי לצורך הרשעה בפלילים, די ב"השפעה קלה" על מחיר  
8 המניה, וכי לכן פסקי-הדין הפליליים לא קבעו ממצאים ביחס להיקף ההשפעה  
9 בפועל על שער נייר-הערך. הם הוסיפו כי במועד בו רכש המבקש את מניותיו, רק  
10 חלק מהרכישות נעשה על-ידי ISP. יתרה מכך – לטענתם של המשיבים, סביר  
11 להניח שהפער בין השווי האמתי של המניות לבין המחיר ששילמו חברי הקבוצה  
12 עבורן, נבע דווקא מפעולות מסחר שבוצעו על-ידי ה"ה עדי ומאיה שלג וחברת סיטי  
13 ברוקר בע"מ. לכן לגישתם, היה על פרופ' בלס לנטרל את ההשפעה הזו מחוות-  
14 דעתו. שטרום הוסיף כי המבקש יצטרך להוכיח כי ההפרש בין שווי המניה לבין  
15 המחיר ששולם עבורה נובע דווקא מפעולות המיוחסות למשיבים.

16

17 אינני סבורה כי יש בטענות אלה כדי לשנות את המסקנה אליה הגעתי לעיל. מדובר  
18 בטענות הנוגעות לשאלת גובהו של הנזק, שאלה שכפי שהובהר, אין צורך לדון בה  
19 בשלב זה של הדיון, והיא תיבחן בהתאם לצורך בשלב הבא שלו.

20

21 כאמור, מפסק-הדין בערעור עולה כי המשיבים אכן השפיעו בפועל על מחיר המניות  
22 וניפחו אותו. בית-המשפט קבע זאת כשהיה מודע לכמות הרכישות שבוצעו על-ידי  
23 המשיבים. גם אם המבקש לא הוכיח את השיעור המדויק של ההשפעה והניפוח  
24 כתוצאה מפעולות המשיבים על שער המניות שהוא רכש (קרי את השיעור המדויק  
25 של הנזק שנגרם לו), די ברכיבים שהוכחו על-ידיו כדי לאפשר את אישור התביעה.

26

27 51. באשר לטענות ביחס להשפעת פעולותיהם של הצדדים השלישיים, קבע בית-  
28 המשפט המחוזי בהכרעת הדין כי "מסקנה זו [לפיה נתוני המסחר של ISP היו  
29 חריגים וכי הם השפיעו בפועל על שער מניית אי די בי – ר.ר.] עומדת בעינה אף אם  
30 לא נתחשב בעסקאות המתואמות שביצע שלג בלא ידיעתו של שטרום, שהרי הוכח



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1 בפניי כי היקף ניכר בבניית הפוזיציה, כמו גם פעולות של ניקוי שכבות, בוצעו  
2 שעה שסיטי ברוקר כלל לא הייתה בפוזיציה" (פס' 584 להכרעת הדין במחוזי).  
3 היינו, בהכרעת הדין נקבע כי גם אם הייתה לצדדים השלישיים השפעה על כך  
4 שהמניות נמכרו במחיר מנופח העולה על שוויין הריאלי, אין בכך כדי לשנות  
5 מהמסקנה שפעולות המשיבים השפיעו גם הן על מחיר המניה. המשיבים יהיו אלה  
6 שיצטרכו בשלב הבא של הדיון להוכיח את ההשפעה היחסית שהייתה לפעילותם  
7 של ה"ה שלג על מחיר המניה.

8  
9 מכל האמור עולה שניתן לקבוע בהתבסס על פסקי-הדין הפליליים כי שער המניה  
10 נופח בפועל כתוצאה מהרצת המניות, וכי בהכרעת הדין נקבע כך בהסתמך על  
11 "מבחן הניטרול". ניתן אם כן לקבוע כי חברי הקבוצה שרכשו את המניות בתקופת  
12 ההרצה, שילמו עבורן מחיר העולה על השווי הריאלי שלהן. די בכך כדי לאפשר  
13 קביעה אודות עצם קיומו של נזק לפי שיטת החישוב המתייחסת למועד הרכישה,  
14 קביעה שדי בה לשלב זה של הדיון (וזאת אף בטרם נתייחס לחוו"ד בלס לגופה).

15  
16 **חישוב הנזק בהתאם לשיטת "מבחן האירוע" - חוו"ד בלס**

17 52. פרופ' בלס עשה כאמור שימוש במבחן האירוע, תוך ייחוס הנזק כתוצאה מההרצה  
18 לירידה בשער המניה לאחר שההרצה נפסקה. לגישתו של בלס, מאחר ש"מזימת  
19 התרמית" להשיא את מחיר ההנפקה הצליחה, ניתן לצפות לתשואת חסר במחיר  
20 המניה לאחר שהרכישות נפסקו היינו לאחר שהשפעת ההרצה התפוגגה.

21  
22 בלס קבע בחוות-דעתו כי בחלון האירוע אליו הוא התייחס, בימים 26.2.2012 -  
23 27.2.2012 (להלן: "התקופה לאחר ההרצה"), אכן חלה ירידה מובהקת מבחינה  
24 סטטיסטית במחיר המניה, ירידה אותה הוא מייחס להתפוגגות השפעת ההרצה.  
25 כך, הוא קבע שהתשואה השלילית העודפת של המניה ביחס למחיר הבורסה  
26 בתקופה לאחר ההרצה (26.2.12 – 27.2.12), עומדת על כ-12.4 אחוזים; שירידה זו  
27 היא מובהקת מבחינה סטטיסטית בהתאם למתודולוגיה של "מחקרי אירוע"; כי  
28 ירידה מובהקת כזו יכולה לשמש ראיה לקיומו של נזק (בהתאם לאמור לעיל); וכי  
29 הנזק לבעלי המניות שרכשו מניות בהנפקה נגזר מהירידה הזו (ר' פירוט בעמ' 9-11  
30 לחוות-דעת בלס).



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1

2 בלס התייחס גם לקבוצת המשקיעים שרכשו את מניותיהם בבורסה בתקופת  
3 ההרצה, וביסס את הנזק הנטען לגביהם על-פי היגיון דומה. בחישוב זה הסתמך  
4 בלס על המחיר בו נרכשו המניות בבורסה בתקופה זו, מחיר שהיה גבוה יותר ב-  
5 1.63 ₪ מאומדן המחיר ששילמו המשקיעים שרכשו מניות בהנפקה. הנזק חושב  
6 אם כן על בסיס הסכום של מחיר המניה למי שרכש מניה בהנפקה (4.44 ₪)  
7 בתוספת 1.63 ₪ למניה (ר' פירוט בעמ' 11-12 לחוות-דעת בלס).

8

9

### טענות המשיבים ביחס לחוו"ד בלס

10 54. המשיבים העלו מספר טענות כנגד חוו"ד בלס, בשלהן יש לשיטתם לדחות את  
11 מסקנותיה. ראשית נטען כי בלס הסתמך באופן שגוי על מאמרים של חנס וקלמנט  
12 שנזכר לעיל, שכן המאמר מתייחס לחישוב נזק בגין הטעיה בניירות-ערך ולא בגין  
13 השפעה בתרמית על שערם.

14

15 אינני מקבלת את הטענה. ראשית, המבקש העלה בבקשה גם טענות מכוח העילה  
16 של הכללת פרט מטעה והטעיה בניירות-ערך (ר' ס' 3.3(א) לבקשה המתוקנת  
17 לאישור תביעה ייצוגית). יתרה מכך, ההיגיון הנוגע לעילת הטעיה ולחישוב הנזק  
18 כתוצאה ממנה (כפי שהוא פורט במאמר הנ"ל), ניתן ליישום גם כאשר ניפוח השער  
19 של נייר-הערך לא נגרם כתוצאה מהטעיה אלא כתוצאה מהשפעה אסורה על  
20 השער. כמו במקרה של הטעיה במידע אודות החברה, גם בנסיבות של הרצת מניות  
21 - שער המניה אינו מייצג את מחיר השוק הריאלי של מניה הנובע מביקושים  
22 והיצעים אותנטיים. זאת מאחר שהשער אינו נקבע על-ידי הסוחרים בשוק באופן  
23 בו שער מניה אמור להיקבע, אלא הוא נקבע כתוצאה ממניפולציה – היינו פעולות  
24 ההרצה המעלות באופן מלאכותי את השער.

25

26 במילים אחרות – כמו כאשר נמסר על-ידי החברה מידע מטעה אודות החברה שיש  
27 בו כדי להעלות באופן מלאכותי את מחיר מניותיה, כך גם כאשר מוזרמים  
28 ביקושים תרמיתיים לשוק – מחיר המניה מנופח באופן מלאכותי שאינו משקף את  
29 שוויה האמתי. כאשר המידע האמתי מתגלה – כמו גם כאשר הביקושים שהם



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

- 1 תולדה של הרצת המניות נפסקים – הדעת נותנת כי המחיר יחדל להיות מנופח,  
2 ויחזור לשקף את השווי האמתי של החברה.  
3
- 4 55. בהכרעת הדין בפסק-הדין המחוזי, נקבע כאמור כי שער המניה הושפע בפועל  
5 מהרצת המניות ומחירו עלה כתוצאה מכך. משכך, די בכך שמחיר המניה ירד מיד  
6 לאחר תום ההשפעה של הרצת המניות כדי להוכיח (ולו לכאורה) שהשוק "תיקן"  
7 את עצמו עם תום ההרצה, וכי ההרצה גרמה נזק למי שרכש את המניה במהלך  
8 תקופת ההרצה (במסגרת ההנפקה או במסחר בבורסה). זאת בדומה לירידת מחיר  
9 מניה בסמוך לאחר גילוי אודות הטעיה בדיווחי החברה – שניתן להניח, בהעדר  
10 הסבר אחר, כי היא תולדה של ה"תיקון" שעורך השוק למחיר המניה באופן  
11 שישקף את שווי הריאלי עם גילוי ההטעיה וחשיפת העובדות כהווייתן. מכאן  
12 שהנזק שבא לידי ביטוי בירידת מחיר המניה לאחר תום ההשפעה של הרצת  
13 המניות, דומה לנזק שבא לידי ביטוי עם חשיפת ההטעיה כאשר מדובר בעילה של  
14 הטעיה בדיווח בניירות-ערך (כפי שמציעים חנסי וקלמנט במאמרם).  
15
- 16 56. טענה נוספת של המשיבים כנגד מסקנות חו"ד בלס היא כי חוות-הדעת מבוססת  
17 על הנחות שלא הוכחו, כגון ההנחה לפיה התערבות מניפולטיבית של פעילים בשוק  
18 המניות עלולה ליצור פער בין מחיר המניה לשווייה הכלכלי. המשיבים טענו כי  
19 פרופ' בלס לא ביצע בדיקה אמפירית של השפעה כזו; וכי מבלי להוכיח את שיעור  
20 העלייה בשער המניה כתוצאה מפעולות המסחר המיוחסות למשיבים, לא ניתן  
21 לטעון לירידה בשער כתוצאה מהפסקת הפעולות ולנזק.  
22
- 23 המבקש התייחס לטענה זו בתגובתו לתשובת המשיבים (בס' 33.3 (ב) (בה), וטענותיו  
24 בהקשר זה מקובלות עלי. דבריו של פרופ' בלס בחוות-דעתו נוגעים לעמדת הספרות  
25 הכללית לגבי ההשפעה של התערבות מניפולטיבית של פעילים בשוק ההון, שעלולה  
26 להביא לפער בין מחיר המניה לבין שווייה הכלכלי. אולם פרופ' בלס התייחס גם  
27 למקרה דנן באופן קונקרטי וקבע כי השפעה כזו אכן קרתה. יתרה מכך, המסקנה  
28 אודות העלייה במחיר המניה מעבר לשווייה הכלכלי כתוצאה מההרצה נובעת  
29 כאמור גם מהקביעות בפסקי-הדין הפליליים. כפי שהובהר, השאלה מה היה  
30 השיעור המדויק של העלייה הזו, איננה חייבת להיות מוכרעת בשלב זה של הדיון.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1

2 המשיבים התייחסו ל"מבחן האירוע" וטענו כי לא היה מקום לעשות בו שימוש 57.  
3 שכן הוא נועד למקרים בהם הוסתר מידע מהשוק, והוא התגלה לשוק בהמשך.  
4 מנגד, כך הם טענו, לא היה במקרה דנן גילוי ברור ומוגדר בזמן של האירוע שהוביל  
5 לתנודה הנטענת במחיר המניה, ובפרט לא היה גילוי כזה ב"חלון הבדיקה" בו בחר  
6 בלס.

7

8 אלא שבעולה מהאמור לעיל, בנסיבות של הרצת מניות ותרמית על השער, המועד  
9 בו נפסקה הרצת המניות וההשפעה ה"מנפחת" שלה התפוגגה, היא המקבילה של  
10 מועד הגילוי. לכן, במקרה דנן, בדק פרופ' בלס את הנפילה במחיר המניה בימים  
11 26.2.2012 - 27.2.2012, הם ימי המסחר הראשונים לאחר תקופת ההרצה. העובדה  
12 שלא התפרסם ב"חלון הבדיקה" הזה מידע חדש אודות ההרצה, אינה משנה  
13 מהמסקנה האמורה. זאת מאחר שכפי שהובהר, העלייה במחיר המניה הייתה  
14 תוצאה של הרצת המניות, קרי פעולות מסחר מלאכותיות, ולא תוצאה של מידע  
15 שגוי שפורסם לציבור. לכן, באופן דומה, השינוי במחיר המניה אינו נובע ממידע  
16 חדש שהתפרסם, אלא מהפסקת הפעילות שנועדה להעלות את מחיר המניות  
17 והתפוגגות ההשפעה של ההרצה כתוצאה מכך. כן מקובלת עלי עמדתו של בלס  
18 בהקשר זה, לפיה ניתן להתייחס להפסקת הרכישות התרמיתיות כמידע שהגיע  
19 לשוק וגייבש את הנזק (ר' עמ' 7 לחוות-דעתו המשלימה של בלס).

20

21 מעבר לכך, נטען כי פרופ' בלס לא הביא בחשבון שהירידה במחירי המניה הייתה 58.  
22 עשויה לנבוע מגורמים אחרים בחלון הזמנים בו הוא בחר (בימים 26.2.2012 –  
23 27.2.2012), גורמים שאינם קשורים למשיבים. בכלל זה נטען כי בלס לא לקח  
24 בחשבון את ההשפעה של ההנפקה עצמה על המגמות בבורסה; כמו גם את פעולות  
25 המסחר של צדדים שלישיים; רוכשים בהנפקה שמכרו את מניותיהם וסוחר  
26 ארביטראז' שנפטרו מהן. עוד צוין בהקשר זה המידע שהתפרסם ביום 22.2.2012  
27 בדבר מסקנותיה הסופיות של ועדת הריכוזיות (מידע שבהתאם לעיתונות  
28 הכלכלית היה עלול לפגוע בקבוצת דנקנר). לטענת המשיבים, מידע זה שזרם לשוק  
29 במועדים הרלוונטיים הוא מידע "מזהם" ושיכול היה להסביר את השינוי במחיר



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

המניה. יתרה מכך, בתום חלון הזמנים אליו התייחס פרופ' בלס, מחיר המניה  
עלה, אף שלא זרם לשוק מידע נוסף באותה עת.

אני סבורה כי גם בטענות אלה – הנוגעות לשיעור הנזק – אין כדי לשנות את  
המסקנה שלעיל. כאמור, מפסקי-הדין הפליליים עולה כי המשיבים פעלו כדי לנפח  
את שער המניה בפעולות ההרצה וכי מחיר המניה אכן האמיר באופן שלא שיקף את  
מחירה הריאלי. כמו-כן, מחו"ד בלס עולה כי חלה ירידה בשער המניה בסמוך  
להפסקת ההרצה של המשיבים. די באלה כדי להעביר אל המשיבים את הנטל – ולו  
המשני - להוכיח כי חלק מהמחיר ה"מנופח" של המניה לא היה קשור לפעולותיהם  
של המשיבים; או כי הירידה במחיר אליה התייחס בלס נגרמה מגורמים אחרים  
ולא מכך שהמשיבים חדלו מפעולות ההרצה.

סיכומה של נקודה זו – המבקש עמד בנטל שהוטל עליו והוכיח כי לו ולחברי  
הקבוצה נגרם נזק בשיעור כלשהו כתוצאה מהרצת המניות בשלה הורשעו  
המשיבים בהליך הפלילי.

### רכיב הקשר הסיבתי –

59. דנקנר הורשע כאמור בין היתר בעבירה של השפעה בדרכי תרמית. כפי שהבהרתי  
לעיל, היסוד העובדתי של עבירה זו מורכב משני רכיבים: כוונה להשפיע באופן  
מלאכותי על שער המניה והשפעה על השער בפועל. מדובר אם כן בעבירת תוצאה  
(התוצאה של השפעה בפועל על המחיר). כך עולה מפסק-הדין בערעור בו הובהר כי  
בהתאם לפסיקה "עבירת ההשפעה הינה עבירת תוצאה, שהיינו שנדרשת  
השפעה בפועל על השער" (ר' ס' 11 לפסק-הדין בערעור וההפניה שם לע"פ  
8573/96 מרקדו נ' מדינת ישראל (1997)).

60. ואכן, בית-המשפט המחוזי הבהיר בהכרעת הדין באופן מפורש כי לצורך הרשעה  
בעבירה זו, מוטל על המאשימה להוכיח קיומו של קשר סיבתי בין פעולת הנאשם  
לבין שינוי שער נייר-הערך (ס' 450 לפסק-הדין המחוזי).



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1 בית-המשפט המחוזי מצא כי מחזורי המסחר החריגים והזרמת הביקושים  
2 מהווים "ראיה ישירה לרכיב של ביצוע פעילות המסחר באופן שהשפיע בפועל על  
3 שער המניה, אף מהבחינה התוצאתית" (ר' ס' 562, ההדגשה היא שלי, ר.ר.). בית-  
4 המשפט אף הבהיר כי ההשפעה בפועל היא כזו שהעלתה את מחיר המניה. כך  
5 נקבע כי רכישה של כמות מניות אדירה בחברה שמחזורי המסחר הרגילים בה  
6 נמוכים משמעותית "תשפיע על שער המניה הנסחרת ואף תעלה את מחיר  
7 הרכישה בעת בניית הפוזיציה. מסקנה זו הינה תוצר ישיר של חוקי הכלכלה  
8 הבסיסיים ביותר של היצע וביקוש הידועים לכל העוסקים בתחום..." (ר' ס'  
9 584).

10  
11 61. גם בית-המשפט העליון התייחס בפסק-דינו לקשר הסיבתי בין פעולות המשיבים  
12 לבין הנזק שנגרם למשקיעים. באשר למשקיעים שרכשו את המניות במסחר  
13 בבורסה, נקבע כי עבירת ההשפעה בתרמית על שערי ניירות-הערך עוסקת במרכיב  
14 התוך-שוקי של התרמית, וכי תרמית זו אכן פגעה "במשקיעים אשר רכשו מניות  
15 אי די בי בבורסה במחיר מנופח שנגרם כתוצאה מפעילות המסחר המלאכותיות"  
16 (ס' 80 לפסק דינו של השופט נ' הנדל). הרצת המניות פגעה אם כן גם בבעלי מניות  
17 שרכשו את מניותיהם בבורסה. משכך, אין לקבל את טענתו של דנקנר לפיה  
18 למבקש לא נגרם נזק משום שרכש מניות בבורסה ולא בהנפקה.

19  
20 פסק-הדין בערעור התייחס גם לבעלי המניות שרכשו מניות בהנפקה, ונקבע בו כי  
21 בעלי מניות אלה נפגעו פגיעה עקיפה הנובעת מהמרכיב החוץ-שוקי. בעלי מניות  
22 אלה, כך נקבע, "רכשו את היחידות על-פי מחיר שנקבע לנוכח המחיר בבורסה  
23 באותם ימים". בית-המשפט הבהיר כי מחיר ההנפקה קשור באופן ישיר למחיר  
24 המניות שכבר נסחרות בשוק (ר' סעי' 13 לפסק-הדין של השופט הנדל). לכן, קיומו  
25 של קשר סיבתי בין הרצת המניות התרמית לבין שינוי במחיר המניה הנסחרת  
26 בבורסה (ובכך – לנזק שנגרם למי שרכש את מניותיו בתקופה ההרצה בבורסה),  
27 מעיד גם על קשר סיבתי בין התרמית לבין השינוי במחיר ההנפקה (ולכן לנזק  
28 שנגרם למי שרכש את מניותיו בהנפקה).



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

התייחסות נוספת לקשר הסיבתי בין פעולות המשיבים לנזקים שנגרמו למשקיעים  
ניתן למצוא בפסק דינו של השופט מינץ בערעור, שם נקבע בס' 38 כי "אין להתעלם  
מכך שבמסגרת ההנפקה הוצעו ניירות-ערך לכלל הציבור, מניות שמחיריהן  
הושפעו כתוצאה ממעשי התרמית [...] דומה שהמערערים מתעלמים בטיעוניהם  
מהנזק שהסבו במעשיהם למשקיעים פרטיים שרכשו את מניות אי. די. בי.  
במהלך שלושת ימי המסחר".

62. לגישת המשיבים, אין די בפסקי-הדין הפליליים כדי להצדיק את המסקנה אותה  
מבקש המבקש להסיק ביחס לירידת השערים לאחר תום ההרצה. לגישתם, אף לו  
היה המבקש מוכיח השפעה על מחיר המניה בתקופת ההרצה, אין בפסקי-הדין  
הפליליים ממצא לגבי קיומו של קשר סיבתי לירידות בשער המניה לאחר שתקופה  
זו הסתיימה, ואין בסיס נורמטיבי לתזה של פרופ' בלס לפיה "יש לצפות" לירידת  
שער המניה לאור ההשפעה של ההרצה על המחיר. עוד נטען כי פרופ' בלס עצמו  
גרס ש"יום הגילוי" של התרמית היה ביום 27.11.2012 ולא קודם לכן.  
אני סבורה כי דינן של טענות אלה להידחות ביחס לאותם חברי קבוצה שרכשו את  
מניותיהם בהנפקה או בבורסה בתקופת ההרצה. ראשית, אם תתקבל חו"ד עופר  
ביחס לשיטת הבחינה של הנזק (היינו אם הנזק ייבחן "אקס-אנטה"), הרי שקיומו  
של הקשר הסיבתי בין פעולות המשיבים לבין ניפוח מחיר המניה במועד הרכישה,  
נקבע בפסקי הדין הפליליים.

63. באשר לחו"ד בלס – בחוות דעתו הובהר כי בתקופה לאחר ההרצה, בימים  
26.2.2012 – 27.2.2012 כשפעולות ההרצה פסקו, שער המניה ירד בשיעור של כ-  
13.9%. בלס הדגיש כאמור כי מדובר בירידה משמעותית בעלת מובהקות  
סטטיסטית. חלון הבדיקה שאליו התייחס פרופ' בלס נוגע לתקופה שחלה מיד  
לאחר תום ההרצה, כאשר הוכח שפעולותיו של דנקנר בתקופת ההרצה העלו את  
שער המניה באופן מלאכותי (כפי שעולה מפסקי-הדין הפליליים). לטעמי, די בכך  
שהשער ירד בצורה בעלת מובהקות סטטיסטית מיד לאחר מכן, כדי להצדיק את  
המסקנה לפיה המבקש הוכיח ולו לכאורה את קיומו של קשר סיבתי בין ההרצה  
לבין ירידת השער.





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1

2 בניגוד לטענת דנקנר, אני סבורה כי יש בסיס נורמטיבי לטענת פרופ' בלס אודות  
3 הציפייה לירידת שער המניה בתום תקופת ההרצה: כך, מאחר שנקבע בפסק-הדין  
4 המחוזי כי ההרצה נועדה להעלאה מלאכותית של שער המניה וכי בפועל כך אכן  
5 קרה, המסקנה לפיה הפסקת ההרצה והתפוגגות השפעתה תביא לתוצאה הפוכה  
6 של ירידת המחיר, היא מסקנה מתבקשת וסבירה.

7

8 על-כל-פנים, אילו ביקשו המשיבים לטעון כי אלה אינם פני הדברים – היה עליהם  
9 להוכיח זאת, ולהבהיר מהי הסיבה לכך ששער המניה ירד בצורה מובהקת מיד  
10 לאחר תום ההרצה (שהביאה כאמור לעלייה מלאכותית בשער המניה), שאינה  
11 קשורה להרצה. המשיבים לא עשו כן, ולא הוכיחו כי הירידה בשער המניה  
12 בתקופה זו נבעה כל כולה מטעמים אחרים.

13

14 לאור האמור לעיל אני סבורה כי המבקש ביסס כנדרש לשלב זה את דרישת הקשר  
15 הסיבתי ביחס לשתי תת-הקבוצות של בעלי מניות שרכשו מניות בהנפקה או  
16 בבורסה בתקופת ההרצה.

17

18 **רכיב ההסתמכות –**

19 64. בית-המשפט העליון התייחס בפסק-דינו לנושא ההסתמכות וקבע כי "משקיעים

20 אלה [שהשתתפו במסחר בניירות-הערך שמחיריהם הושפעו מהפעילות האסורה

21 של המשיבים, ר.ר.] קיבלו החלטות השקעה על-סמך מידע כוזב ומצג מעוות

22 באשר למדדים פיננסיים וכלכליים של החברה מושא ההשקעה, בעוד שסברו כי

23 מדובר במידע מהימן" (ס' 27 בפסק-דינו של השופט ד' מינץ). בהמשך הוסיף בית-

24 המשפט וקבע כי "במעשים אלו גרמו גם דנקנר וגם שטרום לפגיעה דרמטית

25 בערכים החברתיים המוגנים – פגיעה אשר באה לידי ביטוי הן במשקיעים

26 שקיבלו החלטות השקעה על בסיס המצג הכוזב, והן במישור הכללי, אגב פגיעה

27 באבני היסוד עליהן מושתת שוק ההון, בהן הגינות המסחר ואמון הציבור" (ס' 35

28 לפסק-דינו של השופט ד' מינץ; ההדגשות הן שלי, ר.ר.).

29



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

לגבי חברי הקבוצה שרכשו את המניות בהנפקה יש לציין כי בית-המשפט העליון  
דחה, בפסק-הדין בערעור, את הטענה של המשיבים לפיה רוכשים אלה היו  
אדישים למחיר המניה (ר' ס' 40 לפסק דינו של השופט נ' הנדל).

65. לטענת דנקנר, לצורך הרשעה בעבירת ההשפעה בדרכי תרמית, שהיא כזכור  
העבירה הרלוונטית לעניין הרכיב התוך-שוקי, לא נדרשה הוכחה של הסתמכות  
ותוצאה של רכישת נייר-הערך בעקבות המצג. באשר לעבירת ההנעה בתרמית,  
שהיא העבירה הרלוונטית לעניין הרכיב החוץ-שוקי, הוא טען כי מדובר בעבירת  
התנהגות, ולכן גם ביחס אליה לא נדרשת תוצאה של רכישת נייר-הערך בעקבות  
מצג כוזב או מטעה. משום כך נטען כי לא ניתן להסתמך על פסקי-הדין בהליך  
הפלילי לגבי רכיב הסתמכות המשקיעים על המצגים, שכן בהקשר זה לא נקבעו  
בפסקי-הדין הללו קביעות שנדרשו להרשעה.

אני סבורה כי דין טענות אלה להידחות. ראשית, אני סבורה כפי שצינתי לעיל, כי  
בשלב זה של הדיון אין מניעה שבית-המשפט יעשה שימוש בקביעות בהליך  
הפלילי, גם אם אלה לא היו קביעות שהיו הכרחיות לצורך הוכחת יסודות העבירה  
(ר' ס' 45 לעיל בהחלטה זו).

מעבר לכך, וזה העיקר: כאשר מדובר בעילות תביעה מכוח חוק ניירות-ערך, ונטען  
לנזק שנגרם כתוצאה מהתנהגות מעוולת שהשפיעה על שער ניירות-הערך, התובע  
אינו חייב להוכיח את רכיב ההסתמכות. הפסיקה קבעה ביחס לעילות תביעה  
שמקורן בחוק ניירות-ערך כי "די בקיומו של קשר סיבתי בין הפרט המטעה או  
הפרת הוראות החוק לבין הנזק שנגרם לתובע, ואין נדרשת הסתמכות ישירה של  
התובע" (רע"א 8268/96 רייכרט נ' שמש נ"ה (5) 276 (2001), פס' 25 לפסק-דינה  
של השופטת ט' שטרסברג-כהן (להלן: "עניין רייכרט הראשון")). בהתייחס  
לעילות התביעה שמקורן מחוץ לחוק ניירות-ערך הוצע בפסק-הדין להחיל את  
דוקטרינת "התרמית על השוק" (fraud on the market), לפיה במניות הנסחרות  
בבורסה, ההסתמכות של המשקיע אינה על המידע התרמיתי אלא על ההנחה כי  
מחירו של נייר-הערך בשוק משקף את שווי הריאלי.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

66. כך קבע בית-המשפט העליון בהקשר זה בין היתר בענין **רייכרט הראשון** (בעמ' 320) כי –

"משקיע הרוכש את הנייר בהסתמך על מחירו ועל כך שהמחיר נקבע בדרך הוגנת שעה שאינן הנייר משקף זאת כתוצאה ממצג שווא או מעשה תרמית, מסתמך למעשה בפעולתו על מצג השווא או על מעשה התרמית שהביא לשינוי המחיר באופן בלתי הוגן. לשון אחר, ההסתמכות על מחירו של נייר הערך כמשקף נכונה את שוויו באה במקומה של ההסתמכות הישירה על מצג השווא או על מעשה התרמית".

לאור האמור לעיל, אינני מקבלת את עמדת המשיבים גם ביחס לרכיב זה. די בכך שחברי הקבוצה הסתמכו על מחיר השוק ככזה שנקבע בדרך הוגנת – ולא בדרך של הרצת מניות תרמית, כדי לקבוע שהמבקש עמד בנטל והוכיח את רכיב ההסתמכות גם בעילות שמחוץ לחוק ניירות-ערך.

### פיצויי השבה

67. המבקש טען, כטענה חלופית, כי הוא ויתר חברי הקבוצה זכאים לפיצוי בגובה ההשקעה שלהם במניות. המבקש ביסס את טענתו על פסק-הדין בעניין **קרטין** בו נקבע כי בנסיבות מסוימות זכאי התובע לפיצוי נזיקי המבוסס על עיקרון ה"השבה", קרי לפיצוי בגובה מלוא השקעתו. מנגד טענו המשיבים, כי בהתאם לפסק-הדין בעניין **רייכרט השני**, פיצויי השבה מלאים נועדו ליחסים חוזיים בלבד, ואין להעניקם בגין עילות נזיקיות.

68. גם אם ניתן במקרים מסוימים לפסוק פיצויי השבה מלאים גם בהעדרו של קשר חוזי אלא כפיצוי נזיקי, הרי המקרה דנן אינו המקרה המתאים לעשות כן. השאלה מתי יש לחשב את הפיצוי כפיצוי השבה נדונה על-ידי לאחרונה בהרחבה בת"צ (ת"א) 59659-02-20 **רייס נ' קרן הגשמה בע"מ** (20.4.2021). כפי שנקבע שם, השאלה אותה יש לבחון היא האם ניתן להניח שלולא ההתנהגות המעוולת (בין אם המדובר בהפרת חובת אמון, הפרת חובה חקוקה או הטעיה) היו המשקיעים נמנעים כליל מההשקעה בחברה על הסימון הכרוך בהשקעה בה, או שמא הם היו



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

רוכשים את ניירות-הערך גם אלמלא העוולה (היינו למשל אילו היו העובדות כהווייתן ידועות להם), אלא שאז הם היו מקבלים תמורת אותו סכום השקעה מספר גדול יותר של מניות.

רק במקרים בהם העוולה נוגעת לשורש העסקה ניתן לקבוע כי המשקיעים היו נמנעים כליל מההשקעה אילו היו העובדות כהווייתן ידועות להם (ר' פס' 100-102 להחלטה), ורק במקרים אלה יש לפסוק פיצויי השבה. בהתייחס לשאלה האם מדובר בעוולה הנוגעת לשורש העסקה נקבע (בפס' 103 להחלטה) כי:

**"ההשקעה בניירות-ערך היא במהותה עסקה של רכישת סיכוי**

**כנגד סיכון (סיכוי להשאת רווחים תוך נטילת סיכון לאובדן**

**הקרן). לכן, התנהגות עוולתית הפוגעת בשורש העסקה היא כזו**

**המשנה באופן דרמטי את האיזון הזה, קרי את הסיכון והסיכוי**

**הגלומים בנייר הערך, עד כדי כך שלא ניתן לומר כי העסקה בה**

**התקשר המשקיע היא העסקה שהוא ביקש להיכנס אליה." (ר'**

**גם מאמרם של חנס וקלמנט בעמ' 761-762).**

69. במקרה דנן, לא הוכח כי פעולות המשיבים שינו באופן מהותי את מאפייני ההשקעה. המשקיעים קיבלו מניות בחברה בה הם ביקשו לרכוש את המניות, על הסיכונים והסיכויים הכרוכים בפעילותה של חברה זו. אכן, המשקיעים לא היו מודעים לאופן התמחור של המניות, ולכך שנעשתה על-ידי המשיבים מניפולציה שהעלתה את מחירן. אלמלא הייתה המניפולציה הזאת מבוצעת, לא היה הבדל בסוג הסיכון והסיכוי הגלומים בניירות-הערך של החברה, אלא שמחירם של ניירות-הערך האלה היה נמוך יותר (ולכן תמורת אותו סכום השקעה היה כל משקיע מקבל מספר גדול יותר של יחידות). בנסיבות אלה, אין הצדקה לביטול העסקה אלא רק לפיצוי המשקיעים בגין הנזק שפעילות ההרצה גרמה להם, קרי רכישת היחידות במחיר גבוה מערכן הכלכלי.

**סיכומה של נקודה זו – אני סבורה כי המבקש עמד בנטל שהוטל עליו והוכיח**  
**סיכויים לכאורה להוכחת הטענה לפיה הרצת המניות על-ידי המשיבים בגינה הם**  
**הורשעו בפסקי-הדין הפליליים, גרמה נזק לבעלי המניות שרכשו את מניותיהם**



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

- 1 בהנפקה (היינו ; לחברי תת-הקבוצה הראשונה), ולאלה שרכשו את המניות  
2 בבורסה במהלך תקופת ההרצה (היינו ; לחברי תת-הקבוצה השנייה).  
3
- 4 תת-הקבוצה השלישית - רוכשי המניות מיום 21.2.2012 ועד לדיווח אודות חקירת דנקנר  
5 70. כפי שהובהר לעיל, הבקשה מתייחסת גם לתת-קבוצה נוספת, של המשקיעים  
6 שרכשו מניות בחברה החל מה-21.2.2012 ועד למועד בו החברה דיווחה על חקירתו  
7 של דנקנר, בחודש נובמבר 2012.  
8
- 9 לגישתו של פרופ' בלס, המידע אודות הפעילות התרמית של המשיבים הוסתר  
10 מבעלי המניות גם לאחר שפעולות ההרצה נפסקו, ונודע למשקיעים אודותיו רק עם  
11 הדיווח אודות חקירת החשדות כנגד בעל השליטה ביום 27.11.2012. לשיטתו של  
12 בלס, מחיר מניית החברה ירד במועד זה וביום שלאחריו בשיעור מצטבר של 14.8%  
13 ממחיר הסגירה של המניה ביום 26.11.2012. זאת כאשר מדד המניות הכללי עלה  
14 בימים אלה במצטבר בכ-0.6%. גם ירידה זו היא מובהקת לגישתו. את הנזק לתת-  
15 הקבוצה הזו חישב בלס בהסתמך על הערכתו לגבי מספר המשקיעים שרכשו מניות  
16 בתקופת ההרצה ולא מכרו אותן לפני מועד הדיווח האמור ביום 27.11.2012.  
17
- 18 71. האם הוכיח המבקש את רכיבי הנזק, הקשר הסיבתי וההסתמכות ביחס לתת-  
19 הקבוצה הזו? למעשה המשיבים אינם כופרים בטענה כי מחיר המניה ירד לאחר  
20 הגילוי אודות חקירתו של דנקנר והחשדות נגדו. אולם לגישתם המבקש לא הוכיח  
21 את רכיבי ההסתמכות והקשר הסיבתי של ירידת הערך הזו לעבירות בהן הורשעו  
22 המשיבים בפסקי-הדין הפליליים. המשיבים הפנו בהקשר זה למסקנתו של פרופ'  
23 עופר בחוות-דעתו, לפיה תגובת השוק למידע שפורסם ביום 27.11.2012 אינה  
24 קשורה לפעולות המסחר של המשיבים בחודש פברואר 2012.  
25
- 26 פרופ' עופר ציין כי פרופ' בלס עצמו מניח כי השפעת פעולות המסחר נעלמה (מיד  
27 לאחר תום תקופת ההרצה), וכי המחיר "חזר למחיר ההוגן בתוך יומיים מהמועד  
28 שהופסקה" (קרי ביום 27.2.2012). הוא הוסיף כי פרופ' בלס לא הבהיר מדוע  
29 לגישתו מחיר השוק של המניה נותר "מנופח" גם 9 חודשים לאחר תום הרצת  
30 המניות, ומדוע המידע אודות החקירה הפלילית של דנקנר הביא את המשקיעים



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

להתאים את מחיר המניה מהמחיר ה"מנופח" למחיר הכלכלי הראוי שלה. עוד  
הובהר כי גם אם מחיר המניה נופח כתוצאה מהרצת המניות, הרי במחזורי המסחר  
המשמעותיים של מנית החברה, חזר מחירה לערכו הכלכלי ההוגן הרבה לפני  
נובמבר 2012.

טענותיו של פרופ' עופר לגבי מחיר המניה ה"מנופח" בתקופה של 9 חודשים לאחר  
תום ההרצה, מקובלות עלי. מדובר בפרק זמן ממושך מאוד, שלגביו לא הוכיח  
המבקש את המשך ההשפעה של הרצת המניות על ניפוח מחיר המניה. ספק רב אם  
המחיר במועד זה היה אכן גבוה יותר ממחירה הריאלי של המניה כתוצאה  
מה"ניפוח" האמור. זאת בין היתר לאור העובדה שהמחיר ירד – גם לשיטת המבקש  
והמומחה מטעמו – מיד לאחר תום ההרצה (אם כי לא ההכרח בשיעור המשקף את  
"ניפוח המחיר" במלואו). על-כל-פנים – אילו ביקש המבקש להוכיח אחרת, היה  
עליו לעשות כן באופן מפורט, קרי להבהיר מדוע לגישתו מחיר המניות נותר  
"מנופח" והוא לא חזר למחיר הכלכלי הראוי של המניה גם 9 חודשים לאחר  
שפעולת ההרצה הסתיימה.

72. יחד עם זאת, אין צורך להידרש לנושא זה ביתר הרחבה, שכן לגישת המבקש כפי  
שהיא עולה מסיכומיו, טענתו ביחס לתת-הקבוצה השלישית, של בעלי המניות  
שרכשו מניות בתקופה זו, אינה נובעת בעיקרה מניפוח מחיר המניה כתוצאה  
מהרצתה. לגישתו ירידת המחיר במועד הגילוי, נבעה מהחשיפה אודות החשדות נגד  
המשיבים ותגובת השוק למידע זה.

כך עולה מחוות-דעתו המשלימה של פרופ' בלס בה הוא התייחס לטענות פרופ'  
עופר. פרופ' בלס הבהיר שם כי הנזק לחברי תת-הקבוצה השלישית נוגע לפרסום כי  
בעל השליטה נחשד בפעילות פלילית. הוא הוסיף כי אין קשר בין הנזק נושא ירידת  
שווי המניה לאחר תקופת ההרצה (בימים 26.2.2012 – 27.2.2012) לבין ירידת  
השווי הנוספת בחודש נובמבר 2012 – ירידה שהיא כאמור תולדה של חשיפת החשד  
לעבירות התרמית ועבירות אחרות שבוצעו אגב ההנפקה.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

- 1 כאמור, עמדתו של פרופ' עופר בהקשר זה היא דומה, ואף הוא קבע בחוות-דעתו כי  
2 "סביר להניח כי התגובה במחיר המניה לדיווח בנובמבר 2012 לא נבעה מפעולות  
3 המסחר המיוחסות למשיבים (קרי – ההרצה, ר.ר.). אלא מחששות המשקיעים  
4 מהשלכות על החברה בעקבות פתיחת הליכי חקירה נגדה ונגד בעל השליטה בה,  
5 וזאת כאשר בעל השליטה הוא מאוד דומיננטי בחברה ומשמש כיו"ר הדירקטוריון  
6 שלה. חקירה פלילית כזו גורמת להסטת תשומת הלב של החברה ומנהליה  
7 מניהולה של השוטף של החברה, שגם כך מצבה הפיננסי היה באותה עת רחוק  
8 ממושלם" (ר' ס' 108 לחוו"ד עופר).  
9
- 10 73. משכך, השאלה היחידה שיש לברר בהקשר זה היא האם ירידת ערך מניות החברה  
11 כתוצאה מהחקירה ומהגילוי של בעלי המניות אודות החשדות המיוחסים לבעל  
12 השליטה, דנקנר, היא בת פיצוי במסגרת התביעה הייצוגית דנן.  
13
- 14 אני סבורה כי התשובה לשאלה זו היא שלילית. כפי שהובהר לעיל, התביעה דנן  
15 הוגשה כתביעה ייצוגית בקשר עם הרשעת המשיבים בעבירות ההשפעה בתרמית  
16 וההנעה בניירות-ערך. עבירות אלה מיועדות כאמור להגן על בעלי מניות מפני  
17 מניפולציות המשנות את מחיר המניות באופן החורג מכללי השוק. כאשר מדובר  
18 בעבירות המשפיעות על מחירי הרכישה של המניות – ניתן להגיש בגין תביעות  
19 ייצוגיות של בעלי המניות שנפגעו כאשר רכשו מניות במחיר שאינו משקף את ערכן  
20 הכלכלי הריאלי. ואכן הנזק הנטען בבקשת האישור לגבי שתי תת-הקבוצות  
21 הראשונות (ומועד ה"גילוי" לפיו) הוא נזק שהוא קורלטיבי לעבירות הללו ולערך  
22 המוגן מכוחן.  
23
- 24 ואולם, ככל שמדובר בתת-הקבוצה השלישית שנטען כי נפגעה מהפרסום אודות  
25 החקירה הפלילית של דנקנר, פני הדברים הם שונים. ראשית, יש להבחין בין  
26 ההטעה הנטענת בכך שהמשיבים לא דיווחו אודות עצם ביצוע פעולות ההרצה על-  
27 ידיהם (נושא שבא לידי ביטוי בנזק שנגרם כאשר ההרצה נפסקה, בחודש פברואר  
28 2012 – ולכן רלוונטי לשתי תת-הקבוצות הראשונות), לבין ההטעה הנוגעת  
29 לחקירה בקשר עם ביצוע העבירות הללו. ככל שמדובר בחקירה, מובן כי המשיבים  
30 והחברה לא היו יכולים לדווח אודותיה לבעלי המניות עד שהחקירה החלה בפועל



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

- 1 (ובמועד זה הם אכן דיווחו על כך, ואז ירד מחיר המניה). לכן לא ניתן לייחס למי  
2 מהמשיבים אחריות בקשר עם הדיווח אודות החקירה עצמה.  
3  
4 75. בהתאם לאמור לעיל, טענתו של המבקש ביחס לחקירה איננה נוגעת לנזק שנגרם  
5 מביצוע העבירות עצמן (היינו מהרצת המניות שהנזק בגינה בא לידי ביטוי  
6 בהתייחס לשתי תת-הקבוצות הראשונות), או לנזק שנגרם מהטעיה אחרת בדיווח,  
7 אלא מהעובדה שבעל השליטה ביצע עבירות פליליות ונחקר בגיןן. אכן, שני  
8 המומחים מסכימים שהשוק העריך את המידע הזה אודות עצם החקירה של בעל  
9 השליטה ככזה שעלול לפגוע בחברה. זאת מאחר שחקירה פלילית מסיטה את  
10 תשומת-הלב של ההנהלה מניהול החברה, כדבריו של פרופ' עופר.  
11  
12 לכן, אין בהקשר זה הבדל בין מצב בו בעל השליטה היה נחקר בקשר עם עבירה  
13 פלילית שאינה קשורה לניהול החברה (תקיפה, חבלה, הטרדה וכד'); לבין חקירה  
14 הנוגעת לעבירה מכוח חוק ניירות-ערך. בכל המצבים היה נדרש בעל השליטה  
15 לעסוק בהגנתו תוך הסטת תשומת-לבו כולה או חלקה מניהול החברה.  
16  
17 76. בהליך אחר שהתברר בפניי ת.צ. (כלכלית) 1525-09-18 **גבריאלי נ' ויזל** (22.1.2019),  
18 להלן: "**בקשת גבריאלי**"), בקש המבקש, מר גבריאלי, להגיש תביעה ייצוגית נגד מר  
19 ויזל, בעל שליטה דומיננטי בחברת פוקס-ויזל בע"מ שהמבקש החזיק במניותיה.  
20 המבקש ביסס את בקשתו על סדרת תחקירים ששודרה בטלוויזיה שעסקה בעדויות  
21 אודות הטרדות מיניות נטענות מצדו של ויזל כלפי נשים. בבקשה נטען כי ויזל הפר  
22 בהתנהגותו האמורה את חובת הזהירות שלו כלפי חברי הקבוצה – בעלי המניות  
23 בחברה, בכך שהפר את הוראות הדין. המבקש טען כי היה על ויזל לצפות כי כאשר  
24 עניין זה ייחשף, תגובת השוק לגילויים תהיה שלילית ביותר. החשיפה אכן הביאה  
25 בפועל לירידה במחירן של מניות החברה – כך טען המבקש.  
26  
27 בפסק-הדין בו נדחתה בקשת האישור על הסף, קבעתי כי למבקש וליתר חברי  
28 הקבוצה לא עומדת עילת תביעה נגד המשיבים בקשר עם העובדות שנטענו בבקשת  
29 גבריאלי. זאת מאחר שככלל חובת הזהירות של נושא המשרה היא חובה שלו **כלפי**  
30 **החברה** ולא כלפי בעלי מניותיה. הנזק שנתבע בבקשת גבריאלי היה – כך נקבע –





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

נזק לחברה ולא לבעלי מניותיה (שניזוקו בנזק משני בלבד). הטעם לכך הוא משום  
שההשלכה של הידיעות אודות מר ויזל שפורטו בבקשת האישור "היא השלכה של  
הערכת השוק ביחס לחברה, הערכה לפיה הידיעות הללו פגעו בפוטנציאל הרווח  
של החברה ובערכה, שכתוצאה ממנה ירד – לגישת המבקש – שווין של מניות  
החברה". משכך – לא עמדה עילת תביעה לבעלי המניות אלא – אם בכלל – לחברה  
עצמה, בקשר עם הנזק שנטען שויזל גרם לה.

77. באופן דומה, גם הנזק שנגרם כתוצאה מהחשיפה אודות החקירה נגד דנקנר איננו  
נזק לבעלי המניות אלא, אם בכלל, נזק לחברה. זהו נזק הנובע מהערכת השוק את  
ההשלכה של קיום החקירה על האופן בו יוכל דנקנר לנהל את החברה, הערכה  
שהביא לתמחור של החברה (ושל כל מניותיה) במחיר נמוך יותר. כלומר, קיומה של  
החקירה פגע בשווי החברה וגרם לה נזק. הנזק שנגרם לבעלי המניות שהחזיקו  
במניות החברה במועד זה (שהוא אותו נזק עצמו לכל בעלי המניות), הוא לכן נזק  
משני, שאינו מזכה אותם בהגשת תביעה ייצוגית בגינו. משכך, אני סבורה כי יש  
לדחות את טענות המבקש ביחס לנזק לתת הקבוצה השלישית.

לאור האמור לעיל, אין צורך לבחון את יתר טענות הצדדים ביחס לתת-הקבוצה  
השלישית ובפרט לא את טענת המשיבים לפיה לא ניתן להסתמך על האמור בפסקי-  
הדין הפליליים ביחס למי שרכשו את מניותיהם בשוק המשני בין הימים 26.2.2012  
– 27.11.2012.

78. סיכום ביניים – ביחס לכל עילות התביעה עליהן מבוססת הבקשה, נדרש המבקש  
להוכיח, בין היתר, את הרכיבים של נזק, הסתמכות וקשר סיבתי. המבקש לא הרים  
את הנטל לגבי חברי תת-הקבוצה השלישית, ולכן אין מקום לבחון את יתר  
הרכיבים בעילות שנטענו על-ידיו בקשר אליהם. לעומת זאת, המבקש עמד בנטל  
שהוטל עליו והוכיח ברמה הנדרשת את הרכיבים הללו ביחס לשתי תת-הקבוצות  
הראשונות, קרי בעלי המניות שרכשו את מניותיהם בהנפקה, או בבורסה בתקופת  
ההרצה (היינו; בימים 21.2.2012 – 23.2.2012). לכן, נבחן להלן ביחס לחברי תת-  
הקבוצות הללו את יתר הרכיבים לגבי עילות התביעה שהמבקש העלה לגביהם.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

### עילת התרמית –

79. עוולת התרמית מוגדרת בס' 56 לפקודת הנזיקין כך :

"תרמית היא היצג כוזב של עובדה, בדיעה שהיא כוזבת או באין אמונה באמתותה או מתוך קלות ראש, כשלא אכפת למציג אם אמת היא או כזב, ובכוונה שהמוטעה על-ידי ההיצג יפעל על-פיו; אולם אין להגיש תובענה על היצג כאמור, אלא אם היה מכוון להטעות את התובע, אף הטעה אותו, והתובע פעל על-פיו וסבל נזק ממון".

בע"א 9057/07 אפל נ' מדינת ישראל (2.4.2012) התייחס בית-המשפט העליון לרכיביה של עוולת התרמית. הוא קבע כי לצורך הוכחת קיומה נדרש התובע להוכיח חמישה יסודות מצטברים – היצג כוזב; העדר אמונה באמיתות ההיצג; כוונה שהניצג יוטעה ויפעל בהסתמך על ההיצג; פעולת הניצג על יסוד ההיצג; ונזק ממון שנגרם לניצג עקב ההיצג הכוזב. המבקש טען כי הוא עמד בנטל והוכיח את כל הרכיבים הללו, בעוד שלגישת המשיבים הוא לא עשה כן.

80. באשר לשני הרכיבים האחרונים – המדובר למעשה בדרישה להוכיח הסתמכות ("פעולות הניצג על יסוד ההיצג"); נזק ("נזק ממון"); וקשר סיבתי ("עקב ההיצג הכוזב"). יסודות אלה נדונו לעיל, ונקבע כאמור כי המבקש הוכיח לכאורה את התקיימותם.

81. אני סבורה כי המבקש הוכיח גם את הרכיבים של היצג כוזב; שהמשיבים לא האמינו באמתותו; ושנעשה תוך כוונה להטעות. מסקנה זו נובעת בין היתר מהאמור בס' 79 בפסק-הדין בערעור (חוות-דעתו של השופט נ' הנדל) לפיו "המסקנה הסבירה היחידה העולה ממכלול הראיות שנבחנו לעיל, הינה כי דנקנר התכוון להשפיע על שער המניה, וכי פעל במסגרת תכנית משותפת עם שטרומ לשם כך. מסקנה זו מעוגנת במכלול הראיות ובתמונה הכוללת שהן מציירות". במילים אחרות – בית-המשפט קבע כי דנקנר ושטרומ התכוונו להשפיע על שער המניה, וכי התוכנית שהם הגו נועדה למטרה זו באמצעות תרמית. בית-המשפט העליון אף הבהיר כי מחיר ההנפקה קשור למחיר בו נסחרות המניות



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

בשוק, וכי זה היה המניע של דנקנר להשפיע על שער המניה כדי שההנפקה לא תיכשל.

מסקנה דומה עולה גם מהכרעת הדין בפסק-הדין המחוזי בה נקבע כי מטרתה של פעילותם של המשיבים הייתה "הגדלת מחזור המסחר במניה ומניעת ירידת שער המניה כמו גם העברת מסר לשוק שישנם גורמים חסרי עניין שקונים ומוכרים את הנייר ללא מניע פסול" (ר' ס' 721 להכרעת הדין). ביחס לדנקנר נקבע כי "מטרתו... בהירתמותו לתכנית ההשפעה התרמיתית היה בין היתר יצירת מצג שווא של ביקושים והתעניינות במניה, במטרה למשוך משקיעים להנפקה, או לחילופין בשוק" (ס' 757 להכרעת הדין).

גם ביחס לשטרות נקבע כי הוא היה מודע למצג השווא הכוזב שיצר, וכן שאותו מצג "היה ממטרתו בפעילות – הנעת משקיעים לרכוש את מניותיה של אי.די.בי" (ס' 756 להכרעת הדין). עוד נקבע כי "עסקינן במעשים פרי כוונה של ממש שנעשו באופן מודע ופעיל, הן מצדו של דנקנר והן מצדו של שטרות, בביצוע פעולות שלא ניתן לראות בהן אלא פעילות שמטרתה להשפיע על שער מניית אי די בי" (ס' 722 להכרעת הדין).

82. מהאמור לעיל עולה כי פסקי-הדין הפליליים מבססים את טענת המבקש לפיה דנקנר ושטרות פעלו במודע כדי להשפיע על רוכשי המניות באמצעות העברת מסר כוזב לפיו הרכישות בשוק נעשות על-ידי מי שאין לו מניע פסול, ומבלי שהם האמינו באמיתותו של ההיצג הכוזב הזה. די בכל אלה כדי להביא למסקנה כי גם רכיבים אלה של עוולת התרמית הוכחו.

יצוין כי שטרות טען ביחס לעוולת התרמית כי לא הוכחה כוונתו להטעות את כל אחד מחברי הקבוצה על תת-הקבוצות השונות בה; כי לא הוכחה הטעיה בפועל – קרי לא הוכחה הסתמכות שלהם על ההטעיה; וכן כי לא הוכח קיומו של נזק הקשור בקשר סיבתי להטעיה.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1 כפי שעולה מהאמור לעיל, אני סבורה כי יש לדחות טענות אלה. ההחלטה  
2 מתייחסת לשתי תת-הקבוצות הראשונות, אשר לגביהם הוכחה כוונתם של כל  
3 המשיבים להטעות אותם, וכן הוכח כי הם הוטעו על-ידי ההיצג הכוזב כאשר רכשו  
4 את ניירות-הערך במחיר המנופח, וזאת מכוח הדוקטרינה של "תרמית על השוק".  
5  
6 83. שטרם טען כי דוקטרינה זו אינה פוטרת את המבקש מהוכחה כי מחיר השוק היה  
7 מטעה. הוא הוסיף כי הדוקטרינה יכולה לפטור את רוכשי המניות מהוכחה כי הם  
8 הכירו את פעילות המסחר (קרי את הרצת המניות) של המשיבים והסתמכו עליה,  
9 אולם לא ניתן להסיק מכך כי המניות נרכשו במחיר מוטה או כי מחיר זה נבע  
10 דווקא מההשפעה של הפעילות האסורה של המשיבים. ודאי שלא ניתן לקבוע – כך  
11 נטען – כי מחיר זה הביא לתנודות במחיר המניה בחלונות הבדיקה עליהם הסתמך  
12 המבקש. כפי שעולה מכל האמור בהחלטה זו לעיל (ר' הדיון בס' 64-66 לעיל ביחס  
13 לרכיב ההסתמכות), אני סבורה כי דין טענה זו להידחות, ואין בה כדי לשלול את  
14 המסקנה לגבי אישור התביעה הייצוגית.  
15

16 לאור כל האמור לעיל, אני סבורה כי המבקש הוכיח את יסודות עוולת התרמית  
17 כלפי המשיבים בהתייחס לחברי תת-הקבוצות הראשונה והשנייה.  
18

### עילות התביעה הנוספות של רוכשי המניות בהנפקה ובתקופת ההרצה

19 84. אני סבורה כי דין הבקשה להידחות ביחס לעילות מכוח חוק החברות (הפרת חובת  
20 האמון של דנקנר כנושא משרה והפרת חובותיו כבעל שליטה). זאת מאחר  
21 שהחובות מכוח סעיפים אלה הן ככלל חובות כלפי החברה ולא כלפי בעלי  
22 מניותיה, והמבקש לא הוכיח כי במקרה דנן יש מקום לסטות מהכלל הזה.  
23  
24

25 לעומת זאת, אני סבורה כי המבקש הוכיח לכאורה את רכיביו חלק מהעילות  
26 שנטענו על-ידי. כך, משהפרו המשיבים את הוראות סעיפים 54(א)(2) ו-54(א)(1),  
27 ומשהמבקש הוכיח לכאורה כי הפרה זו גרמה לנזק לחברי תת-הקבוצות הראשונה  
28 והשנייה, מתקיימים רכיבי העוולה של הפרת חובה חקוקה הקבועה בסעי' 63  
29 לפקודת הנזיקין וכן בסעי' 52 לא לחוק ניירות-ערך.  
30



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1 אציין במאמר מוסגר כי הפסיקה התחבטה בשאלה באילו מקרים נורמה פלילית  
2 יכולה לשמש בסיס לעוולה של הפרת חובה חקוקה. בע"א 7141/13 קונקטיב גרופ  
3 בע"מ נ' דבוש (5.11.2015) התייחס בית המשפט העליון לסוגיה אך היא לא  
4 הוכרעה. אינני סבורה כי יש להידרש לשאלה זו, שכן הצדדים לא העלו טענות  
5 לגביה, וגם מאחר שנראה כי במקרה דנן ניתן היה לעשות שימוש בנורמה הפלילית  
6 גם לפי הגישה המחמירה, שכן העבירות בחוק ניירות-ערך מקיימות את התכלית  
7 הנזיקית.

8  
9 85. בהתייחס לעוולת הרשלנות, הרי אף שהמבקש הוכיח חריגה לכאורה של המשיבים  
10 מסטנדרט ההתנהגות הסביר, אינני סבורה כי הוכח קיומה של חובת זהירות של  
11 המשיבים כלפי המשקיעים. המבקש ביסס את טענותיו בהקשר זה על ס' 252  
12 לחוק החברות (לפיו נושא משרה בחברה חב חובת זהירות גם ל"אדם אחר"). אלא  
13 ששטרם אינו נושא משרה בחברה, ואילו דנקנר לא ביצע את פעולות ההרצה  
14 כבוצעו כנושא משרה בחברה (אלא מכוח האינטרסים שלו כבעל מניות שהיה  
15 מעוניין למזער את דילול חלקו כתוצאה מההנפקה). המבקש אף טען כי חובת  
16 הזהירות חלה נוכח יחסי הכוחות ופערי המידע שבין הצדדים. אלא שאין בדברים  
17 אלה כדי להקים חובת זהירות בין בעלי מניות בקשר עם פעולות המסחר שלהם  
18 במניות החברה. לכן, אינני מקבלת את הבקשה ככל שהיא נוגעת לעוולת הרשלנות  
19 בגין פעולות ההרצה.

20  
21 86. ככל שהדבר נוגע לעילות ההטעיה מכוח חוק ניירות-ערך, אני סבורה כי המבקש  
22 הוכיח את רכיביהן. ביחס לס' 31(א) ו-38ג שעניינם פרט מטעה והטעייה בניירות-  
23 ערך, לא היה המבקש חייב להוכיח את הרכיב של הסתמכות של המשקיע על המצג  
24 המטעה. היה על המבקש להוכיח קיומו של פרט מטעה בתשקיף או בדיווח, נזק  
25 וקשר סיבתי בין ההטעיה לנזק, והוא עשה כן. כך, אי-גילוי אודות "תכנית  
26 ההשפעה" והרצת המניות הוא אי-גילוי של מידע מהותי ולכן הוא מהווה הטעיה.  
27 זאת מאחר שהנחת המשקיעים היא כי מחיר המניות מגלם את שוויין וכי הוא  
28 נקבע בהתאם לביקוש והיצע ומסחר הוגן בשוק, ללא שמתבצעת במחיר זה  
29 מניפולציה. כאמור, בהליך הפלילי נקבע כי פעולות ההרצה של המשיבים הביאו  
30 להעלאה מלאכותית של מחיר המניות מעבר למחירן הריאלי. מידע זה משנה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

באופן משמעותי את מכלול המידע שעל בסיסו מתקבלות החלטות השקעה  
בחברה.

בהקשר זה יוזכר כי דנקנר הורשע בעבירות דיווח לפי סעיף 53(א) לחוק ניירות-  
ערך. בפסק-הדין המחוזי נקבע בעניין זה כי הימנעותו של דנקנר מלדווח על  
המניפולציה אותה ביצע עם שטרום במסגרת הצעת המדף שפרסמה אי די בי ביום  
23.2.2012 או במסגרת דיווח מיידי, מקיימת את היסוד העובדתי של עבירת  
הדיווח בדרך של מחדל (ר' סעי' 782 ו-787 להכרעת הדין).

87. מכאן שלחברי תת-הקבוצות הראשונה והשנייה נגרם נזק שנובע מרכישת מניות  
במחיר הגבוה מערכן הריאלי וירידת מחירן לאחר תום תקופת ההרצה של  
המניות. כאמור, אין צורך בשלב זה של הדיון לקבוע מסמרות ביחס לגובה הנזק,  
ודי בכך שייקבע כי מחוות-דעתו של בלס עולה כי נזק כזה אכן נגרם. לאור האמור,  
מתקיימים לכאורה גם רכיבי העוולה הפרת חובה חקוקה (ואף של עוולת  
הרשלנות) בקשר עם חובות הדיווח – הן העוולה הכללית הקבועה בס' 63 לפקודת  
הנזיקין והן העוולה הספציפית הקבועה בס' 52יא לחוק ניירות-ערך.

חרף האמור, אני סבורה כי יש לדחות את התביעה ככל שמדובר בעילות אלה  
מאחר שעילת התביעה בגינן התיישנה.

### התיישנות עילות התביעה הספציפיות בחוק ניירות-ערך

88. המשיבים טענו כי תקופת ההתיישנות בקשר עם עילות התביעה של "הכללת פרט  
מטעה והטעה בניירות-ערך" היא בת שנתיים, ולכן עילות התביעה של כל חברי  
הקבוצה (שרכשו את מניותיהם בשנת 2012) – התיישנו.

סעיף 31 בחוק ניירות-ערך קובע כי "מי שחתם על תשקיף לפי סעיף 22 אחראי  
כלפי מי שרכש ניירות-ערך במסגרת המכירה על-פי התשקיף, וכלפי מי שמכר  
או רכש ניירות-ערך תוך כדי המסחר בבורסה או מחוצה לה, לנזק שנגרם להם  
מחמת שהיה בתשקיף פרט מטעה". ס"ק (ב) מחיל את האחריות גם על מי שהיה  
דירקטור של המנפיק, המנהל הכללי שלו או בעל שליטה בו.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1

2 בהמשך קובע ס' 31(ב) כי תקופת ההתיישנות של תביעה לפי ס"ק (א) היא  
3 "שנתיים מיום העסקה או שבע שנים מתאריך התשקיף, לפי המוקדם". סעיף  
4 38ג מחיל את הוראות סעיף 31 – ובכלל זה ביחס להתיישנות המקוצרת – לגבי  
5 פרט מטעה שהיה בדוח, בהודעה או במסמך שהגיש התאגיד לפי חוק ניירות-ערך.

6

7 קביעה של תקופת התיישנות מקוצרת בקשר לעילות הדיווח בחוק ניירות-ערך 89.  
8 משרתת מספר תכליות. כך בין היתר, החובה האפשרית של החברה (שחלק מבעלי  
9 המניות בה התחלפו), לפצות משקיעים בגין דיווח מטעה בעבר, פוגעת באינטרס  
10 הוודאות שהוא אינטרס חשוב ומשמעותי בתחום של ניירות-ערך. העובדה שקיימת  
11 תחלופה במחזיקי ניירות-הערך בחברה מצדיקה תקופת התיישנות מקוצרת  
12 שתאזן בין הזכות של משקיעי העבר לזכות בפיצוי, לבין יציבות החברה והזכויות  
13 של משקיעי ההווה. בנוסף, התנאים להוכחת עילות ההטעיה בחוק ניירות-ערך הם  
14 תנאים מקלים גם מאחר שהתובע מכוח עילות אלה אינו נדרש להוכיח הסתמכות  
15 על הפרט המטעה. קיצור תקופת ההתיישנות מאזן גם את ההקלה הזו בהוכחת  
16 עילת התביעה.

17

18 אני סבורה כי תכליות אלה חלות גם במקרה דנן. זאת בניגוד לטענת המבקש  
19 בהקשר זה. המבקש ציין כי קיצור תקופת ההתיישנות לא נועד כדי לאפשר  
20 לדנקנר ליהנות מהעובדה שהצליח להסתיר תקופה ארוכה את פעולותיו  
21 התרמיתיות. אולם טענה זו עשויה להיות רלוונטית לשאלה בדבר המועד בו  
22 מתחיל מרוץ ההתיישנות להימנות – שאלה שתידון להלן. מכל מקום, השאלה  
23 האם נסיבות המקרה הן כאלה המקיימות את תכלית קיצור תקופת ההתיישנות  
24 אינה רלוונטית כאשר מדובר בהוראה חוקית שאינה מותנית בנסיבות כאלה או  
25 אחרות.

26

27 לאור האמור אינני מקבלת את עמדת המבקש, ואני קובעת כי עילות התביעה  
28 מכוח סעיפים 31(א) ו-38ג לחוק ניירות-ערך התיישנו.

29

30 תחולתה של תקופת ההתיישנות המקוצרת על עילות התביעה הכלליות



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

90. בהמשך לאמור לעיל, יש לבחון מהי תקופת ההתיישנות החלה לגבי עילות התביעה הכלליות (סעיף 52 לחוק ניירות-ערך שעניינו בהפרת חובה הקבועה בחוק; ועילות התביעה של הפרת חובה חקוקה ורשלנות ככל שהיא נוגעות להפרת חובות הדיווח). לטענת המבקש, הרציונל שבבסיס סעי' 31 לחוק ניירות-ערך אינו חל ביחס לסעיפים אלה, ולכן חלה לגביהם תקופת ההתיישנות הרגילה.

6

השאלה מה היחס בין סעיפי האחריות הספציפיים בחוק ניירות-ערך בגין דיווחים מטעים, לבין "סעיפי הסל" בחוק או מחוצה לו, נדונה מספר פעמים בפסיקה אך טרם הוכרעה (ר' למשל: החלטתי בת"צ (ת"א) 28811-02-16 דמתי נ' מנקיינד קורפוריישן ואח' (12.10.2017); החלטתו של השופט כבוב בת"צ (כלכלית) 49602-11-11 פיג'ו נ' הירשברג, 176-177 (28.7.2016); ולאחרונה בהחלטתי בת"צ 77574-12-20 עמותת נציגי הציבור נ' אורלג אחים יעקובי בע"מ ואח' (27.4.2021) (להלן: "עמותת נציגי הציבור"). אני סבורה כי הגם שאין מניעה שאותה מערכת עובדתית תבסס עילת תביעה בקשר עם עוולות שונות (ובכלל זה עוולות מכוח חיקוקים מחוץ לחוק ניירות-ערך), אין פירוש הדבר בהכרח כי על כל אחת מהעוולות יחול דין ההתיישנות נפרד ושונה.

17

91. לטעמי, כדי לקבוע האם יש להחיל על עילות התביעה המקבילות את הסדר ההתיישנות הייחודי שנקבע באחת מעילות התביעה, יש לבחון את הרציונל העומד בבסיס הסדר ההתיישנות הייחודי ואת השאלה האם תכלית זו תסוכל על-ידי פנייה לעילת תביעה אחרת. לכן, ככלל, כאשר מלבד תקופת ההתיישנות יש זהות מלאה בין העובדות המהוות את עילות התביעה מכוח החיקוקים השונים, יחול הסדר ההתיישנות הייחודי גם על יתר העילות.

24

פרשנות אחרת תייתר את ההסדר הייחודי, תרוקן אותו מתוכן ותעמוד לכן בניגוד לכוונת המחוקק. מתן אפשרות להאריך את תקופת ההתיישנות כל אימת שמוגשת תביעה בעילה של דיווח שגוי, רק על-ידי ביסוס עילת התביעה על עילות תביעה "כלליות" חלף העילות מכוח ס' 31 (ב) ו-38 לחוק ניירות-ערך – תרוקן תמיד את הוראת ההתיישנות המקוצרת מכוח הסעיפים הללו מתוכן. תוצאה כזו תפגע בתכלית של מתן וודאות בשוק ההון (שחלה גם כאשר התביעה מוגשת מכוח

30





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

העילות ה"כלליות"), ותסכל את ה"הגנה" הכרוכה בקיצור תקופת ההתיישנות, שניתנה כאמור בין היתר לאור ההקלה בהוכחת עילת התביעה (שחלה גם ביחס לעוולות הכלליות).

92. יחד עם זאת, אם אחת מעילות התביעה הנוספות מתייחסת לעובדות שאינן זהות לחלוטין לעובדות המבססות את עילת התביעה שהתיישנה, יהיה מקום להחיל את תקופת ההתיישנות האזרחית ה"רגילה" בקשר עם תביעה כזו (ר' גם החלטתי בעניין עמותת נציגי הציבור). זאת מאחר שכאשר מדובר בעילת תביעה שונה, לא חלים בהכרח כלל הנימוקים בשלהם בחר המחוקק לקצר את תקופת ההתיישנות.

כך למשל, ככל שהדבר נוגע לעוולת התרמית, תקופת ההתיישנות היא התקופה הרגילה של 7 שנים. הרכיבים העובדתיים אותם צריך המבקש להוכיח מכוח עילה זו אינם חופפים לאלה שבס' 31(א) ו-38 לחוק ניירות-ערך - בנוסף לרכיבי ההטעיה, הנזק והקשר הסיבתי, נדרש התובע בעוולת התרמית להוכיח גם כוונת מירמה. רכיב עובדתי זה מהווה הכבדה משמעותית ביחס לעילות התביעה האחרות, ולכן גם לא מופר האיזון שקבע המחוקק בין ההקלה בהוכחת עילת התביעה לבין ההגנה המוקנית לנתבע בקיצור תקופת ההתיישנות, והיציבות בשוק ההון.

93. בעניינינו, רכיביהם העובדתיים של העילות הנוספות (עילות ההטעיה בדיווח בניירות-ערך, סעי' 52א, סעי' 35 ו-63 לפקודת הנזיקין בקשר עם חובות הדיווח) הן חופפות. המבקש טוען שהחובה החקוקה שהופרה היא בקשר לדיווחים. כלומר מדובר בעילות שרכיביהן זהים לרכיבי העוולה מכוח ס' 31(א) ו-38 לחוק ניירות-ערך. בכל אחת מהן מוטל על התובע להוכיח כי נגרם לו נזק כתוצאה מהטעיה בניירות-ערך.

גם רכיב ההסתמכות הוא זהה, שכן עילת התביעה הקבועה בסעי' 52א לחוק ניירות-ערך אינה כוללת רכיב של הסתמכות; ובפסיקה הוכרו דרכים אפשרויות להקלה בדרישת ההסתמכות ככל שמדובר בעילות תביעה המבוססות על דיני ניירת ערך גם אם אלה עילות מחוץ לחוק ניירות-ערך עצמו.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1

2

### המועד לתחילת מניין ההתיישנות

3 94. הצדדים נחלקו ביניהם ביחס לשאלה מה הוא המועד ממנו מתחיל מניין

4 ההתיישנות והאם ניתן להאריך את תקופת ההתיישנות. ראשית יצוין כי אין

5 מניעה לטעמי להאריך את תקופת ההתיישנות מכוח ס' 7 ו-8 לחוק ההתיישנות גם

6 על ההתיישנות הספציפית שנקבעה בחוק ניירות-ערך (עמדתי על כך לאחרונה

7 בהרחבה בענין עמותת נציגי הציבור). למעשה נראה כי גם המשיבים אינם טוענים

8 אחרת.

9

10 לטענת המבקש, יש להאריך את תקופת ההתיישנות מכוח הסעיפים האמורים,

11 ולמנות אותה ממועד פרסום פסק-הדין בערעור – 29.8.2018. זאת משום שרק

12 במועד זה התבררו לו ולחברי הקבצה מלוא פרטי הפרשה והעובדות המקימות את

13 עילת התביעה. לחילופין טען המבקש כי יש למנות את תקופת ההתיישנות החל

14 מיום 5.12.2016 – מועד פרסום גזר הדין. מנגד טען דנקנר כי המועד בו יש להתחיל

15 למנות את מרוץ ההתיישנות הוא לכל המאוחר בחודש נובמבר 2012, שאז זכו

16 האירועים נושא הבקשה דגן לפרסום נרחב בתקשורת.

17

18 כפי שיפורט להלן, אני סבורה כי לא ניתן להאריך את תקופת ההתיישנות מכוח

19 הוראות ס' 7 או 8 לחוק ההתיישנות.

20

21 95. ס' 7 לחוק ההתיישנות קובע כדלקמן:

22 "מרוץ תקופת ההתיישנות של תביעה יושעה כל עוד נמנע

23 התובע מלהגיש תובענה בשל כך שהנתבע, או מי מטעמו, מטעה

24 ביודעין את התובע, מפעיל נגדו כוח, מאיים עליו או מנצל את

25 מצוקתו; לעניין זה, "הטעיה" – לרבות בדרך של אי-גילוי

26 ביודעין של עובדה מהעובדות המהוות את עילת התובענה."

27

28 ס' 8 לחוק ההתיישנות קובע כדלקמן:

29 "נעלמו מן התובע העובדות המהוות את עילת התובענה, מסיבות

30 שלא היו תלויות בו ושאף בזהירות סבירה לא יכול היה למנוע



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

אותן, תתחיל תקופת ההתיישנות ביום שבו נודע לתובע עובדות  
אלה."

באשר לסעיף 8 נקבע בפסיקה כי הידיעה הנדרשת בכוחות ביחס לעובדות המהוות  
את עילת התביעה אינה ידיעה בפועל אלא בכוח, וכן כי די ב"קצה חוט" או ב"חשד  
בכוח" לצורך תחילת מניין ההתיישנות (ר' ע"א 4683/16 חברת החשמל לישראל  
בע"מ נ' עזבון אשר כהן ז"ל (23.1.2019) (להלן: "חברת החשמל").

96. מתי היה אם כן למבקש או לאדם סביר במקומו אותו "קצה חוט" נדרש שדי היה  
בו כדי לבסס את עילת התביעה נושא בקשת האישור? בחודש נובמבר 2012 פורסם  
דבר חקירתו של דנקנר. במועד זה, גם לגישת המבקש עצמו (כפי שהיא עולה  
מחוו"ד בלס), היה השוק מודע לחקירה ולהשלכותיה, וכתוצאה ממנה ירד שער  
המניות. יתרה מכך, התביעה הוגשה גם הרבה יותר משנתיים לאחר הגשת כתב  
האישום בשנת 2014, וקצת יותר משנתיים אחרי הכרעת הדין בבית-המשפט  
המחוזי. נראה כי לא יכול להיות ספק כי במועדים אלה היה למבקש - כמו לכל  
תובע סביר פוטנציאלי אחר - הרבה יותר מאשר "קצה חוט" הנדרש לצורך תחילת  
מניין תקופת ההתיישנות.

באשר לסעיף 7 לחוק ההתיישנות, סעיף זה תוקן בשנת 2015 (הצעת חוק  
ההתיישנות (תיקון מס' 5) (השעיית מרוץ תקופת ההתיישנות), התשע"ה-2015)).  
הפסיקה שדנה בנוסחו הקודם של הסעיף קבעה כי בניגוד לסעיף 8 לחוק  
ההתיישנות, מרוץ ההתיישנות בהתאם לסעיף זה יחל רק ביום בו הייתה לתובע  
"ידיעה ממשית" אודות תרמית או הונאה מצד הנתבע. עוד נקבע כי ידיעה  
הניתנת להוכחה בראיות בבית-המשפט תיחשב כידיעה ממשית (ר' ע"א 9800/01  
שאוילאן נ' אפרמיאן, פ"ד נח(4) 389, 399 (2001)).

97. לכאורה, הסעיף בנוסחו כיום דורש קשר סיבתי מתמשך בין הטעיית התובע לבין  
המניעה להגשת התביעה, והידיעה מיוחסת לעילת התביעה ולא לעצם התרמית או  
ההונאה. אולם כעולה מדברי ההסבר לתיקון, וכפי שהובהר בענין חברת החשמל  
"המחוקק ביקש דווקא להרחיב את ההגנה על הנפגע הפוטנציאלי במקרים של



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1        **התנהלות פסולה של הנתבע, ולא רק במקרים הקיצוניים והנדירים יחסית של**  
2        **תרמית או אונאה".** משכך, נראה כי הקביעה לפיה היעדר ידיעה הניתנת להוכחה  
3        בראיות היא המאריכה את תקופת ההתיישנות, עומדת בעיניה.

4  
5        מכל מקום, גם בהתאם לפרשנות המרחיבה של סעיף 7 לחוק ההתיישנות אני  
6        סבורה כי המועד לתחילת מניין ההתיישנות הוא לכל המאוחר ביום 4.7.2016 –  
7        הוא מועד הכרעת הדין. במועד זה ידע המבקש אודות עילת התביעה. גם ממועד זה  
8        חלף פרק זמן של למעלה משנתיים עד להגשת בקשת האישור בחודש נובמבר  
9        2018. משכך, עילות התביעה מכוח סעיפים 31(א) ו-38 ו-52 לא לחוק ניירות-ערך,  
10        וסעי' 63 לפקודת הנזיקין ככל שהיא נוגעת למעשים ומחדלים של דנקנר בקשר עם  
11        עבירות הדיווח ולהפרת חובות הדיווח על-ידיו - התיישנו.

### התאמת הבקשה להליך הייצוגי

12  
13  
14        98. לטענת המשיבים, השאלות נושא בקשת האישור אינן משותפות לתת-הקבוצות  
15        השונות ולכן ההליך ייצוגי אינו הדרך היעילה לברר את המחלוקת. עוד הם טענו כי  
16        המבקש נמנה רק עם חברי תת-הקבוצה השנייה. כן נטען שהקבוצה שהמבקש  
17        מבקש לייצג היא קבוצה לא גדולה, בעיקר לאחר קבלתן של הודעות פרישה רבות  
18        של חברים בה. עוד נטען כי חברי תת-הקבוצה הראשונה, ואף חלק מחברי תת-  
19        הקבוצה השנייה הם גורמים מזוהים ומוכרים שניתן לאתרם בקלות, וכן כי סכום  
20        התביעה של חלק מחברי הקבוצה (ובעיקר חברי תת-הקבוצה הראשונה) הוא גבוה  
21        דיו כדי להצדיק הגשה של תביעות אישיות. גם מכל הטעמים הללו – כך נטען –  
22        התביעה אינה מתאימה להתברר כתביעה ייצוגית.

23  
24        אני סבורה כי דין הטענות הללו להידחות. הפסיקה קבעה כי בבחינת השאלה האם  
25        ישנן שאלות משותפות לכלל חברי הקבוצה, אין דרישה לזהות מוחלטת, ודי בכך  
26        שהשאלות העיקריות יהיו שאלות עובדתיות או משפטיות משותפות. בקשת  
27        האישור יכולה להיות מוגשת בשמן של מספר תת-קבוצות שיש הבדלים מסוימים  
28        ביניהם ושהתובע המייצג יימנה רק על אחת מהן (ר' החלטתי בת.צ. (ת"א) 59659-  
29        02-20 רייס נ' קרן הגשמה בע"מ (20.4.2021) (להלן: "קרן הגשמה"); ר' גם סעיף  
30        10(ג) לחוק תובענות ייצוגיות).



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) 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
99. לכן, השאלה העיקרית שיש לבחון אותה היא האם עילות התביעה הנוגעות לתת-  
הקבוצות שלגביהן אושרה הבקשה, מעוררות שאלות מהותיות משותפות (ר' גם  
סע' 8(א)(1) לחוק תובענות ייצוגיות). אם התשובה היא שלילית, לא יתקיים בדרך  
כלל התנאי לפיו התובענה הייצוגית "**היא הדרך היעילה וההוגנת להכרעה  
במחלקת בנסיבות העניין**" 8(א)(2)).
- כעולה מההחלטה דנן, הבקשה אושרה רק ביחס לחברי שתי תת-הקבוצות  
הראשונות. ביחס אליהם, ישנן שאלות משותפות רבות ובכלל זה שאלות הנוגעות  
למניפולציה של המשיבים והאם היא מהווה "היצג כוזב"; שאלת הכוונה של  
המשיבים; שאלת ההסתמכות ושאלת הקשר הסיבתי. ההבדל בין הרכישה  
בהנפקה לבין הרכישה בבורסה נוגע לשאלת גובה הנזק, ואין בו כדי לשלול את  
האפשרות לברר את התביעה ביחס לכל חברי תת-הקבוצות שלעיל. זאת בין היתר  
מאחר שמחוו"ד בלס עולה כי אופן חישוב הנזק לשיטתו ייבחן לפי מתודולוגיה  
דומה, כאשר המחלוקות בין הצדדים והשאלות שיהיה צורך לדון בהן הן דומות.
100. אני סבורה כי יש לדחות גם את טענות המשיבים לגבי גודל הקבוצה, זהות חבריה  
וגובה סכומי התביעה שלהם. אכן במקרים רבים נועדה התביעה הייצוגית כדי  
לאגד חברי קבוצה אשר לכל אחד מהם עומד סעד שאינו גבוה די הצורך כדי  
לתמרץ אותו לממש את עילת תביעתו באופן עצמאי (רע"א 3126/00 **מדינת ישראל  
נ' א.ש.ת. ניהול פרויקטים וכוח אדם בע"מ**, פ"ד נז(3) 220, 278 (2003)). אולם,  
מצב של אכיפת חסר והיעדר תמרץ להגשת תביעות פרטניות עשוי לקרות גם  
במקרים בהם הנזק הוא גבוה. זאת למשל במקרים בהם קיים קושי בהגשה וניהול  
התובענה עקב מורכבותה, וכאשר קיים פער בין התובע לנתבע. כך קורה לא אחת  
בתובענות שעניינן בדיני ניירות-ערך (ר' למשל ענין **רייכרט השני**).
- מעבר לכך, במוסד התובענה הייצוגית גלומים יתרונות נוספים ובהם השוויון  
במאזן הכוחות בין הצדדים, יעילות וחיסכון במשאבי הצדדים ובמשאבי בית-  
המשפט, יצירת אחידות בפסיקה (ר' עניין **רייכרט השני**, פס' 3 לפסק דינה של  
השופטת ארבל; רע"א 2128/09 **הפניקס חברה לביטוח בע"מ נ' עמוסי**, בעמ' 19



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

1     (5.7.2012); החלטתו של השופט גרוסקופף בת"צ 14144-05-09 **הראל ניהול קרנות**  
2     בע"מ ואח' נ' לנדמארק גרופ ואח' (3.10.2010).

3  
4     רציונליים אלה מתקיימים בבקשה דנן. לכן, גם אם כטענת המשיבים, חלק מחברי  
5     הקבוצה, ובעיקר תת-הקבוצה הראשונה, רכשו מניות בסכומים גבוהים, אין בכך  
6     כדי להצדיק את דחיית הבקשה. אינני סבורה שהודעות הפרישה של חלק מחברי  
7     הקבוצה צריכות לשנות את המסקנה הזו. לא הוכח שלאחר פרישתם של חלק  
8     מחברי הקבוצה, נותר מספר מצומצם ומזוהה של חברי קבוצה שבכוחם להתאגד  
9     יחדיו ולעמוד על זכויותיהם במסגרת תביעה רגילה. יתרה מכך, ובניגוד לטענת  
10    המשיבים בהקשר זה, העובדה שחלק מחברי הקבוצה החליטו לפרוש מהתביעה  
11    (ככל הנראה לאור פנייה אליהם או התארגנות אחרת בהקשר זה), עשויה להעיד  
12    דווקא על כך כי אותם חברי קבוצה שלא ביקשו לפרוש – מעוניינים שהתביעה  
13    הייצוגית תתברר.

### סוף דבר

14  
15  
16    101. לאור כל האמור לעיל, אני מאשרת את הבקשה כתביעה ייצוגית ביחס לשתי תת-  
17    הקבוצות הראשונות, בעילה מכוח סעיף 56 לפקודת הנזיקין; וכן בעילות מכוח  
18    סעי' 52 לחוק ניירות-ערך, וסעי' 63 לפקודת הנזיקין בקשר עם פעולות המשיבים  
19    במסגרת העבירות הקבועות בסעי' 54(א)(1) ו-54(א)(2).

20  
21    אני דוחה את הבקשה ביחס לעילות התביעה מכוח סעי' 254(א), 192 ו-193 לחוק  
22    החברות; סעי' 31(א), 38 לחוק ניירות-ערך; סעי' 35 לפקודת הנזיקין; ומכוח סעי'  
23    52 לחוק ניירות-ערך וסעי' 63 לפקודת הנזיקין בקשר עם פעולות המשיבים  
24    במסגרת העבירה הקבועה בסעיף 53(א)(2) לחוק ניירות-ערך, וחובות הדיווח בדיני  
25    ניירות-ערך.

26  
27    102. **הקבוצה תכלול** את כל מי שרכש ניירות-ערך של חברת אי.די.בי חברה לאחזקות  
28    בע"מ החל מיום 21.2.2012 ועד ליום 23.2.2012, למעט המשיבים עצמם.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 67187-11-18 רהב נ' דנקנר(אסיר) ואח'

לצורך חישוב הנזק יוגדרו שתי תת-קבוצות – תת-הקבוצה הראשונה תכלול את כל מי שרכש ניירות-ערך כאמור במסגרת ההנפקה ; תת-הקבוצה השנייה תכלול את כל מי שרכש ניירות-ערך כאמור במסגרת המסחר בבורסה.

**התובע המייצג** הוא אריה רהב.

**ב"כ התובע המייצג** הם סיני אליאס ושות', עו"ד ואיתן חיימוביץ ושות', עו"ד. **עילות התביעה** הן עילות מכוח ס' 56 ו-63 לפקודת הנזיקין, ו-52 לא לחוק ניירות-ערך.

**הסעדים** הם פיצוי בגין הנזקים שנגרמו כתוצאה מהפעולות או המחדלים של המשיבים בקשר עם העבירות בהן הורשעו בהליך הפלילי.

103. הצדדים ידאגו לפרסום ההחלטה מכוח ס' 25(א)(1) לחוק תובענות ייצוגיות על חשבון המשיבים.

המשיבים יגישו כתב הגנה תוך 30 יום מהיום. המשיבים יישאו יחד ולחוד בהוצאות המבקש בקשר עם הבקשה בסכום כולל של 40,000 ₪.

**התיק יועבר לתז"פ ביום 11.6.2021 לקביעת מועד לישיבת קדם משפט ראשונה.**

ניתנה היום, כ"ג אייר תשפ"א, 05 מאי 2021, בהעדר הצדדים.

  
רות רונן, שופטת